



# 11. COMPLETANDO LA UNIÓN BANCARIA: AVANCES EN LA REDUCCIÓN DE RIESGOS

**JOSÉ RAMÓN DIEZ GUIJARRO**

*Director del Servicio de Estudios de Bankia*

*Profesor Asociado de Economía – IE Business School y CUNEF*

## 11.1. RESUMEN

El mercado bancario europeo presenta una salud recuperada y fortaleza creciente una década después del inicio de la crisis. Además, en los dos últimos años, se ha dado un impulso importante a la reducción del volumen de los activos problemáticos que todavía persisten en los balances bancarios y se han desarrollado interesantes planteamientos sobre la creación de algún tipo de activo libre de riesgo para la UEM. Estos avances en la reducción de riesgos deberían allanar el camino para terminar de completar la Unión Bancaria con los necesarios mecanismos de mutualización.

## 11.2. INTRODUCCIÓN

El mercado bancario europeo presenta una salud considerablemente mejorada diez años después del inicio de la Gran Crisis Financiera. La zona del euro cuenta con entidades más sanas, estructuras más livianas y eficientes, una mejor integración de los mercados y capacidad para financiar el crecimiento. Su robustez ha sido testada en las ya tradicionales pruebas de estrés llevadas a cabo por la Autoridad Bancaria Europea durante 2018, mostrando niveles de solvencia de partida adecuados y ajustes razonables en el escenario adverso. Este logro es el resultado de la profunda reestructuración aco-



metida en los sistemas más afectados por la crisis y de la creación de un nuevo marco regulatorio y de supervisión, la Unión Bancaria.

Sin embargo, el proceso de recuperación no está concluido. Por una parte, quedan focos de debilidad que podrían revertir los avances logrados. El primero de ellos son los 700.000 millones de euros en créditos dudosos que permanecen en los balances de los bancos europeos. El segundo es el nexo que todavía persiste entre riesgo soberano y riesgo bancario a través del peso de la deuda pública en los balances de las entidades, un fenómeno que se ha vuelto a contrastar durante el episodio de turbulencias vivido en Italia en 2018. Por otra parte, la Unión Bancaria está incompleta y los avances para su desarrollo parecen estancados ya que existen dificultades a la hora de reconciliar la demanda de algunos miembros de primero liberar a los bancos del legado de la crisis y la de los que exigen empezar ya el proceso de compartición de riesgos. Esta dicotomía, sin embargo, debería empezar a superarse habida cuenta del impulso dado en los dos últimos años en reducción de activos problemáticos y de los nuevos planteamientos, cada vez más convincentes, sobre la creación de algún tipo de activo libre de riesgo para la Unión Económica y Monetaria (UEM). El nudo gordiano de la reducción de riesgos y la mutualización de los mismos se traslada a la arena de la voluntad política para continuar la construcción europea.

En este artículo se revisa, en primer lugar, la situación actual del mercado bancario europeo para, a continuación, analizar la profundidad de los avances en materia de reducción de dudosos y de gestión de exposiciones soberanas, terminando con unas breves conclusiones finales.

### 11.3. LA SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO BANCARIO EN EUROPA

Los principales indicadores de solidez de las instituciones bancarias no sólo se han recuperado tras la crisis, sino que superan en calidad y cantidad los niveles previos. A ello han contribuido los procesos de reestructuración que han acometido los sistemas más afectados por las turbulencias, la reforma regulatoria global (y la Unión Bancaria en particular) y, en los últimos años, la dinámica de un entorno en crecimiento.

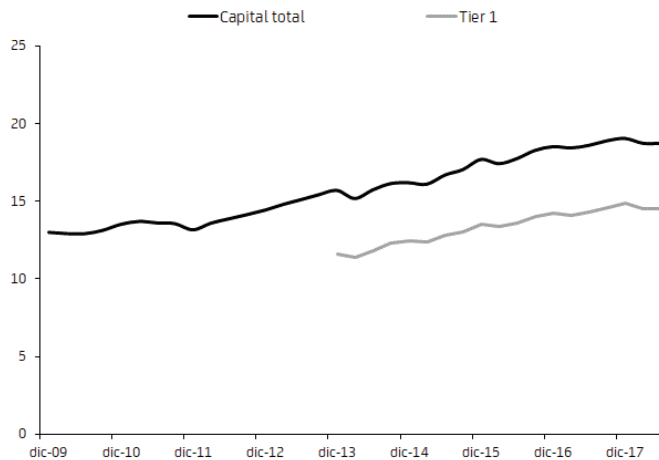
Las ratios de capital total de la banca de la UE han aumentado de forma considerable su nivel en una década, situándose en una media del 18,75% en el segundo trimestre de 2018, frente a algo menos del 13% de partida en 2009, según datos de la Autoridad Bancaria Europea<sup>1</sup> (EBA, por sus siglas en inglés). Este incremento de casi seis puntos porcentuales es reflejo, por una parte, del esfuerzo realizado desde el sector por generar y atraer más fondos propios, principalmente en forma de capital de alta calidad, así como por la reducción de las exposiciones de riesgo de los balances como consecuencia de la disposición de activos problemáticos, la simplificación de las líneas de negocio y el abandono de actividades *non-core* en un contexto global de desapalancamiento. En términos de capital ordinario de nivel 1 o CET1, la ratio media en la UE se ha situado

<sup>1</sup> Autoridad Bancaria Europea. (2018). *Risk Dashboard*.



en el 14,50% a mediados de 2018, alcanzando el máximo desde 2014, primer año en el que empieza a aplicarse Basilea III bajo la directiva CRR/CRD IV (ver gráfico 1). Además, el capital seguirá aumentando en los próximos años para dar cumplimiento a los elementos pendientes de desarrollo dentro del marco global de capital Basilea III, que la EBA estima, para una muestra representativa de bancos, en un volumen adicional de unos 24.500 millones de euros<sup>2</sup> con datos de cierre de 2017; un importe que estaría concentrado en su mayor parte en grandes bancos sistémicos y en capital adicional de primera y segunda categoría.

### GRÁFICO 1. RATIOS DE CAPITAL DE LA BANCA DE LA UE (EN PORCENTAJE)



Fuente: Bankia Estudios a partir de EBA Risk dashboard.

La liquidez también ha dejado de ser un tema de cautela para las entidades, al menos de momento. No cabe duda de que las medidas de política monetaria no convencionales del Banco Central Europeo (BCE) han contribuido notablemente a ello, generando cerca de 1,9 billones de exceso de liquidez en octubre de 2018, pero también se han producido cambios sustanciales en la gestión de la liquidez de las entidades derivados, en gran medida, de la aplicación de nuevas exigencias regulatorias en esta área. Por una parte, a corto plazo, las entidades europeas disponen de más activos líquidos para hacer frente a situaciones de estrés cumpliendo holgadamente la ratio de cobertura de liquidez que, en términos medios, se sitúa en el 148% en junio de 2018, materialmente superior al 100% exigible. Por otra, los modelos de financiación de los bancos europeos han evolucionado hacia estructuras más estables y sostenibles, en los que la financiación minorista basada en depósitos de familias y empresas ha ganado terreno y supone más

<sup>2</sup> Autoridad Bancaria Europea. (2018). *Basel III Monitoring Exercise*, septiembre.



de la mitad del *funding*<sup>3</sup>. La mejor alineación entre los vencimientos de los activos y de los pasivos ha permitido que la proporción de préstamos sobre depósitos de hogares y empresas, que había superado el 145% antes de la crisis, se haya normalizado en torno al 105% a mediados de 2018, mucho más equilibrada y consistente con las nuevas exigencias regulatorias sobre liquidez a largo plazo (el coeficiente de financiación estable neta, conocido por sus siglas en inglés NSFR) que empiezan a aplicarse en este ejercicio 2018.

Estas mejoras del mix de financiación serán más relevantes si cabe en los próximos años, en un entorno de liquidez probablemente más tenso que el actual, en el que coincidan en el tiempo la pautada retirada de los estímulos monetarios (operaciones de financiación a plazo más largo o TLTRO en la UEM y TFS en el Reino Unido), el aumento de la actividad y unas necesidades crecientes de emisión para dar cumplimiento a la normativa de absorción de pérdidas (el internacional TLAC y el europeo MREL). Aunque no se puede descartar un alargamiento del TLTRO, con condiciones diferentes y adaptado a una nueva realidad de la política monetaria.

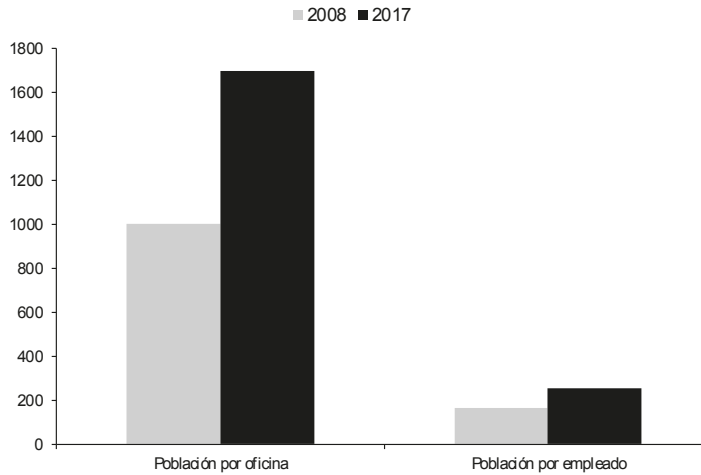
Desde un punto de vista estructural, la transformación de los mercados bancarios tras la crisis ha sido profunda, cambiando las dinámicas competitivas. El número de competidores en Europa ha disminuido significativamente como consecuencia de las quiebras, las salidas de negocios *non-core* y de las fusiones y adquisiciones, desapareciendo la cuarta parte de las entidades existentes en 2008. Este proceso se ha acompañado de un ajuste generalizado de la capacidad, corrigiendo el sobredimensionamiento acumulado en los años previos a la crisis allí donde se había producido, al tiempo que el sector ha iniciado una transformación de mayor envergadura, que le dirige hacia el nuevo paradigma de la tecnología digital.

En España, los cambios en la estructura del mercado han sido de gran calado. Actualmente quedan unas 11 entidades relevantes, de las 53 que operaban el mercado en 2008, un 80% menos. Esta disminución de competidores ha dado lugar a un aumento de la concentración sin precedentes, que ha dejado a las cinco mayores entidades con una cuota por activos en el mercado doméstico de más del 70%, cuando era del 42% en 2008, posicionando al sector en la línea de otros sistemas europeos, como Finlandia, Bélgica o Países Bajos, tradicionalmente más concentrados. Al mismo tiempo, se ha procedido a una severa reducción de la capacidad instalada y de las plantillas, disminuyendo el número de oficinas en un 40% entre 2008 y 2017 y el de empleados en un tercio, uno de los mayores ajustes en términos absolutos de la zona del euro, que sitúa la capacidad del sistema bancario en niveles similares a los de principios de los años 80. Como resultado, en un sector formado por menos entidades, de mayor escala y menos intensivas en recursos físicos, se han generado mejoras importantes de productividad y de eficiencia (ver gráfico 2), de forma que cada oficina y cada empleado atiende hoy, respectivamente, un 70% y un 50% más de población que en 2008, aunque todavía hay un gran margen de mejora ya que los niveles siguen siendo bajos en términos de la UEM.

<sup>3</sup> Autoridad Bancaria Europea. (2018). *Report of funding plans*, septiembre.



**GRÁFICO 2. POBLACIÓN POR OFICINA Y EMPLEADO EN ESPAÑA  
(EN NÚMERO DE PERSONAS)**



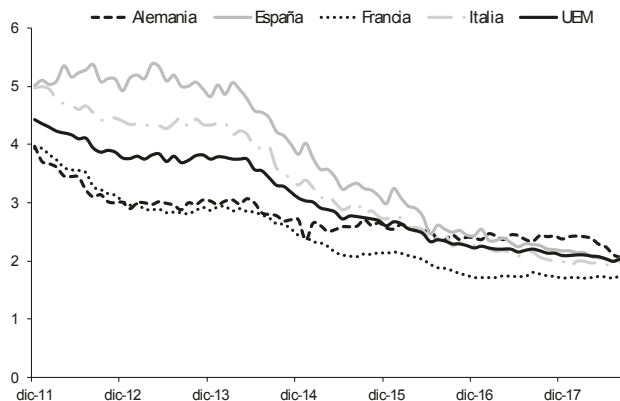
*Fuente: Bankia Estudios a partir de BCE EU structural financial indicators e INE.*

Por otra parte, la fragmentación de los mercados bancarios de la UEM, que en el cénit de la crisis llegó a amenazar la integridad de la moneda única, también ha sido aparentemente superada, al menos en lo que respecta a los precios.

La puesta en marcha de la Unión Bancaria en lo concerniente a los mecanismos de supervisión y de resolución, junto a unas condiciones financieras muy favorables propiciadas por la política monetaria del BCE, han permitido restablecer la convergencia de los tipos de interés bancarios en la zona del euro. En España, concretamente en abril de 2013, el tipo de interés que debía pagar una pyme española en una operación nueva de importe inferior al millón de euros era de 5,39% frente al 2,97% que se pagaba en Alemania, 2,4 puntos porcentuales más caro. Durante 2018, sin embargo, este diferencial ha sido ligeramente favorable a la pyme española, con un tipo, además, bajo, que en septiembre se situaba en el entorno del 2% (ver gráfico 3). En las operaciones crediticias habituales con grandes empresas (por importe superior al millón de euros), el rango de dispersión de los tipos en los principales países (Austria, Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal) ha pasado de cerca de 4 puntos porcentuales de distancia en los primeros meses de 2012, a menos de un punto observado en septiembre de 2018, con un tipo en España del 1,51%. De igual forma, los tipos de los depósitos bancarios también han convergido a niveles próximos a cero, en un contexto de tipos de referencia negativos que las entidades han sido reacias a trasladar al ahorro de las familias, si bien, en algunos países como Países Bajos, Bélgica o Alemania se han aplicado al segmento corporativo.



**GRÁFICO 3. TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO NUEVO A EMPRESAS  
(MENOS DE UN MILLÓN DE EUROS) (EN PORCENTAJE)**



Fuente: Bankia Estudios a partir de BCE.

La convergencia en precios, sin embargo, no se ha acompañado de una mayor integración en cantidades. Los indicadores de la actividad transfronteriza *retail* en la UEM siguen mostrando un notable sesgo doméstico, como refleja que la actividad local suponga más del 90% del crédito total a empresas y del 98% en el caso de la financiación a las familias<sup>4</sup>. La distribución geográfica de los depósitos muestra una fotografía similar, corroborando la señal de que la integración del mercado bancario del euro dista de ser completa.

Reflejando la mejor situación de los mercados bancarios y del entorno financiero y económico, la actividad ha evolucionado positivamente en los últimos años. El crédito a hogares y empresas crece desde mediados de 2015 en la zona del euro, registrando en septiembre de 2018 un avance medio de 2,4% interanual en saldos, con lo que recobra tasas de 2011. En las economías más expuestas a la crisis, sin embargo, la recuperación no se manifiesta en los volúmenes totales, que han continuado cayendo arrastrados por el largo, pero necesario, proceso de desendeudamiento de los agentes, sino en el dinamismo de las nuevas operaciones. En España, por ejemplo, el flujo de crédito nuevo para hogares lleva creciendo de forma prácticamente continuada desde 2014, mostrando a septiembre de 2018 tasas de variación del importe acumulado del 21% en consumo y del 14% en vivienda. En operaciones de menos de un millón de euros para empresas, que son las habituales en la financiación a pymes, el avance del crédito nuevo acumulado hasta septiembre es del 6% interanual.

En resumen, la situación actual del mercado bancario del euro es favorable. Cuenta con entidades más sanas, estructuras más livianas y eficientes, una mejor integración y con capacidad para financiar el crecimiento. Su robustez ha sido testada en 2018 en las

<sup>4</sup> Banco Central Europeo. (2018). *Financial integration in Europe*, mayo.



ya tradicionales pruebas de estrés llevadas a cabo por la EBA. Los resultados publicados en noviembre corroboran que las 48 entidades de la UE que han participado en el ejercicio, que representan el 70% de los activos bancarios, parten con niveles de solvencia superiores a los de las pruebas anteriores de 2016, del 14,2% en CET1 sin medidas transitorias (el llamado CET1 *fully loaded*), que queda en un satisfactorio 10,1% tras el impacto de 4,2 puntos porcentuales bajo las severas condiciones del escenario más adverso. El ejercicio también muestra que las pérdidas derivadas del riesgo de crédito (el 67% de las pérdidas agregadas) siguen siendo el principal determinante de la vulnerabilidad del capital de las entidades.

En este mismo sentido, y a pesar de la mejor posición del sector, todavía se identifican focos de debilidad que podrían revertir los avances logrados de no enfrentarlos a tiempo y a fondo.

El primero de ellos son los 700.000 millones de euros de créditos dudosos que permanecen en los balances de los bancos de la UE (el 3,6% del crédito a junio), de los que casi una cuarta parte están localizados en Italia. Esta gravosa herencia de la crisis supone un pesado lastre sobre las entidades. La consecuencia más inmediata es la merma de rentabilidad, tanto por la vía del descenso de los ingresos por intereses recibidos como, especialmente, por el aumento de las pérdidas por deterioro de activos en la parte baja de la cuenta de resultados. También distrae recursos económicos y humanos que podrían aplicarse a usos más productivos y, sobre todo, mantiene un clima de permanente desconfianza en la solidez de la banca.

Otro de los puntos de atención es el nexo que persiste entre riesgo soberano y riesgo bancario a través del peso de la deuda pública en los balances de las entidades (Veron, 2017). El efecto de esta conexión es la alta correlación entre tensiones bancarias y soberanas ante *shocks* internos que ya fue observada durante la crisis en algunas economías periféricas. Este fenómeno se ha vuelto a contrastar durante el episodio vivido en Italia en 2018, cuando la escalada de la prima de riesgo, que ha llegado a superar los 300 puntos básicos, se acompañó de una fuerte corrección en las bolsas de los bancos europeos, y de los italianos en particular (Avalos y Xia, 2018), anticipando el impacto directo del *mark-to-market* de las carteras de bonos en los resultados y en el capital. Inevitablemente, el *link* entre bancos y soberanos permanece tras la crisis lo que puede resultar muy negativo para el sistema financiero cuando los inversores pierden la confianza en la sostenibilidad de la deuda del país. La situación se agrava ante la falta de mecanismos paneuropeos que garanticen con suficiencia la estabilidad financiera en los estados miembros, toda vez que la Unión Bancaria está inacabada a falta del tercer pilar, el fondo de garantía de depósitos europeo (EDIS, por sus siglas en inglés), cuya implementación está todavía en fase de negociación política y con escasos avances. Con este telón de fondo, *shocks* domésticos podrían reproducir espirales negativas entre riesgo bancario y soberano, ya conocidas en el pasado, en un contexto, sin embargo, en el que el margen de la política monetaria es más limitado después de tres años con tipos de interés en negativo.

Subsanar estas debilidades y reducir los riesgos latentes en los balances se ha convertido en una prioridad para las entidades y para las autoridades europeas. En materia de activos problemáticos se ha logrado una reducción significativa de los volúmenes gracias



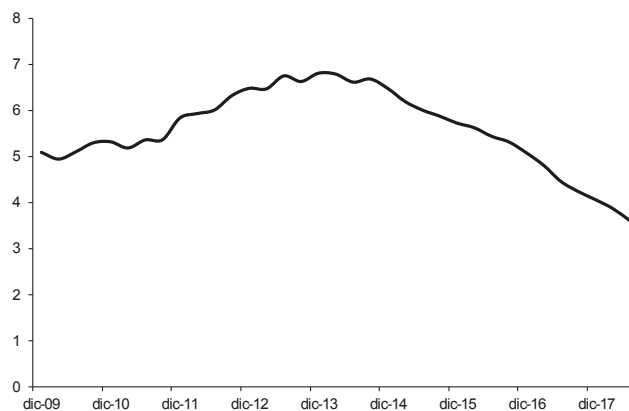
a la gestión activa por parte de las entidades y a desarrollos específicos en el ámbito de la regulación y de la supervisión. En cuanto al nexo soberano, el debate está todavía en fase muy preliminar, con propuestas interesantes que están siendo objeto de discusión.

#### 11.4. LA REDUCCIÓN DE LOS DUDOSOS

La gestión del crédito dudoso ha ocupado y preocupado a las entidades financieras y a las autoridades europeas, con dos frentes primordiales de acción: reducir el *stock* heredado y mejorar la gestión de riesgos a futuro.

En la UE, el problema de los dudosos llegó a adquirir una dimensión insostenible cuando, en septiembre de 2014, su volumen alcanzó los 1,13 billones de euros, que representaba el 6,7% del crédito total de la UE en esa fecha. Desde entonces, el *stock* se ha reducido en más de un tercio, hasta los 700.000 millones de junio de 2018 que suponen el 3,6% de la cartera crediticia actual (ver gráfico 4), reduciéndose esta proporción al 2% si se aplican las coberturas con provisiones específicas, que son del 46%. A pesar del progreso logrado, la ratio todavía es alta en términos históricos, sustentando la opinión general de que, en materia de saneamiento, la banca de la UE se encuentra por detrás de otros sistemas que también sufrieron la crisis como Estados Unidos, donde la morosidad ya está en valores normalizados, en torno al 1% a septiembre de 2018<sup>5</sup>.

**GRÁFICO 4. RATIO DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO EN LA UE  
(EN PORCENTAJE)**



Fuente: Bankia Estudios a partir de EBA.

Esta opinión se traslada a la comparativa entre países de la UE, donde se encuentran perfiles de calidad crediticia muy heterogéneos, señal de que la posición de las

<sup>5</sup> Federal Deposit Insurance Corporation de Estados Unidos (3T18).





economías en el proceso de saneamiento es bastante desigual. Algunos países muestran todavía una situación preocupante, con volúmenes de dudosos que representan más del 30% del crédito, como Grecia y Chipre (en junio de 2018, 45% y 34%, respectivamente), mientras en otros la ratio sigue en el entorno de los dos dígitos (Portugal e Italia). España, con un 4,2% en términos consolidados, se sitúa próximo a la media europea, aunque con datos sólo domésticos la posición está más alejada. En el extremo opuesto, Luxemburgo, Finlandia o Alemania se mueven en el entorno del 1%-2%. La situación por entidades es similar, con un 40% de los bancos, en términos de activos, con ratios de morosidad superiores al 3% en 2018 (el 6% con ratios superiores al 8%), una proporción que está lejos del 66% que suponían en 2014, pero que aún parece alta.

Estas cifras apuntan a que queda bastante recorrido para reducir riesgos en algunos mercados de la UE, aunque ello no es óbice para valorar el esfuerzo realizado hasta el momento, que ha sido ingente y que se ha intensificado en los dos últimos años en los países más afectados por este problema. En ellos, las entidades han aprovechado el momento favorable del ciclo para dar un empuje decisivo a la limpieza de los balances y el resultado se recoge en las variaciones interanuales que, a junio de 2018, muestran caídas muy relevantes de la tasa de mora en Chipre (-8,6 puntos porcentuales), Portugal e Irlanda (-5 puntos), Italia (-2,5 puntos) y en España (-2 puntos con datos individuales). Es decir, la gestión de estas carteras ha sido intensiva desde el verano de 2017, beneficiándose del benigno escenario económico que, en los últimos meses, está perdiendo algo de fuerza.

Para tener una visión completa del saneamiento llevado a cabo hay que sumar a la gestión de los dudosos, la acción llevada a cabo sobre otras carteras de calidad deficiente, que en algunos países han tenido un gran protagonismo durante la crisis, como las refinanciaciones y los activos adjudicados. En el caso de las refinanciaciones (dudosas y no) su peso en la cartera crediticia de la banca europea, a nivel consolidado, se ha reducido del 4% de media en diciembre de 2014 (cerca de 700.000 millones de euros) hasta el 2,3% actual (unos 470.000 millones en junio de 2018), lo que supone más de 200.000 millones menos de préstamos refinanciados en las carteras, correspondiendo los mayores descensos a algunos países que también han acometido fuertes ajustes en morosidad (en Irlanda la ratio de refinanciaciones cae 9 puntos porcentuales en el mismo período hasta el 7%, en España 5,4 puntos hasta el 4,6% y en Portugal 2 puntos hasta el 9%).

Dentro de la UE, España compara favorablemente en el proceso de saneamiento. En el momento álgido de la crisis, el sector bancario español a nivel doméstico acumulaba en sus balances cerca de 200.000 millones de euros de préstamos dudosos, 80.000 millones de activos adjudicados en valor contable bruto y un volumen de refinanciaciones de más de 180.000 millones de euros. Cuatro años y medio más tarde, el volumen de dudosos se ha quedado reducido a menos de la mitad, hasta poco más de 70.000 millones de euros (una caída del 65%), con apenas 62.000 millones de adjudicados (un 20% menos) y un importe de créditos refinanciados de menos de 80.000 millones de euros (un 56% de caída). En total, los bancos españoles han limpiado de sus balances



cerca de 250.000 millones de euros de activos improductivos desde finales de 2013, un importe que equivale al 20% del PIB de este año. Para lograr este resultado han sido determinantes medidas como la gestión de las recuperaciones, la venta activa de carteras que ha sido intensiva a lo largo de 2018 y, fundamentalmente, contar con un entorno favorable de crecimiento de la economía y del empleo, a lo que ha contribuido de manera muy destacable el tono de la política monetaria implementada por el BCE.

En importes absolutos, la corrección es significativa y su tendencia en el tiempo, en el caso de los dudosos, repite la evolución de ciclos anteriores, pero a partir de un volumen que en máximos ha sido unas diez veces superior al de la crisis de los 90 y con un crédito seis veces mayor. En concreto, el descenso del *stock* de dudosos, cincuenta y ocho meses después de alcanzar el pico de la ratio de morosidad (del sector privado residente) ha sido del 63%, un perfil similar a la corrección que tuvo lugar en los años 90, cuando cayó en torno a un 66% en el mismo tiempo, tras el máximo de principios de 1994.

En términos de la tasa de morosidad, sin embargo, este esfuerzo es menos visible ya que la ratio desciende a un ritmo relativamente moderado. El factor diferencial es el «efecto denominador», es decir, la evolución de la actividad crediticia afectada todavía por el despalancamiento general de la economía. El volumen de crédito al sector privado residente en España de las entidades de depósito lleva cayendo en tasa interanual desde 2009, lo que ha producido una reducción del saldo del 36% desde el máximo alcanzado a finales de 2008, unos 650.000 millones de euros menos, una caída que continúa a septiembre de 2018, descendiendo un 3%, sin que se esperen tasas positivas hasta bien entrado el 2019. El efecto denominador compensa parte del fuerte ajuste de los dudosos en el numerador (ver gráfico 5) y deja la ratio de morosidad del sector privado residente en el 6,2% en septiembre de este año, 7,4 puntos porcentuales menos que el 13,6% en 2013. Es decir, una de las principales características diferenciales de esta recuperación de la economía española es que en ningún momento se ha recuperado el *stock* de crédito, algo que no tiene parangón y que ha afectado negativamente al proceso de saneamiento de las entidades financieras. Según estimaciones del Banco de España<sup>6</sup>, en ausencia de una gestión activa de ventas de carteras, la ratio de dudosos seguiría siendo alta a finales de 2020 (cerca de un 4%).

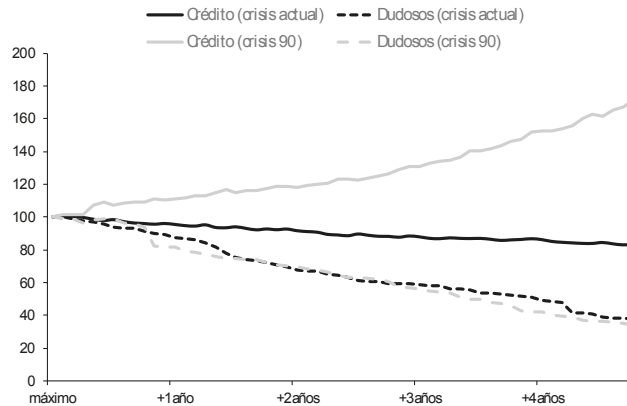
Desde la perspectiva de la cuenta de resultados, la mejora de la calidad del activo en España es más visible. A nivel doméstico, las pérdidas por deterioro de activos como porcentaje de los activos totales medios han descendido hasta el 0,44% a cierre de 2017 (excluyendo la resolución de una entidad) desde el 3,5% máximo de 2012, todavía por encima del 0,28% de media antes de la crisis. Las menores dotaciones son una buena señal de la mejor calidad de la nueva producción crediticia y es consistente con el ajuste de los estándares crediticios que ha tenido lugar durante la crisis, como recogen las encuestas sobre préstamos bancarios que muestran el endurecimiento de los criterios en prácticamente todos los segmentos entre principios de la crisis y el año 2013, empezando a relajarse en cierta medida bien entrada la recuperación. En términos de margen

<sup>6</sup> Banco de España. (2017). *Informe Anual*.



de explotación, las conclusiones son similares. Las pérdidas por deterioro, que a nivel doméstico llegaron a absorber el 356% del margen de explotación en 2012, suponían el 35% a cierre 2017 (excluyendo una entidad resuelta), disminuyendo hasta el entorno del 20% en junio de 2018.

### GRÁFICO 5. COMPONENTES DE LA RATIO DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN ESPAÑA (BASE 100 DIC-13 CRISIS ACTUAL Y FEB-94 CRISIS 90)



*Crédito al sector privado residente de entidades de depósito.  
Fuente: Bankia Estudios a partir de Banco de España.*

Desde el punto de vista del capital, la presión que ejercen los activos problemáticos ha descendido. La ratio del volumen de dudosos del crédito al sector privado residente, neto del fondo de provisiones específicas, sobre fondos propios se sitúa en el 19,7% frente a más del 40% entre 2012 y 2014, lo que sugiere una tensión más manejable, incluso sin tener en cuenta las garantías que respaldan parte de las carteras.

Los distintos indicadores revelan que las entidades españolas han realizado un gran esfuerzo por reconducir el legado de activos problemáticos heredados de la crisis. Los volúmenes han descendido significativamente, en línea con anteriores ciclos, la limpieza se ha extendido a aquellas carteras con síntomas de debilidad, el coste del riesgo se está normalizando lo que produce mejoras tangibles en la cuenta de resultados y también se ha aliviado la presión sobre el capital. La mejoría se está reflejando en la ratio de morosidad, aunque tamizada por la caída del crédito que, probablemente, no se vuelva a ver en zona positiva hasta bien entrado el año próximo.

Las perspectivas para los próximos años son favorables. Por un lado, la posición cíclica de la economía española ayudará con nuevos avances del PIB y esperados descensos de la tasa de paro, variables correlacionadas con la tasa de morosidad. Por otro, aquellos sectores como la construcción o la promoción inmobiliaria, que todavía mantienen tasas de mora superiores al 10%, están acelerando la corrección con caídas interanuales de los dudosos del entorno del 50% en junio pasado, en parte por las ventas de carteras



que continuarán en los próximos meses si se cumple lo anunciado por las entidades y si se mantienen favorables las condiciones de los mercados. Además, la dispersión entre bancos se reduce, indicando que no sólo la ratio media cae, sino que son las entidades con mayor exposición problemática las que están haciendo un esfuerzo relativo mayor.

También es importante reseñar, desde el punto de vista institucional, que en Europa se ha puesto en marcha un marco de acción global que tiene como objetivo prioritario reducir el nivel de préstamos dudosos existente y mejorar su gestión a futuro.

El hito en este programa ha sido el Plan de Acción global definido por el Consejo de Ministros de Economía y Hacienda de la UE en julio de 2017<sup>7</sup>. En él se aborda la problemática de los dudosos desde la originación y en un sentido muy amplio (ver cuadro 6), combinando medidas a escala nacional y europea, marcando las líneas prioritarias de trabajo, señalando las instituciones responsables y fijando los tiempos.

#### CUADRO 6. PAQUETE DE MEDIDAS DE LA COMISIÓN RELATIVAS A LOS PRÉSTAMOS DUDOSOS

Hacer frente a la posible insuficiencia de las provisiones mediante provisiones automáticas y vinculadas al tiempo	Aumentar la protección de los acreedores garantizados	Desarrollar mercados secundarios para los préstamos dudosos	Desarrollar un Proyecto SGA
Interpretación del art. 16 del RMUS y del art. 104 de la DRCIV	Evaluación comparativa de los marcos nacionales de insolvencia y ejecución de préstamos	Mayor atención a las cuestiones de insolvencia en el Semestre Europeo	Reforzar las infraestructuras de datos sobre préstamos dudosos
Ampliar la guía sobre préstamos dudosos del MUS a los pequeños bancos	Adoptar orientaciones sobre gestión de exposiciones dudosas a nivel de la UE	Nuevas directrices sobre la concesión, la supervisión y la gobernanza interna de los préstamos bancarios	Requisitos más estrictos de información sobre la calidad de los activos y los préstamos dudosos para todos los bancos
	Mejorar la información detallada sobre préstamos exigida a los bancos	Elaborar planteamientos macroprudenciales para evitar la acumulación de préstamos dudosos en el futuro	

Fuente: Comisión. (2018). *Segundo informe de situación sobre el proceso de reducción de los préstamos dudosos en Europa*, marzo.

Como indica la Comisión en el Segundo informe de situación sobre el proceso de reducción de los préstamos dudosos en Europa, de marzo de 2018<sup>8</sup>, en primer lugar, los bancos deben de disponer de provisiones suficientes para los nuevos dudosos, creán-

<sup>7</sup> Consejo de Ministros de Economía y Hacienda de la UE. (2017). *Plan de acción para hacer frente a los préstamos dudosos en Europa*, julio.

<sup>8</sup> Comisión Europea. (2018). *Segundo informe de situación sobre el proceso de reducción de los préstamos dudosos en Europa*, COM, marzo.



dose así incentivos adecuados para sanear estos activos en una fase temprana, evitando su acumulación excesiva. Además, este proceso se aceleraría con unos mecanismos de ejecución más eficientes para los préstamos garantizados. Si a pesar de estas medidas el volumen de dichos préstamos llegara a ser demasiado elevado, los bancos deben tener la posibilidad de vender los préstamos dudosos a otros operadores en mercados secundarios eficientes, competitivos y transparentes. Y finalmente, cuando los préstamos dudosos se hayan convertido en un problema generalizado e importante, los países que lo deseen podrán establecer sociedades de gestión de activos nacionales o adoptar otras medidas de resolución bancaria.

Siguiendo este planteamiento, se programan actuaciones en cuatro ámbitos: la supervisión, la reforma de los marcos aplicables a la insolvencia y al cobro de deudas, el desarrollo de mercados secundarios para los activos devaluados junto a una guía para la creación de sociedades de gestión de activos y el fomento de la reestructuración de bancos cuando sea necesario.

En materia de supervisión, el BCE publicó en 2017 una guía<sup>9</sup> para todas las entidades significativas del Mecanismo Único de Supervisión sobre cómo deben gestionar los préstamos morosos y refinanciados. En ella las autoridades de supervisión requieren a los bancos con altos niveles de préstamos dudosos que definan sus estrategias para reducir los volúmenes de forma prioritaria, ambiciosa y creíble, enfocándose en la estructura de gobernanza y en el marco operativo para gestionar el proceso. En marzo de 2018, se publicó un apéndice<sup>10</sup> a dicha guía en el que se establecen las expectativas cuantitativas de los supervisores sobre dotación de provisiones para préstamos dudosos nuevos. Los resultados de las entidades en esta materia son tenidos en cuenta en el proceso de revisión y evaluación supervisora (SREP, por sus siglas en inglés), bajo el pilar 2, pudiendo dar lugar a requerimientos específicos si la evolución no es satisfactoria. Según las expectativas del BCE, las exposiciones no aseguradas de los nuevos dudosos deberían estar dotadas al 100% al cabo de dos años y las que cuenten con garantías al cabo de siete. Estas expectativas serían específicas para cada entidad y se basan en su ratio de préstamos dudosos y en sus principales características financieras, de manera coherente entre entidades comparables. Adicionalmente, el BCE anunció en julio de 2018 nuevas expectativas sobre las dotaciones de provisiones a nivel de cada entidad para hacer frente al volumen de préstamos dudosos, es decir, al *stock* y no sólo al flujo de nuevos dudosos, con el objetivo de lograr un mismo nivel de cobertura de los volúmenes y flujos de préstamos dudosos a medio plazo.

En esta misma línea de trabajo, la EBA publicó en octubre de 2018 una guía similar a la del BCE, aplicable a las más de seis mil entidades que operan en la UE, y la Comisión realizó en marzo de 2018 una propuesta legislativa complementaria en la que plantea introducir un calendario de provisiones para activos dudosos futuros mediante la modificación del Reglamento de Requerimientos de Capital (en pilar 1)<sup>11</sup>. Estas iniciativas

<sup>9</sup> Banco Central Europeo. (2017). *Guía sobre préstamos dudosos para entidades de crédito*, marzo.

<sup>10</sup> Banco Central Europeo. (2018). *Addendum to the ECB guidance to banks on NPL*, julio.

<sup>11</sup> Comisión Europea. (2018). *Proposal for a regulation on amending the CRR as regards minimum*



son muy importantes porque afectan a las entidades no supervisadas directamente por el BCE (entidades menos significativas o LSIs) que en algunos países constituyen una parte determinante del sistema financiero.

Respecto a la recuperación de la deuda, la propuesta de Directiva sobre los administradores de créditos, los compradores de créditos y la recuperación de las garantías reales<sup>12</sup>, que presentó la Comisión en marzo de 2018, plantea la introducción de una cláusula de ejecución extrajudicial acelerada de las garantías reales. Se trataría de un modelo común de ejecución extrajudicial de las garantías rápido y eficiente, que permitirá a quienes hayan concedido préstamos garantizados recuperar el valor de las garantías reales aportadas por empresas o empresarios solamente. Este procedimiento podría usarse si así lo acuerdan previamente prestamista y prestatario en el contrato del préstamo y no será aplicable a los créditos al consumo, quedando, además, subordinado a los procedimientos de reestructuración e insolvencia y sin modificar la jerarquía de los acreedores. Respecto a la posibilidad de armonizar la regulación de insolvencia a nivel europeo, los trabajos están en una fase muy preliminar debido a su complejidad técnica.

En relación al mercado secundario de activos problemáticos, son muchos los impedimentos que hasta el momento han bloqueado su funcionamiento a nivel europeo. Por una parte, los problemas de información asimétrica, al estilo de los «limones» de Akerloff (Akerloff, 1970), son especialmente gravosos para este tipo de operaciones, dando lugar a que los compradores bajen los precios significativamente para protegerse de su peor información sobre la calidad de las carteras, con descuentos a los que las entidades no están dispuestas a vender. También, las comentadas ineficiencias en materia de exigibilidad de deudas y de ejecución de las garantías dan lugar a que los procedimientos judiciales para la reclamación sean muy dispares dentro de la Unión Europea, largos y costosos en algunos países, haciendo incierto el valor final de lo recuperado. Además, tradicionalmente han existido barreras a la entrada para entidades no bancarias (*servicers*).

Para fomentar estos mercados, la Comisión incluye en la propuesta de Directiva mencionada medidas para eliminar los obstáculos a la administración de créditos por terceros y a su cesión, eliminando los obstáculos a la transferencia de los préstamos de los bancos a las entidades no bancarias de forma que éstas puedan tener la propiedad de tales préstamos y gestionarlos, salvaguardando la protección al consumidor. También se han elaborado normas comunes que simplifican y armonizan los requisitos para la autorización de este tipo de empresas, de forma que el proceso sea transparente y que puedan operar como firmas transnacionales en toda la Unión Europea, lo que aumentaría la base inversora del mercado, su competitividad y mejoraría la fijación de precios.

De forma complementaria, la Comisión junto a la Autoridad Bancaria Europea y el

---

*loss coverage for NPEs.*

<sup>12</sup> Comisión Europea. (2018). *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los administradores de los créditos, los compradores de créditos y la recuperación de las garantías reales*, marzo.



BCE están explorando la creación de plataformas de negociación o cámaras de compensación de activos dudosos. Este tipo de soporte podría aumentar la transparencia en las operaciones de dudosos, reducir los costes de las transacciones, ampliar la base de inversores y disminuir los problemas de coordinación entre acreedores cuando se negocian activos de un mismo deudor (Fell *et al.* 2017). Este tipo de plataformas podrían jugar un papel importante a la hora de fomentar la titulización en este tipo de mercado, lo que ayudaría a agilizar las desinversiones, especialmente relevantes en las sociedades nacionales de gestión de activos o «bancos malos».

Respecto a los bancos malos, la Comisión ha presentado una guía para orientar su creación<sup>13</sup>. Las sociedades nacionales de gestión de activos, adecuadamente diseñadas, pueden ser muy eficaces para reducir la carga de los activos problemáticos, segregándolos del balance de las entidades y permitiendo una gestión separada para maximizar la recuperación de su valor. En esta guía se recogen las mejores prácticas a partir de las experiencias recientes (como la Sareb en España o el Nama en Irlanda) en aspectos como clases de activos admisibles, perímetro de participación, valoración de los activos, estructura de capital, financiación, gobernanza, entre otros, que sirven de referencia para aquellos países y entidades que deseen constituir sus bancos malos, una vez desechada la idea de crear una sociedad a nivel europeo.

En definitiva, la determinación de las entidades junto a la acción regulatoria en marcha y los incentivos a la venta de activos problemáticos están permitiendo abordar el problema de los dudosos con mayor determinación que antes. En este sentido, los trabajos continúan, como en Grecia, donde el Banco de Grecia (Pantelias, 2018) anunció la propuesta de crear un banco malo, al estilo de la Sareb española, a la que los bancos griegos transferirían la mitad de los activos dudosos del sector, que todavía suponen más del 40% de la cartera crediticia. De esta forma, el banco central griego estima que la ratio de morosidad alcanzaría niveles de un dígito en 2–3 años bajo ciertas condiciones, aunque tendría un coste de unos 300 puntos básicos de media en capital (CET 1 *fully loaded* en 9,8% desde el 12,8% del segundo trimestre de 2018). El proceso de saneamiento, por tanto, no está exento de riesgos y parece razonable que se module cuidadosamente atendiendo a las circunstancias de cada país, a las características específicas de cada entidad y con un horizonte temporal de medio plazo. El objetivo es maximizar el ajuste de los activos de riesgo en este ciclo, pero, sobre todo, crear un marco legislativo y de actuación para abordar de manera mucho más eficiente este problema en el futuro.

No cabe duda que todo el esfuerzo empeñado en la reducción riesgos acercará este objetivo, pero quedaría incompleto si no se profundiza en una integración más profunda de los mercados (y al final de las economías), lo que pasa necesariamente por la compartición de riesgos en alguna medida. Se trata de mejorar la integración intraeuropea, aumentar las posibilidades de diversificación y generar confianza en la capacidad de resolver los problemas de las entidades allí donde surjan, lo que redundaría en una

<sup>13</sup> Comisión Europea. (2018). *AMC Blueprint. Commission staff working document*, marzo.



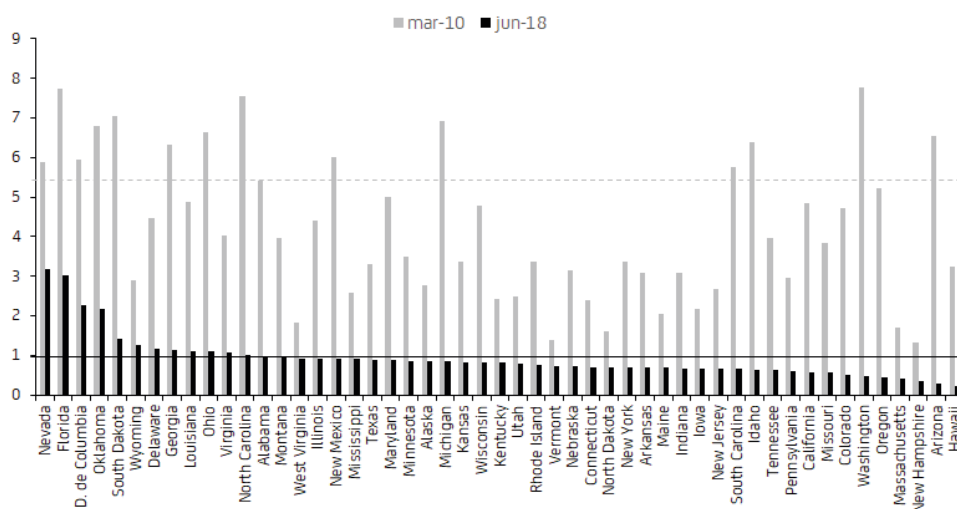


mayor estabilidad financiera y reduciría los riesgos. Los dos objetivos no son sustitutivos, sino que se refuerzan mutuamente.

Estados Unidos es un ejemplo de cómo la integración contribuye a la absorción de *shocks* asimétricos. Los estados norteamericanos sufrieron con distinta intensidad la crisis dependiendo de su exposición a la vivienda y a otros sectores vulnerables, de forma que, en marzo de 2010, cuando la ratio de morosidad nacional alcanzó el máximo de 5,47%, la situación de los estados era dispar con ratios de mora que se movían en un rango que oscilaba entre más del 7% en Washington, Florida, North Carolina y South Dakota y menos del 2% en cinco estados. Desde entonces, la evolución muestra un significativo descenso del nivel de las ratios y de su dispersión, siguiendo una tendencia general de convergencia, con un par de excepciones.

En la restauración de la calidad de los balances bancarios han influido factores de muy diversa índole que han contribuido a absorber los *shocks* locales (Mikolov, 2016) como la movilidad laboral, la redistribución fiscal, la alta diversificación de activos a través de mercados de capitales bien integrados y, también, la existencia de mecanismos tradicionales de compartición de riesgos, como el FDIC en el ámbito bancario (el fondo de garantía de depósitos federal) que ha posibilitado la resolución de unas 500 entidades sin mayores consecuencias para el sector y la economía. Sin duda, se pueden encontrar sinergias importantes entre las estrategias de reducir riesgos y la existencia de mecanismos, públicos y privados, de compartición de los mismos.

**GRÁFICO 7. RATIO DE MOROSIDAD POR ESTADOS EN EE.UU.  
(EN PORCENTAJE)**



Morosidad de crédito. Las líneas horizontales corresponden a la media nacional en los periodos considerados.

Fuente: Bankia Estudios a partir de FDIC.





## 11.5. LA EXPOSICIÓN SOBERANA

El debate sobre la exposición soberana del sistema financiero se encuentra íntimamente ligado a la necesidad de contar con un activo europeo que se convierta en la referencia para las emisiones de toda la UEM, permita al euro competir en igualdad de condiciones con otras monedas como el dólar<sup>14</sup> y facilite la ejecución de la política monetaria. Sin él, el BCE se ve limitado en sus funciones, no sólo en términos operativos, como puede suceder en estos momentos una vez forzada la expansión cuantitativa (QE por sus siglas en inglés), sino también al situarse en muchas ocasiones al borde de la delgada línea que, una vez cruzada, implica financiación de los Estados. Y, sin él, será muy difícil romper la tendencia de los bancos a comprar bonos emitidos por sus propios países, inercia que explicaría buena parte del bucle entre riesgo bancario y riesgo soberano, una de las principales causas detrás de la última crisis en Europa.

Pero, en primer lugar, se debe recordar que las carteras de renta fija de las entidades financieras que incluyen su exposición soberana tienen la función de operar como una cobertura estructural del riesgo de balance comercial. Este riesgo se origina por la coexistencia de un volumen importante de inversión crediticia a tipo variable con un porcentaje significativo de cuentas a la vista, no sensibles a los movimientos de tipos de interés. Por tanto, en la parte bajista del ciclo monetario, protege el margen de intereses de la entidad. En este sentido, la compra de bonos de renta fija por parte de los bancos europeos, contribuyó a compensar la caída del *stock* de crédito (efecto volumen) y el descenso de los intereses cobrados por préstamos con referencias a tipos variables (efecto precio), especialmente en los países periféricos, donde en muchos de ellos todavía sigue cayendo la inversión crediticia (-1,9% el agregado de países periféricos en septiembre<sup>15</sup>). Tanto los cupones que se van cobrando de estos bonos<sup>16</sup>, como las plusvalías (los resultados de operaciones financieras o ROF) que se contabilizan cuando se realizan las ventas, han constituido un mecanismo equilibrador para las cuentas de resultados de las entidades financieras a lo largo de la crisis (ver gráfico 8).

Pero, a su vez, esas compras de bonos en determinados momentos de la crisis permitieron solventar las dificultades de financiación de algunos Tesoros cuando arreciaba la incertidumbre, especialmente desde el verano de 2011 al verano de 2012, cuando el BCE tenía limitada su capacidad de intervención en el mercado, ante las reticencias de los países del norte de Europa a que el banco central siguiera utilizando el programa de emergencia de compra de deuda aprobado a principios de 2010. De hecho, las dos primeras subastas de financiación LTRO (*Long Term Refinancing Operation*) de diciembre de 2011 y febrero de 2012 supusieron una inyección de liquidez de casi un billón de euros

<sup>14</sup> Propuestas como la de redenominar a euros todos los contratos de compra de petróleo que realizan los países europeos van en la dirección correcta, pero son condiciones necesarias pero no suficientes para aumentar la importancia del euro en las transacciones internacionales.

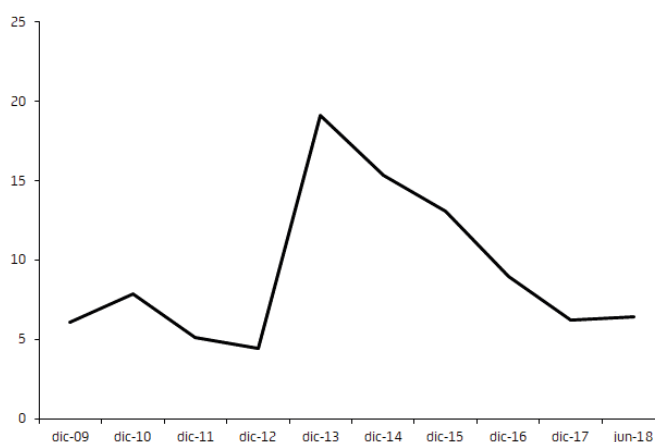
<sup>15</sup> Italia, España, Portugal, Irlanda, Grecia, Chipre, Eslovenia y Malta.

<sup>16</sup> En los años posteriores a la crisis esos cupones llegaron a representar entre el 20% y el 25% de los ingresos financieros.



para 600 entidades financieras de la UEM que, en una parte no desdeñable, utilizaron para adquirir deuda soberana teniendo en cuenta la debilidad de la demanda de crédito por parte de familias y empresas existente en aquellos momentos. De esa manera, el BCE mataba dos pájaros de un tiro, pues allanaba la transición de las cuentas de resultados de las entidades financieras a un entorno de tipos de interés muy reducidos y facilitaba la financiación a los Tesoros, ante la fuerte oposición de parte del Consejo del BCE a la intervención directa en el mercado de deuda.

### GRÁFICO 8. PESO DE LOS ROF SOBRE EL MARGEN BRUTO EN ESPAÑA (EN PORCENTAJE)



*ROF y diferencias de cambio. Datos individuales del sector.*

*Fuente: Bankia Estudios a partir de Banco de España.*

Además de lo anterior, las carteras de deuda pública son activos que facilitan el cumplimiento de los requerimientos de liquidez y permiten a las entidades financieras realizar otras funciones complementarias de su modelo de negocio tradicional: originación y distribución de emisiones, labores de creación de mercado para los Tesoros, etcétera. Por tanto, la cartera de bonos de los bancos (carteras ALCO) tienen un papel fundamental, no sólo a la hora de cubrir riesgos estructurales, sino como mecanismo equilibrador de las cuentas de resultados o fuente de liquidez, entre otros.

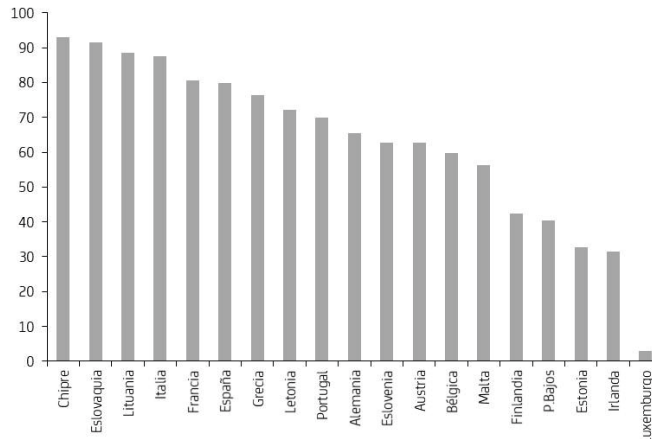
Un debate diferente es el tamaño de estas carteras de deuda y la composición de las mismas. Respecto al tamaño «objetivo» (idóneo) de las carteras, tiene relación directa con el volumen y porcentaje de estabilidad de las cuentas a la vista, aunque también hay que considerar otros factores como, por ejemplo, la duración de la cartera y el porcentaje de la cartera cubierta frente a la descubierta. Para el sector financiero español, a finales de 2017, las carteras ALCO representaban alrededor de un 15% de los activos totales, con una presencia mayoritaria de riesgo soberano (entre el 70% y el 90% del total de la cartera), lo que resulta lógico teniendo en cuenta que el resto de la renta fija tiene menor liquidez, más riesgo de crédito y un mayor consumo de capital; en parte,



compensado por las mayores rentabilidades y la menor sensibilidad a movimientos de tipos (en ciclos expansivos la mejora de fundamentos de las compañías puede conllevar reducciones de *spreads*). De esta forma, una cartera ALCO teórica debería tener un peso de los bonos soberanos del 75%/80% y el resto deberían ser *corporates*, agencias y otros.

Respecto a la composición de las carteras de bonos soberanos, el sesgo hacia títulos emitidos por el país de origen sigue muy presente en la mayoría de sistemas financieros. Con los últimos datos disponibles, en la UEM ese porcentaje oscila entre el 60% y el 90% de la exposición soberana a la zona del euro, con la excepción de Finlandia, Países Bajos, Estonia, Irlanda y Luxemburgo (ver gráfico 9). En media el sesgo doméstico representaría un 75% de la exposición y en torno al 130% del capital Tier 1 de la banca.

**GRÁFICO 9. SESGO DOMÉSTICO DE LA DEUDA SOBERANA EN LOS BALANCES BANCARIOS (SEP-18, EN PORCENTAJE)**



*Sesgo doméstico definido como la ratio entre deuda soberana doméstica sobre deuda soberana agregada de países del euro. Datos agregados de otras instituciones financieras y monetarias.*

*Fuente: Bankia Estudios a partir de BCE.*

En el caso de España supone un 80%, aunque el volumen de bonos españoles en cartera se ha reducido de 224.000 millones de euros en 2014, a los 158.000 millones de euros de julio de 2018 (380.000 millones de euros en el caso de los bancos italianos a septiembre). Desde los máximos de 2009, el porcentaje de la deuda pública total en las carteras de los bancos públicos españoles se ha reducido del 30% al 15%. Se debe reseñar que, analizando los datos de España,<sup>17</sup> tanto la sensibilidad del riesgo bancario al riesgo soberano, como la del riesgo soberano al riesgo bancario han disminuido de manera apreciable, si comparamos los datos de principios de este año con la situación que se produjo entre mayo de 2010 y junio de 2012. Es decir, el vínculo entre riesgo ban-

<sup>17</sup> Banco de España. (2018). *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre.



cario y soberano es más débil, al contrario que en el caso italiano, donde la sensibilidad del riesgo bancario al riesgo soberano se ha incrementado respecto a la situación de la parte más dura de la crisis financiera en Europa. Según el BCE, el impacto negativo del aumento de la prima de riesgo soberana en Italia durante el segundo trimestre de 2018 ha sido equivalente en los bancos italianos a 25–84 puntos básicos de CET1<sup>18</sup>. Además, la sensibilidad del riesgo de España a cambios en el riesgo de Italia se ha reducido de forma muy apreciable.

También se debe tener en cuenta que este sesgo doméstico de las carteras de deuda soberana ejerce un papel estabilizador para los mercados de deuda pública, tanto por la liquidez que aportan a las emisiones cotizadas (creadores de mercado) como por la contribución a la creación de una base inversora estable (mayorista y minorista). Es cierto que, a tenor de los últimos datos, el grado de concentración sigue pareciendo elevado, especialmente si reaparecieran los problemas de inestabilidad financiera; pero también es lógico que las entidades financieras tengan preferencia por activos financieros sobre los que poseen más información a la hora de valorar el riesgo de crédito. Dicho lo cual, en el debate de los últimos años hay diferentes propuestas sobre cómo conseguir una mayor diversificación de las carteras sin mutualizar los riesgos. Es decir, como reducir ese sesgo doméstico, para acabar con las reticencias a que los depósitos bancarios asegurados por el Fondo de Garantía de Depósitos (EDIS) se utilicen para comprar deuda del país de origen de la entidad financiera.

Una de las vías sería a través de cambios en el tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas. Desde luego parece difícil conseguirlo a través de los *Sovereign Concentration Charges* (SCC) pues independientemente de que teóricamente puedan parecer más o menos acertados (la valoración de la solvencia de los países dista de ser una ciencia exacta), su implementación es difícilmente abordable. Da lo mismo que sean requisitos adicionales de capital, provisiones, aplicación discrecional del «Pilar 2» o la introducción de un factor de ponderación<sup>19</sup>. Todo ello implica utilizar *ratings* externos, valoraciones de mercado o clasificaciones de riesgo país que siempre tienen un componente subjetivo muy importante y, en algunos casos, también incorporan una elevada volatilidad. Lo que puede intensificar los efectos negativos de las espirales entre riesgo bancario y soberano. Además de crear distorsiones a la competencia si el tratamiento en términos de requisitos de capital a las tenencias de deuda soberana no es homogéneo entre jurisdicciones.

En la práctica supone penalizar la tenencia de bonos soberanos y, por tanto, asignar una probabilidad de impago a la deuda emitida por los Tesoros, que es lo mismo que reconocer que no existe un activo financiero libre de riesgo en el sistema financiero. Además, durante el período de implementación los reajustes de las carteras llevarían probablemente a un nuevo proceso de fragmentación financiera. Tampoco las soluciones de *grandfathering* o de borrón y cuenta nueva, ni las de *phasing-in*, parecen las

<sup>18</sup> Banco Central Europeo. (2018). *Financial Stability Review*, noviembre.

<sup>19</sup> Introducir un factor de ponderación fijo (por ejemplo, un 1%) a todas las exposiciones soberanas, aumentaría los requerimientos de recursos propios, pero difícilmente reduciría el sesgo hacia los bonos del país de origen.



más apropiadas en este caso, sobre todo, teniendo en cuenta la duración media de las carteras de bonos en manos de las instituciones europeas<sup>20</sup>. En el caso del *grandfathering*, es decir, cuando se aplican recargos de capital a los excesos de concentración a las emisiones realizadas por los gobiernos a partir del día de entrada en vigor de la reglamentación, puede terminar ocasionando fragmentación en los mercados de deuda (*juniorisation* de las nuevas emisiones).

De la misma manera, a la hora de analizar las propuestas ligadas a ingeniería financiera y, por tanto, a todo tipo de estructuras sintéticas de bonos (*Sovereign bond-backed securities* o SBBS por sus siglas en inglés) formadas por diferentes referencias nacionales, se debe tener en cuenta la debilidad intrínseca que han mostrado este tipo de estructuras en momentos de inestabilidad financiera. En cuanto las cosas se complican, se dispara la volatilidad y se produce un proceso de huida hacia la calidad, como ocurrió en 2008, contaminando toda la estructura hasta el tramo *equity*. La posibilidad de conceder un trato regulatorio preferencial a esta estructura (o avalarla) por parte del BCE no es más que llamar de otra forma a lo que constituye un eurobono.

La reciente propuesta del Junta Europea de Riesgo Sistémico o ESRB (*European High-Level Task Force*)<sup>21</sup> es el enésimo intento de crear un sustitutivo perfecto (tras los *blue and red bonds*, ESBies y otros) para algo que no lo tiene. En este caso, el activo sintético sería una cesta de bonos soberanos emitidos por los países de la eurozona y la ponderación sería la de la clave de capital en el BCE. No se mutualizarían los riesgos, pues cada gobierno sería el responsable de hacer frente a sus obligaciones. Este activo sintético no podría tener una calificación superior a BBB o, como mucho AA-, según han anticipado las agencias de *rating*. Sólo el tramo *equity*<sup>22</sup> podría aproximarse al AAA, de manera que existiría un tramo junior que absorbería primeras pérdidas (10% del tamaño total del bono) y otro tramo *mezzanine* (20% del total). ¿Y quién compraría esos tramos? Sobre todo, porque en teoría se prohibiría a los bancos adquirirlos (Bénassy-Quéré et al, 2018) y los inversores siempre encontrarían alternativas mucho mejor testadas y con mayor liquidez en los mercados, especialmente en la escala del BBB<sup>23</sup>. Al final ese es el problema, al mercado le cuesta encontrar valor en la parte de este tipo de estructuras potencialmente más frágiles en momentos de tensión financiera. Por tanto, no es fácil encontrar una base amplia y estable de inversores, sobre todo, si se quieren minimizar los efectos sobre la liquidez de los mercados de bonos soberanos nacionales, sin contar la dificultad que conllevan otros condicionantes técnicos a la hora de estructurar las emisiones como

<sup>20</sup> De hecho, el propio Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, encargado de analizar el tema, hace poco recomendaba no iniciar un proceso de reforma del tratamiento regulatorio de las exposiciones de deuda soberana.

<sup>21</sup> Junta Europea de Riesgo Sistémico. (2018). *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study*, enero.

<sup>22</sup> El ESRB recomienda que el tramo *equity* represente un 70% de la estructura.

<sup>23</sup> Los bonos con calificación BBB representan el 49% de todas las emisiones con *rating* de inversión (25% en el año 2000) para un volumen total cotizando que podría superar los 2,5 billones de dólares.



la necesidad de que los diferentes Tesoros coordinen su estrategia de emisiones o los requerimientos de financiación del vehículo que estructura el *pool* de bonos soberanos. Finalmente, cabe reseñar que el tratamiento regulatorio de este tipo de estructuras las penalizaría tanto en términos de requerimientos de capital como en liquidez, lo que adicionalmente exigiría cambios para suavizar este coste.

Todo lo anterior son intentos de aproximación al verdadero problema y es que, sin un activo financiero europeo libre de riesgo (activo refugio), la UEM seguirá estando incompleta. No es un tema de solidaridad, o de mutualización de riesgos, sino un elemento esencial en el diseño institucional de la zona euro. Los activos libres de riesgo juegan un papel fundamental en cualquier economía de mercado y, desde el siglo XVII, la deuda soberana ha asumido mayoritariamente ese papel (Gorton, 2016), pues para ejercer ese papel la deuda privada necesita mucho colateral. Siempre hay demanda para los activos refugio y las recurrentes crisis financieras, especialmente la última, reflejan la dificultad de responder a esa demanda y la inestabilidad financiera que eso ocasiona. Pues los sustitutivos, especialmente de origen privado, son imperfectos.

Sin un eurobono, la UEM seguiría constituyendo una anomalía como unión monetaria. En este caso, los intentos de utilizar un *second-best*, tienen poco sentido en términos de eficiencia económica, al estar muy alejados de la elección óptima, siendo la vía directa para el retorno de la fragmentación. Además, si no existe un activo refugio, el sector privado intentará cubrir esa necesidad del mercado, lo que aumentará la fragilidad de la economía, por sus efectos potenciales en la estabilidad financiera, como vimos en la última crisis.

En definitiva, el activo libre de riesgo en la zona euro no puede ser otro que un eurobono. Aunque prefiramos llamarlo de otra manera y utilizar vías indirectas como las garantías o avales públicos para llegar a la misma solución final. No tenerlo en la UEM supone jugar con una importante desventaja competitiva, pues buena parte de la historia de la humanidad podría escribirse como la búsqueda y la producción de diferentes tipos de activos seguros (Tooze, 2018). La pregunta entonces es: ¿por qué un núcleo importante de países se opone a la emisión de eurobonos? La respuesta sólo puede venir por una de las tres razones siguientes:

- 1) La existencia de un volumen importante de activos improductivos en los sistemas bancarios de países europeos, es decir, la misma razón que impediría avanzar en el Fondo de Garantía de Depósitos y el Mecanismo de Resolución. El miedo a que la mutualización tenga un coste para los ciudadanos de los países con mejor situación estructural de sus finanzas públicas y/o con niveles inferiores de activos deteriorados en el sistema financiero. Aquí la clave sería avanzar en el proceso de reducción de los niveles de morosidad y activos adjudicados en los países más problemáticos, hasta una zona que se considere asumible por la ya denominada nueva Liga Hanseática<sup>24</sup>. Una vez alcanzado ese objetivo y estructurado un nuevo

---

<sup>24</sup> República Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Irlanda, Letonia, Lituania, Países Bajos, Suecia y Eslovaquia.



- marco institucional para evitar la repetición de los errores, sería mucho más fácil poner el contador a cero. Algo que como hemos comentado en el punto anterior, parece que va en la dirección correcta.
- 2) La inexistencia de un marco adecuado de disciplina fiscal, como se está poniendo de manifiesto en los últimos meses con el problema italiano. No existen ni los mecanismos de control *ex-ante*, ni un marco disciplinario adecuado para abordar desafíos como los planteados recientemente por el país transalpino. El *too big to fail* (demasiado grande para caer) del sistema financiero aplicado a las grandes economías de la región. Sólo una mejora (o rediseño completo) del Pacto de Estabilidad que puede implicar complementarlo con un nuevo marco de control, podría vencer las reticencias de un número importante de países para dar el paso adelante. En este sentido, los países del norte de Europa han presentado una propuesta de reforma del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM, por sus siglas en inglés) que supondría, en la práctica, establecer un doble mecanismo de control. El ESM, a cambio de ejercer de soporte del Mecanismo de Resolución de la Unión Bancaria<sup>25</sup> y del Fondo de Garantía de Depósitos tendrá acceso a toda la información económica y financiera de los países para valorar la salud de las finanzas públicas en cada momento, papel que hasta ahora ejercía en exclusiva la Comisión Europea. Es decir, ahora el control de los presupuestos se ejercería desde dos ámbitos, aumentando la presión *ex-ante* sobre los países más díscolos. A cambio, el ESM se convertiría en prestamista de última instancia de la zona euro, para preservar en caso de necesidad la estabilidad financiera de la región.

Evidentemente, a cambio de una estricta condicionalidad que permita compatibilizar la ayuda con el cumplimiento de los Tratados Europeos que impiden que haya transferencias fiscales entre países (cláusula de *no-bail out*). Así que el ESM debería decidir los términos del paquete de ayuda, incluyendo el volumen, teniendo en cuenta la sostenibilidad de la deuda del país en cuestión, para lo cual recibirá la ayuda de la Comisión y del Fondo Monetario Internacional. Más difícil es que salga adelante la propuesta de que cuando no sea suficiente con la estricta condicionalidad para restablecer la solvencia (capacidad de pago) del país en cuestión, se deberán poner en marcha medidas para mejorar la sostenibilidad, de acuerdo con el resto de acreedores (cláusulas de acción colectiva)<sup>26</sup>. Una línea roja que será difícil que traspasen países como Italia (al menos a corto plazo), pero dónde precisamente puede estar la clave para dar el definitivo paso adelante en el proyecto europeo. Con este nuevo marco de disciplina fiscal y el papel reforzado del ESM se sentarían las bases para la emisión de un activo europeo libre de riesgo.

<sup>25</sup> Ya en el Consejo Europeo de junio de 2012 se hablaba de la necesidad de romper el bucle entre riesgo soberano y riesgo bancario y de que el ESM tuviera la función de recapitalizar bancos en caso necesario.

<sup>26</sup> En la reunión del Eurogrupo del pasado 5 de diciembre, el Ministro de Economía y Finanzas de Italia volvió a manifestar su reticencia a que la reforma del ESM/MEDE incluya las CACs.





- 3) La oposición política a seguir avanzando en el proceso de construcción europea que ya no sólo se circunscribe a algunos países del Este, por temas ideológicos o porque algunos países han tirado la toalla sobre la capacidad de los periféricos de superar el listón en términos de competitividad y disciplina fiscal. Porque sin un eurobono y, por tanto, sin mutualizar las deudas, la sostenibilidad de la UEM siempre estará en el alero, al albur de las presiones de los mercados y, por tanto, de la respuesta del BCE.

## 11.6. CONCLUSIONES

En definitiva, la existencia de un activo financiero libre de riesgo es la condición necesaria para lograr un avance definitivo en el proceso de construcción europea, para aumentar la importancia del euro en las transacciones internacionales y para solucionar problemas como las espirales negativas entre riesgo bancario y soberano.

Para ello será necesario avanzar en el proceso de reducción de activos improductivos del sistema financiero y mejorar los mecanismos de disciplina fiscal en la región. En ambos casos, no debería haber obstáculos insalvables para realizar los avances necesarios en los próximos años y alcanzar unos mínimos que puedan satisfacer a todos los jugadores implicados. A partir de ahí, será un tema de voluntad política.

## BIBLIOGRAFÍA

- AKERLOF, G.A. (1970). The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488–500.
- AVALOS, F. y XIA, D. (2018). Sovereign and Bank tensions in the euro area. *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A., BRUNNERMEIER, M., ENDERLEIN, H., FARHI, E., FRATZSCHER, M., FUEST, C., GOURINCHAS, P-O., MARTIN, P., PISANI-FERRY, J., REY, H., SCHNABEL, I., VÉRON, N., WEDER DI MAURO, B. y ZETTELMAYER, J. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform. *CEPR Policy Insight*, No.91.
- FELL, J., GRODZICK, M., KRUSEC, D., MARTIN, R. y O'BRIEN, E. (2017). Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms. *ECB Financial Stability Review*, noviembre.
- GORTON, G.B. (2016). The history and economics of safe assets. *NBER Working Paper 22210*, abril.
- MICOSSI, S. (2017). A blueprint for completing the Banking Union. *CEPS Policy Insights*, No. 2017-42, noviembre.
- MIKOLOV, P. (2016). Cross-Border risk sharing after asymmetric shocks: evidence from the euro area and the United States. *Quarterly Report on the Euro Area*, volume 15, número 2.





- PANTELIAS, P. (2018). A systemic proposal for the management of non-performing exposures (NPES). Overview of the Greek financial system. *Special feature, Bank of Greece*, noviembre.
- TOOZE, A. (2018). *Crash: Cómo una década de crisis financiera ha cambiado el mundo*. Barcelona: Planeta Serie Crítica.
- VERÓN, N. (2017). Sovereign Concentration Charges: A new regime for banks' sovereign exposures. *European Parliament Study*, noviembre.