

Clima financiero y monetario en Europa: verano de 2018

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

La eurozona se enfrenta a un cambio en las condiciones monetarias con el fin de la expansión cuantitativa y el previsible aumento de los tipos de interés de referencia a partir de verano de 2019. La decisión del Banco Central Europeo de apostar primero por la vía de cantidades (fin del programa de compra de deuda) y retrasar en alguna medida las expectativas de elevación del precio del dinero puede tener, paradójicamente, un efecto acomodaticio para las entidades financieras. En particular, puede facilitar el ajuste de los mercados de deuda, de modo que las curvas de rendimiento ganen “normalidad” y las posteriores subidas de tipos puedan propiciar un aumento de los márgenes de intereses. La estabilidad financiera, por tanto, parece avanzar en la dirección adecuada y alejada de temores y situaciones como los que desembocaron en la crisis de deuda soberana de 2012. La excepción sigue siendo Italia: su balance negativo en el sistema Target 2 crece de forma acelerada y la morosidad bancaria continúa siendo un reto de considerables dimensiones. En todo caso, la relación entre riesgo soberano y bancario se ha relativizado significativamente en los últimos años. Asimismo, los bancos de la eurozona han disminuido su exposición transfronteriza, en particular a Italia.

Situación y perspectivas de la estabilidad financiera europea

La llegada del verano ha traído algunos cambios y esporádicas situaciones de tensión al sector bancario europeo. La estabilidad financiera continúa siendo robusta, pero se han producido algunos eventos que van a precisar atención y algún esfuerzo adicional de adaptación, en la medida en que suponen una ruptura con parte de la estructura monetaria imperante en los últimos años. El más llamativo es el fin de la expansión cuantitativa

o *quantitative easing* (QE, en adelante). El 14 de junio el Banco Central Europeo (BCE) introdujo una relativa sorpresa en el *mix* de instrumentos de política monetaria al acelerar (respecto a las expectativas) el fin de los programas extraordinarios de compra, situándolo en diciembre de 2018. Asimismo, se ofreció alguna indicación de la orientación futura (*forward guidance*) de los tipos de interés que, sin ser literal, establece en el entorno del verano del próximo año la primera subida de tipos de interés, siendo septiembre la referencia manejada por la mayor parte de analistas.

* CUNEF y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

En esta nota analizamos estas decisiones del BCE, su posible impacto en el sector financiero y los principales indicadores de rentabilidad, eficiencia y solvencia con los que los sectores bancarios europeos afrontan estas transformaciones.

Debe señalarse asimismo que los meses de mayo y junio han estado dominados por algunos eventos políticos, como el cambio de gobierno en España y, sobre todo, las dificultades para formar gobierno en Italia y la interpretación de los resultados electorales del país transalpino como una mala señal para la disciplina fiscal y el apoyo a la moneda única. En esta nota se examinan también algunos indicadores de relevancia de Italia para la estabilidad financiera europea, no solo en su condición de tercera economía de la eurozona, sino por la estructura de su deuda pública y privada y los movimientos transfronterizos de capitales que se han producido y podrían producirse aún.

Desde el punto de vista macroeconómico, no puede olvidarse tampoco la incidencia de la hostilidad en las relaciones comerciales internacionales, con la batalla arancelaria iniciada desde Estados Unidos. Principalmente contra China, pero con Canadá, México y la Unión Europea (UE) como otros objetivos. En el caso de la UE, este proteccionismo ha sido identificado —entre otros por el propio BCE— como el principal riesgo internacional a la baja para la economía del bloque del euro, que se une a los riesgos políticos anteriormente comentados de Italia.

Sea como fuere, la apreciación desde las entidades supervisoras de referencia es que la estabilidad financiera no está amenazada. En el mes de mayo, el BCE publicó una nueva edición de su *Informe de Estabilidad Financiera*. Entre las fortalezas del sistema financiero de la eurozona destaca el BCE que no había signos de crecimiento excesivo del crédito y que los bancos habían incrementado su resiliencia. Sin embargo, como elementos menos positivos indicaba un aumento significativo de la adopción de riesgo en varios mercados (con “valoraciones dudosas en ciertos segmentos”), el

necesario cambio estructural en la valoración y precio de algunos activos (fundamentalmente en el mercado de bonos) y el desigual grado de sostenibilidad de la deuda pública y privada en los países de la eurozona.

Cabe destacar que el propio BCE ha presentado dos nuevos indicadores para seguir la evolución a corto y largo plazo de la estabilidad financiera en la eurozona. Uno es el llamado “Índice Compuesto de Riesgo y Estabilidad Financiera” (*FSRI*, por sus siglas en inglés) que intenta predecir la probabilidad de ocurrencia de grandes perturbaciones en la economía real a corto plazo. El segundo es el “Indicador Compuesto de Riesgo Sistémico Cíclico” (*CSRI*, por sus siglas en inglés) orientado a identificar señales de incertidumbre y de probabilidad de ocurrencia de crisis financieras en un plazo más largo¹. En el propio *Informe de Estabilidad Financiera*, el BCE señala que ambos indicadores han “fluctuado dentro de niveles reducidos en los últimos trimestres, lo que implica un bajo riesgo de ocurrencia de riesgos sistémicos en el medio y largo plazo, si bien los registros más recientes son ligeramente más elevados”.

Decisiones monetarias y perspectivas de tipos de interés: el traslado a los balances bancarios

El Consejo de Gobierno del BCE se reunió el 14 de junio de 2018 en Riga y realizó, como recogió el comunicado de prensa, “una revisión detallada del progreso hacia un ajuste sostenido de la senda de la inflación, teniendo en cuenta asimismo las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, medidas de precios y presiones de los salarios, así como las incertidumbres referidas a las perspectivas de inflación”. Se adoptaron las siguientes decisiones:

- Continuar con las compras netas de activos en el marco del programa de compras (APP) al ritmo de 30.000 millones de euros

¹ La especificación de estos índices requeriría un espacio que excede los objetivos de este artículo, pero puede encontrarse información detallada sobre la metodología de elaboración en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>

mensuales hasta el final de septiembre de 2018. Tras ese mes, “siempre que los nuevos datos confirmen las perspectivas de inflación a medio plazo del Consejo de Gobierno”, el ritmo mensual de las compras netas de activos se reducirá a 15.000 millones hasta el final de diciembre de 2018. Las compras netas cesarán a partir de entonces.

- Se mantiene la política de reinversión del principal de los valores adquiridos en el marco de este programa que vayan vendiendo, durante un período prolongado tras el final de sus compras netas de activos y, “en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un elevado grado de acomodación monetaria”.
- Se mantienen los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito en el 0%, el 0,25% y -0,40%, respectivamente.
- La clave está en cuándo prevé el Consejo de Gobierno del BCE elevar los tipos de interés. La versión en inglés del comunicado señalaba: “interest rates to remain at their present levels at least through the summer of 2019”. La primera traducción al castellano indicaba: “se espera que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales al menos hasta el verano de 2019”. Pero, finalmente, fue corregida a “se espera que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales hasta al menos durante el verano de 2019”. Esto sitúa la posibilidad de subida más hacia el final del verano que al principio del mismo, lo que se refuerza por la referencia a la posibilidad de “septiembre de 2019” durante la rueda de prensa de Mario Draghi.

El gráfico 1 muestra la proyección esperable de las decisiones de política monetaria del BCE y sus condicionantes en el horizonte 2018-2020. Es preciso tener en cuenta que los anuncios anterior-

mente señalados están condicionados al devenir de la inflación y, ligado a ésta, de la estabilidad económica. En este sentido, lo que el BCE estará realizando desde este verano y hasta final del año es una calibración de cómo los mercados asumen la reducción del programa de compra de deuda hasta su fin. Y, sobre todo, cómo funciona la demanda y oferta de bonos sin esta asistencia durante los primeros meses de 2019. Esto constituye,

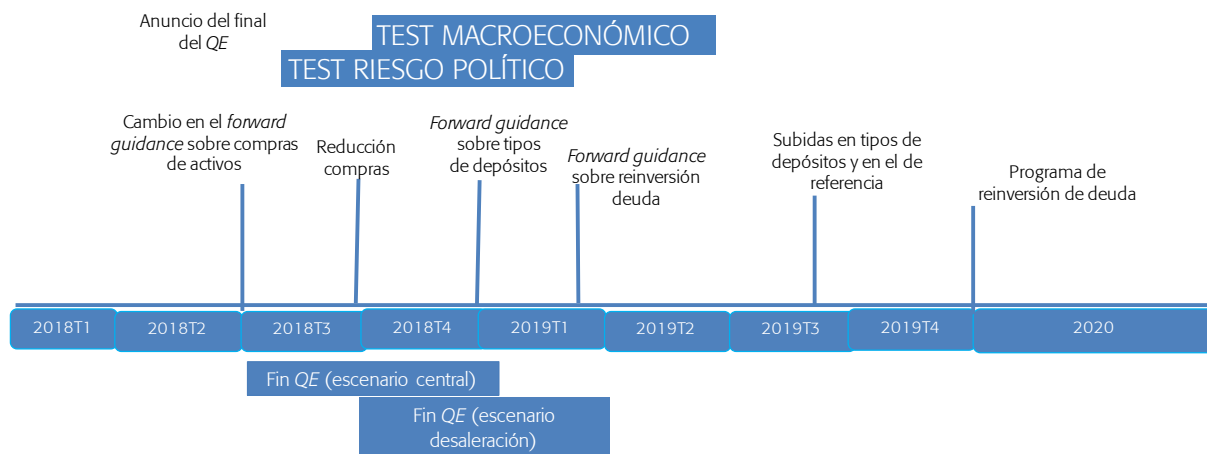
En un escenario que podríamos denominar “central”, el BCE finalizará el programa de compra de activos en diciembre de 2018 y subirá tipos durante el verano de 2019, seguramente hacia el final, si bien irá ajustando esta expectativa durante los dos primeros trimestres.

de alguna manera, un doble examen. Por un lado, es un test del riesgo político al que se enfrenta la eurozona y la incertidumbre fiscal que puede introducirse si no existe una disciplina presupuestaria y la necesaria alineación con los intereses de la eurozona en algunos de sus estados miembros. Por las razones anteriormente esgrimidas, Italia es el principal problema en este frente. Por otro lado, se va a realizar un test sobre las condiciones macroeconómicas. No se esperan grandes cambios en la inflación pero, con las condiciones actuales en los mercados de energía, es posible que se mantenga cerca de ese objetivo del 2% que no deja margen al BCE para prolongar el QE. Asimismo, hay que tener en cuenta la desaceleración prevista del crecimiento del PIB de la eurozona y los riesgos al alza por el proteccionismo y la hostilidad arancelaria. A pesar de ello, el crecimiento y el empleo en Estados Unidos siguen batiendo previsiones y prologan el optimismo, lo que permite a la Reserva Federal continuar con las subidas de tipos de interés. Esto introduce también presión en Fráncfort para no desacoplar en exceso las condiciones de inversión y financiación a ambos lados del Atlántico en un momento de particular presión sobre el dólar y el euro.

En un escenario que podríamos denominar “central”, el BCE se atenderá al calendario anun-

Gráfico 1

Proyección de decisiones de política monetaria del BCE



Fuente: Elaboración propia.

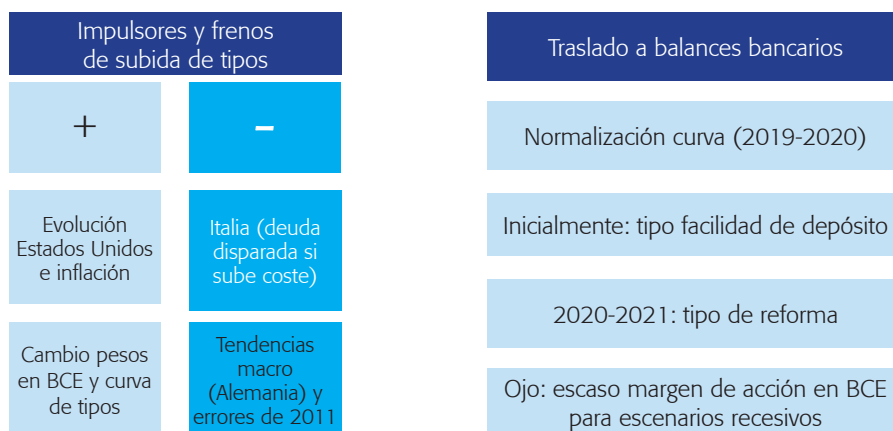
ciado. Finalizará el programa de compra extraordinario en diciembre de este año y subirá tipos durante el verano de 2019 (seguramente hacia el final), si bien irá ajustando esta expectativa durante los dos primeros trimestres. En este sentido, es posible que la autoridad monetaria eleve primero el tipo de la facilidad marginal de depósitos y que lo haga directamente desde el -0,4% actual hasta el 0%.

Sin embargo, si la desaceleración económica se acentúa, es posible también un escenario de relativa prolongación de algunas medidas de estímulo y que las subidas de tipos se retrasen algo, pero no mucho más allá del fin del verano de 2019.

En el gráfico 2 se resumen algunos de los potenciales impulsores y frenos para la subida

Gráfico 2

Impulsores y frenos de las elevaciones de tipos de interés en la eurozona



Fuente: Elaboración propia.

de los tipos de interés. En primer lugar, la evolución económica en Estados Unidos y la propia eurozona (a pesar de las correcciones a la baja), así como las previsiones de inflación, juegan a favor de las subidas. También puede ser un condicionante favorable a la elevación del precio del dinero el cambio cualitativo en el discurso del BCE. Habrá que considerar, en su momento, el efecto que pueda tener el relevo en la presidencia de la institución, teniendo en cuenta que quien sale, Mario Draghi, ha hecho buena, en algún modo, la apreciación de Santo Tomás de Aquino de que "la fe no necesita explicación, lo que no tiene explicación es que no tengáis fe en mí."

En contra de las subidas de tipos juega la situación de Italia, sobre la que se teme que si el coste medio de su deuda soberana se eleva por encima del 4% pueda hacerla insostenible, con la planificación fiscal que actualmente se maneja. Tampoco favorece a las subidas la particular desaceleración del crecimiento económico en Alemania y los efectos que sobre ésta y otras economías europeas puedan tener las medidas proteccionistas de Estados Unidos. Junto a estos factores, puede que también ponderen los errores cometidos en 2011 en las decisiones sobre tipos de interés y la posterior crisis de deuda soberana.

Los efectos en el sector bancario

En la parte derecha del gráfico 2 se repasan algunos de los condicionantes de cómo una subida de tipos de interés podría trasladarse a los balances bancarios en la eurozona. Es importante señalar una apreciación relativamente extendida –que podría ser precipitada– de que la aceleración de la retirada de estímulos y un retraso en las subidas de tipos de interés podrían ser una mala noticia para los bancos. Esta interpretación se basa en que la expectativa hasta el 14 de junio pasado era que el BCE podría subir tipos en junio de 2019 y ahora parece retrasarse unos meses. Sin embargo, tal vez pueda ser más conveniente para las entidades financieras que las elevaciones del precio del dinero lleguen en un entorno monetario más normalizado que precipitadamente. En este

sentido, la retirada del QE podría introducir algo más de normalidad a las curvas de rendimiento de la deuda soberana y favorecer que estos tipos se trasladen a los de la deuda y la financiación privada, con una curva de mayor pendiente y que, por lo tanto, permita a los bancos hacer efectiva su función de transformación de plazos y liquidez (tomando financiación a corto y prestando a largo). Esto se traduciría en mayores márgenes de intermediación.

La retirada del QE podría introducir algo más de normalidad a las curvas de rendimiento de la deuda soberana y favorecer que estos tipos se trasladen a los de la deuda y financiación privadas, con una curva de mayor pendiente y que, por tanto, permita a los bancos hacer efectiva su función de transformación de plazos y liquidez, lo que se traduciría en mayores márgenes de intermediación.

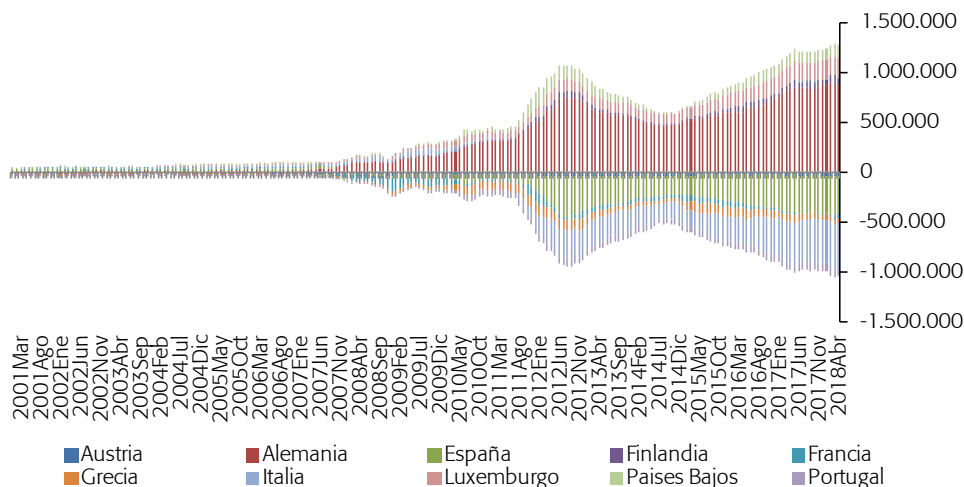
En un artículo reciente de los autores (Carbó Valverde y Rodríguez Fernández, 2018), se analizan, entre otras cuestiones, los determinantes de la rentabilidad sobre recursos propios (RoE) de una muestra de treinta entidades bancarias españolas entre 2008 y 2016. La estimación se realiza con datos de panel y efectos fijos, con variables ficticias anuales para captar otras variaciones temporales en la demanda. Entre las variables explicativas se incluye el tipo de interés de referencia. Extendiendo estas estimaciones a 2017, encontramos una relación interesante (y robusta a cambios de especificación) entre el tipo de interés del BCE y el RoE: una subida de un cuarto de punto en los tipos se traslada a un aumento de entre 0,8 y 1 punto porcentuales del RoE. Estas estimaciones son una aproximación general. Cada entidad financiera cuenta con una sensibilidad distinta de los componentes de activo y pasivo a variaciones en los tipos de interés y puede ajustar unas posibilidades de apalancamiento y generación de márgenes específicas.

En el conjunto de la eurozona, un condicionante importante de esas posibilidades de apalanca-

Gráfico 3

Posición neta en el sistema Target 2 de una selección de países de la eurozona

(Millones de euros)



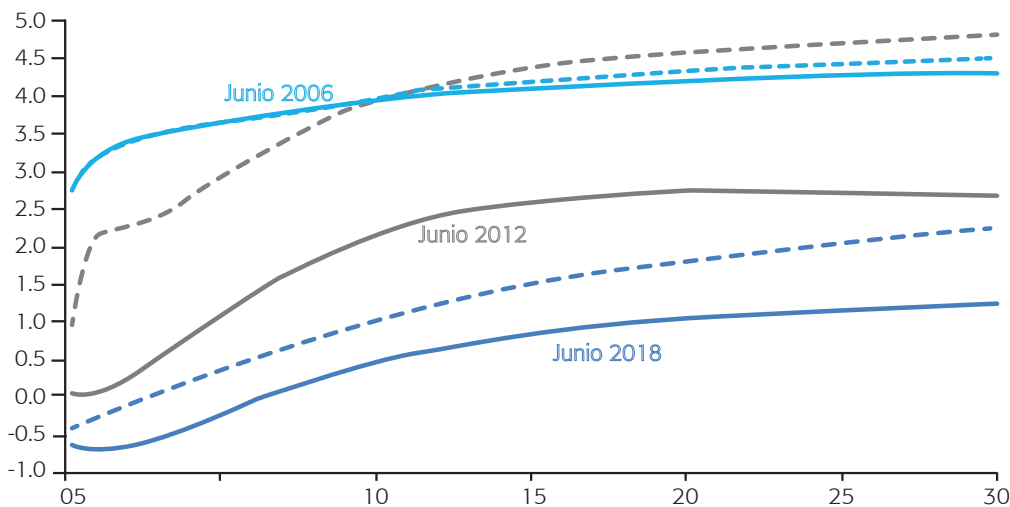
Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

miento es la exposición soberana y la propia curva de rendimientos de la deuda pública en cada país. En este sentido, hay que tener en cuenta que, con particular incidencia desde la crisis de deuda soberana en 2012, se viene observando un importante

cambio en el registro contable de activos y pasivos de cada país de la eurozona respecto al resto, reflejado en el sistema Target 2. Lo que probablemente puede preocupar a las autoridades monetarias con las subidas de tipos es que pueda producirse

Gráfico 4

Curvas de rendimiento en la eurozona. Total deuda



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

un desequilibrio demasiado importante en estos registros. Como muestra el gráfico 3, la posición

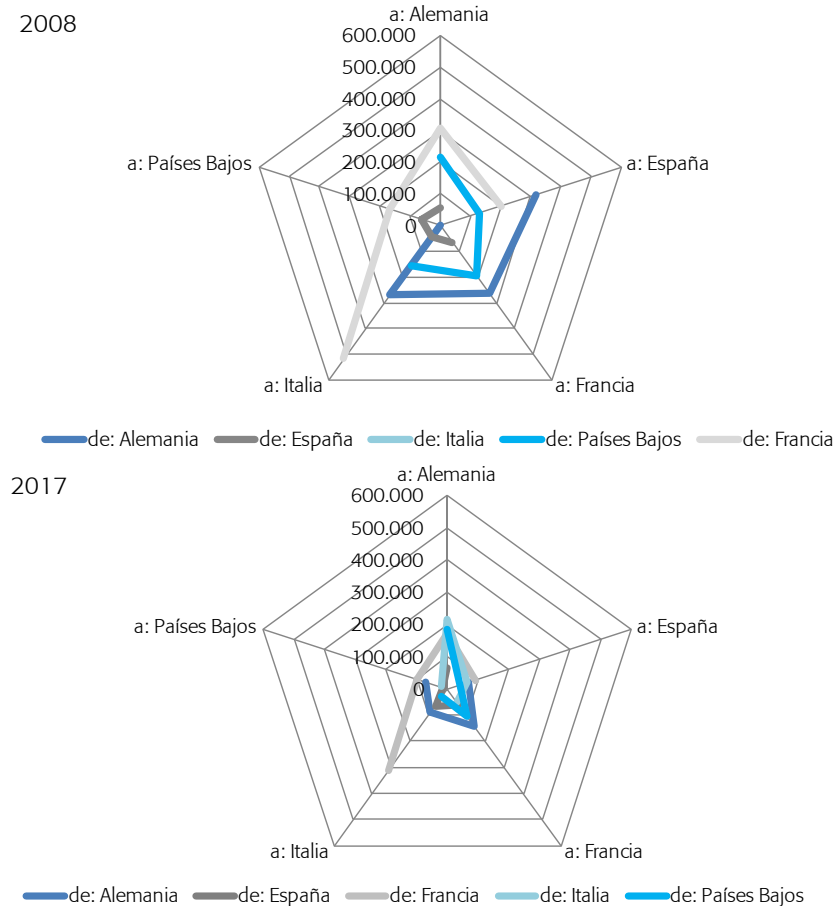
Aunque cada entidad financiera cuenta con una sensibilidad distinta de los componentes de activo y pasivo a variaciones en los tipos de interés, encontramos una relación interesante y robusta entre el tipo de interés del BCE y el RoE: en conjunto, una subida de un cuarto de punto en los tipos se traslada a un aumento de entre 0,8 y 1 punto porcentuales de RoE.

de Alemania en el Target 2 es claramente positiva con derechos netos que alcanzan los 900.000 millones de euros. Sin embargo, otros países

como España pero, sobre todo, Italia, cuentan con una posición neta negativa. En el caso del país transalpino aumenta de forma considerable. Más allá del gráfico (que cubre hasta el mes de abril de 2018) algunas estimaciones preliminares apuntan a que Italia pudo ampliar su balance negativo hasta 465.000 millones de euros en mayo. Y, lo que es más importante, que los italianos pudieron sacar hasta 41.000 millones de euros desde sus cuentas de depósitos y fondos a cuentas y fondos de otros bancos de la eurozona fuera de Italia. Este tipo de relaciones transfronterizas condiciona también la actuación de los bancos en países como Italia en los que, como se verá en el siguiente apartado, ya hay problemas importantes relacionados con la calidad de los activos y la solvencia.

Gráfico 5

Exposición de los sectores bancarios europeos respecto a otros países (sector público, privado y financiero)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS) y elaboración propia.

Estas precauciones también afectan al riesgo inherente a cada curva de rendimiento de la deuda pública en cada estado miembro de la eurozona, lo que supone el primer y tal vez más importante

El foco de preocupación de la banca europea se sitúa en Italia, donde los márgenes y la rentabilidad aún no reflejan el impacto que a medio plazo puede tener la elevada morosidad, superior al 20% en crédito a empresas y cercana al 10% en financiación a hogares.

condicionamiento para la curva de rendimientos específica a la que se enfrentan las entidades financieras de cada país. En todo caso, la totalidad de los bancos europeos afrontan condiciones monetarias que dificultan la generación de márgenes

de intermediación porque las curvas de rendimiento tienen poca pendiente (se encuentran en un rango muy reducido de rentabilidades). En el gráfico 4 se muestra la curva media de tipos para el conjunto de deuda emitida en la eurozona, según estimaciones del BCE. Se observa cómo han caído los tipos entre 2006 y 2018 y cómo las curvas tomaron cierta inclinación (pero casi exclusiva de los tramos de corto y medio plazo) durante la crisis de 2012.

En todo caso, el riesgo de contagio transfronterizo también está limitado, en la medida en que los bancos de cada país han reducido su exposición a la deuda pública, privada y de entidades financieras de otros países. Así se muestra en el contraste entre la situación en 2008 y 2017, según datos del Banco de Pagos Internacionales de Basilea. Las mayores reducciones de la exposición han sido

Cuadro 1

Indicadores de rentabilidad, eficiencia y solvencia de sectores bancarios europeos seleccionados (2008-2017)

(Porcentajes)

		Alemania	España	Francia	Italia	Países Bajos
RoE	2008	-11,38	12,69	2,21	4,91	-12,53
	2012	1,34	-25,61	3,38	-1,19	5,61
	2017	1,47	5,77	5,36	6,29	7,54
Ratio de eficiencia	2008	-91,18	-46,54	-76,53	-65,75	-203,38
	2012	-73,41	-50,07	-70,38	-62,61	-62,22
	2017	-71,55	-51,36	-71,31	-62,27	-55,71
Margen de intereses (% activo total)	2008	3,12	5,17	3,58	5,57	6,41
	2012	1,98	3,69	2,63	3,16	4,70
	2017	1,72	2,36	1,53	1,48	2,85
Ingresos comisiones (% activo total)	2008	0,17	1,04	0,93	0,96	-0,47
	2012	0,62	0,83	0,87	1,33	0,49
	2017	0,57	0,67	0,85	1,23	0,38
Ratio CET1	2014	14,17	11,72	11,74	11,25	14,23
	2017	15,75	12,53	13,88	13,20	16,28
Morosidad crédito a empresas	2014	8,95	16,18	6,40	25,68	6,17
	2017	6,56	8,31	5,29	20,08	5,20
Morosidad crédito a hogares	2014	2,88	5,25	4,38	12,84	2,03
	2017	1,87	4,51	3,83	9,98	1,20

Nota: Para algunos indicadores solo se dispone de datos desde 2014.

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

las que los bancos franceses y alemanes han realizado respecto a sus posiciones en Italia.

El rendimiento de la banca europea y sus perspectivas *post-QE*

No es tampoco comparable la situación del verano de 2018 con la de hace seis años en lo que se refiere a indicadores de rentabilidad, eficiencia y solvencia. La excepción entre los países considerados (como muestra el cuadro 1) es Italia, donde algunos indicadores –en particular los relativos a morosidad– han empeorado considerablemente.

En el cuadro 1, Alemania aparece con una ratio RoE reducida y un nivel de eficiencia mejorable pero con una elevada solvencia. España sufrió la crisis más tarde que otros sectores bancarios europeos y su rentabilidad se resintió especialmente durante la crisis de deuda soberana, pero en 2017 ya se había producido un avance considerable en la misma. Figura, además, como el sector bancario más eficiente entre los considerados, con una solvencia al alza aunque aún algo por debajo del promedio. Francia se encuentra en una posición relativamente estable, con dificultad para elevar los márgenes pero con una solvencia al alza. Países Bajos destaca por sus mejoras de eficiencia bancaria –producto de una considerable apuesta

por la digitalización– y por el aumento de su RoE. El foco de preocupación se sitúa, sin embargo, en Italia, donde los márgenes y la rentabilidad aún no reflejan el impacto que a medio plazo puede tener la elevada morosidad, superior al 20% en crédito a empresas y cercana al 10% en financiación a hogares.

Como conclusión, la estabilidad financiera en la eurozona parece avanzar en la dirección adecuada y alejada de temores y situaciones como los que desembocaron en la crisis de deuda soberana de 2012. En cualquier caso, el cambio en las condiciones monetarias no deja de ser un reto en un entorno financiero que ha estado durante seis años sometido a un importante conjunto de medidas de apoyo y liquidez extraordinarias. En el terreno de la solvencia bancaria, la preocupación sigue focalizándose en Italia. Los test de estrés que desarrollarán conjuntamente la Autoridad Bancaria Europea y el BCE en otoño de 2018 constituirán la próxima referencia para evaluar la verdadera dimensión de estas preocupaciones.

Referencias

CARBÓ VALVERDE, S., y F. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2018), “El futuro de la rentabilidad bancaria: ¿tecnología o una nueva demanda?”, *Papeles de Economía Española*, 155: 62-73.