

Resumen

El nuevo entorno de tipos de interés estructuralmente más bajos está aquí para quedarse, lo que provoca que los bancos centrales vayan a tener un margen modesto para afrontar las partes bajas del ciclo. Este entorno hace aún más imperativa la necesidad de avanzar en las reformas institucionales que garanticen la estabilidad financiera y la capacidad de llevar a cabo políticas contracíclicas en la Unión Monetaria. Así, es necesario introducir mejoras en las políticas fiscales y macroprudenciales y avanzar decididamente hacia una unión bancaria completa.

Palabras clave: política monetaria, Unión Económica y Monetaria, reforma institucional, banca.

Abstract

The new environment of structural low interest rates is here to stay, which means that central banks will have a reduced margin to face the through parts of the economic cycle. This environment generates an even more imperative need to evolve towards institutional reforms able to guarantee the financial stability and the capacity to undertake countercyclical policies in the Monetary Union. Thus, it is necessary to introduce improvements in fiscal and macroprudential policies as well as moving decisively towards a complete banking union.

Key words: monetary policy, institutional reform, economic and monetary union, banking.

JEL classification: E50.

BANCA Y REFORMAS INSTITUCIONALES

Antonio CORTINA

Tomás RIESTRA

Banco Santander

EN los últimos años el sistema financiero, en particular la banca, se ha desarrollado en un contexto económico y financiero complejo.

Tras una profunda recesión, especialmente dura y prolongada en la eurozona, las entidades financieras han: i) afrontado un profundo cambio en la regulación microprudencial que ha incidido especialmente en los requerimientos de capital y liquidez; ii) abordado el ajuste del legado de la crisis en términos de morosidad –aunque en algunos países y entidades es aún elevada–, capacidad y otros ámbitos; y iii) se ha desarrollado en un entorno económico y financiero caracterizado por un crecimiento económico en general modesto, un apreciable –y desigual– despalancamiento y unos tipos de interés excepcional y persistentemente bajos.

Algunos de estos factores están aquí para quedarse y configuran un entorno desafiante para el sistema bancario y también para los gestores de la política económica. En este artículo nos referiremos en particular a los retos que surgen a partir de un entorno *a priori* propicio para que los tipos de interés se mantengan en niveles relativamente bajos y desde luego inferiores a los acostumbrados antes de 2008, a las implicaciones sobre la política monetaria y a la necesidad de reforzar el marco institucional europeo para que

la política monetaria esté más acompañada en la gestión del ciclo y en el logro de la estabilidad financiera.

I. LAS POLÍTICAS MONETARIAS A PARTIR DE LA GRAN RECESIÓN

Las políticas monetarias de las economías desarrolladas se han venido desarrollando en los últimos años en un contexto marcado por dos factores: una inflación baja, incluso en economías que trabajan a pleno rendimiento, y un descenso estructural –no únicamente cíclico– de los tipos de interés reales de equilibrio.

1. La inflación en las economías avanzadas se ha situado, casi sin excepciones y de manera persistente, en niveles inferiores a los objetivos oficiales, en general situados cerca del 2 por 100.

No hay unanimidad en cuanto a las causas de ese comportamiento, pero sí parece resultar de una combinación de factores de distinta naturaleza. Existen causas: i) estructurales, vinculadas a la globalización, la digitalización y la demografía; ii) coyunturales, ligadas al exceso de capacidad instalada global de los últimos años; y iii) de carácter mixto, como el recuerdo de la reciente recesión –que prioriza el empleo sobre los salarios– y, en algunos países un

mayor desequilibrio del poder de negociación entre empresas y sindicatos.

Además, los salarios parecen menos sensibles a la tasa de desempleo y, por tanto, resultaría necesario que la tasa de desempleo se situara de forma clara y persistente por debajo del nivel de pleno empleo para que reaccionasen. Esto se debe, en parte, a que las expectativas de inflación están bien ancladas y son relativamente estables. Esta situación no solo actúa en un sentido, como sugiere el hecho de que en lo peor de la crisis no se llegó a la deflación, pese a la magnitud de la recesión.

La consolidación de la expansión global, que desde 2017 es más robusta, muestra una mayor sincronía y un ritmo más alto, sugiere que al menos los componentes cíclicos que han contenido los precios se irán disipando, dando lugar a una inflación algo más alta en 2018 y 2019, pero parece improbable que, de forma generalizada y persistente, sobrepase los objetivos oficiales.

En síntesis, más allá de la crisis, el escenario de una inflación baja o moderada en el corto y medio plazo ha cobrado verosimilitud.

2. El nivel de equilibrio de los tipos de interés reales, el consistente con una expansión económica equilibrada y persistente, no ha dejado de bajar en las últimas décadas en los países avanzados, y lo ha seguido haciendo en los últimos años, debido a distintos factores que han afectado a los patrones de ahorro e inversión. La dinámica demográfica, la ralentización del crecimiento de la

productividad, los cambios en la estructura económica o las tendencias en el ahorro de los emergentes, son algunos de esos factores.

Es aventurado precisar cuál es ese nivel de equilibrio en las distintas economías avanzadas. Sin embargo, el hecho de que la inflación y el crecimiento en EE.UU., por ejemplo, se hayan mantenido en niveles relativamente moderados pese a una política extraordinariamente expansiva en los últimos años abunda en la idea.

Las propias proyecciones de la Reserva Federal a medio plazo para el tipo oficial (que puede asimilarse al nivel de equilibrio) ha pasado en los últimos años del 4,25 por 100 al 3 por 100, de modo que con una inflación del 2 por 100, tendríamos que el tipo real se situaría en el entorno del 1 por 100.

Si consideramos que en una recesión media el tipo de interés real ha tendido a caer no menos de 2-3 puntos nos encontramos con que los bancos centrales tendrán un margen modesto para afrontar las fases bajas del ciclo. Así, la capacidad para responder a un *shock* que demande una subida de tipos no ofrecería problemas, pero como el recorrido a la baja de los tipos de interés sería limitado, cabe esperar que las políticas de expansión cuantitativa y *forward guidance*, vuelvan a ser necesarias. La necesidad de reforzar la credibilidad y la consistencia en la comunicación es fundamental, cuando ésta va a seguir jugando un papel esencial en la política monetaria en el futuro, dado el escaso margen a la baja con que seguirán contando los tipos de interés oficiales.

Además, en la medida en que tales políticas están menos testadas y son menos comprendidas, los bancos centrales tenderán a actuar con un sesgo bajista y será menos acuciante que actúen de forma preventiva en las fases de recuperación/expansión. Es decir, tenderán a actuar con una cierta asimetría ante la preferencia de evitar errores por un exceso de endurecimiento de las condiciones financieras.

En conjunto, resulta probable que los tipos de interés en el futuro tiendan a ser más bajos que antes de la Gran Recesión, que las políticas hasta ahora heterodoxas se conviertan en herramientas más habituales de los bancos centrales –por tanto, que las pendientes de las curvas de rendimientos por plazo serían menos pronunciadas– y que el margen de maniobra de la política monetaria para amortiguar las fluctuaciones del ciclo sea menor.

II. IMPLICACIONES SOBRE EL SISTEMA BANCARIO Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Existe un amplio debate sobre las consecuencias de la política monetaria ultraacomodaticia sobre la banca. Hay una amplia literatura que se centra en el impacto negativo que tiene en la rentabilidad, argumentando que hay un momento en el que la política monetaria expansiva se vuelve contraproducente al afectar a la rentabilidad y la solvencia de las entidades, que se ven obligadas a reducir la provisión de crédito a la economía. Por el contrario, existen también trabajos que se centran en el impacto que tiene la relajación de la política monetaria en la economía

y en la demanda de crédito y la capacidad de pago, que llega a contrarrestar los efectos negativos en el margen de intereses.

Dentro de este debate no hay un claro ganador, ya que todas las premisas son correctas y el impacto depende de una serie de factores que determinan el impacto neto. Las medidas de política monetaria ultraexpansivas impactan en la banca principalmente por tres vías, el margen de intereses, la demanda de crédito y el riesgo de crédito. La intensidad con la que impacte en cada banco depende del punto de partida, del modelo de negocio de cada entidad, (el tamaño y la complejidad de la institución, la estructura organizativa (sucursales, filiales...), el foco de su actividad, la estructura de su financiación o la diversificación geográfica son relevantes), del tiempo que permanezca y de los canales de transmisión de la política monetaria hacia la economía.

La respuesta de la política monetaria tras las crisis financiera y de la eurozona, hay que ponerla además en contexto, tras una fuerte crisis bancaria que ha llevado a una reforma regulatoria sin precedentes que, unida a la revolución digital a la que se está adaptando el sector, ha requerido la revisión profunda de los modelos de negocio de las entidades crediticias.

En este período la solvencia de las entidades de la eurozona ha mejorado notablemente, pasando la ratio de capital de mayor calidad de niveles en torno al 9 por 100 en 2009 al 14,3 por 100 en 2017, pero la rentabilidad se ha visto resentida, no cubriendo el coste de capital desde el inicio de la crisis.

1. Impacto en el margen de intereses

Los tipos de interés bajos y las curvas planas tienen importantes impactos sobre la parte alta de la cuenta de resultados, al afectar una de las principales funciones de la banca, como es la transformación de plazos. Asimismo, los márgenes de negocio se comprimen, especialmente cuando los tipos de interés de referencia se sitúan en cero y en negativo para la facilidad marginal de depósitos.

Esto es especialmente relevante para los bancos minoristas, como los españoles, que se financian en gran medida vía depósitos y que, además, tienen una parte importante del activo a tipos variables.

En sentido contrario, los bancos con elevadas posiciones en renta fija, tienen un impacto positivo, debido al efecto de la expansión cuantitativa de los balances (*QE*) sobre los precios de los títulos de deuda.

2. Impacto en riesgo de crédito

Como argumentó Praet, economista jefe del Banco Central Europeo (BCE), la debilidad de la banca fue una motivación importante para llevar a cabo la relajación de la política monetaria durante la crisis. Los tipos de interés a la baja, permite reducir la carga financiera de los agentes endeudados, mejoran su capacidad de pago y la calidad de crédito.

Como se verá posteriormente, la banca europea tiene un problema de acumulación de activos improductivos. Un problema que ha mejorado, en

gran parte, gracias a la evolución de los tipos.

No obstante, también hay que tener en cuenta que un entorno de tipos bajos puede demorar la necesidad de reconocer pérdidas en la cartera de crédito y puede desincentivar una reasignación eficiente de recursos financieros, al favorecer el apoyo a empresas poco productivas.

3. Impacto en la demanda de crédito

Uno de los canales de transmisión de la política monetaria es el crédito. Al igual que en el resto de impactos, en la eurozona, la respuesta del crédito a las políticas del BCE ha sido desigual. En agregado, el endeudamiento del sector privado se ha mantenido relativamente estable en niveles en torno al 160 por 100 del producto interior bruto (PIB), pero se observan dinámicas muy diferentes entre países. Los más afectados por la crisis (España, Italia o Portugal) han continuado su proceso de desapalancamiento, mientras que economías como Francia han elevado su acceso al crédito de manera notable pasando su endeudamiento privado de estar 10 puntos porcentuales por debajo de la media de la Unión Económica y Monetaria (UEM) a estar 30 puntos por encima.

En todos los casos, para poder valorar bien el impacto es necesario hacer un análisis *contrafactual* aislándolo además de otras medidas como, por ejemplo, las reformas financieras y económicas llevadas a cabo en España.

Sin embargo, es evidente que, como se concluye en Altavilla, Boucuhna y Peydró (2017), los

bancos que más se han beneficiado de las políticas del BCE han sido aquéllos con mayor eficiencia operativa, que han soportado mejor la reducción del margen de intereses y con peor calidad de cartera.

La reacción en los mercados bursátiles y del riesgo de crédito de los bancos de la eurozona tras cada anuncio de relajación en la política monetaria ha sido positiva, lo que podría interpretarse como un apoyo de los inversores a las medidas del BCE. Con todo, en los últimos dos años, se observa como la correlación entre los índices bursátiles de bancos europeos y el bono americano a diez años ha aumentado de manera relevante (Analistas Financieros Internacionales, AFI) lo que podría estar señalando que el mercado ve el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. como una señal positiva y un anticipo a lo que se debe de ver en Europa.

En este sentido, al preguntar el impacto de las mediadas sobre el negocio, las entidades de crédito pasaron de valorarlas muy positivamente en los primeros trimestres a mostrarse crecientemente preocupadas por el impacto a medio plazo del mantenimiento de los tipos bajos y las curvas planas. Esto es, las medidas extraordinarias fueron bien recibidas en un sistema bancario que requería de ese tipo de impulsos, pero según se acelera la limpieza de balances, el impacto en positivo se reduce y el resto de impactos prevalece.

En todo caso, la prolongación duradera de medidas excepcionales –para los estándares habituales hasta ahora– de política monetaria genera preocupación al menos en tres ámbitos.

Por un lado, si la rentabilidad de los intermediarios financieros o de alguna parte relevante del mismo se ve presionada a la baja, puede incentivar una toma excesiva de riesgos. Por otro, esa demanda de activos de riesgo puede llevar a una sobrevaloración de activos que acabe amenazando la estabilidad financiera. Por último, el proceso de desapalancamiento necesario para afrontar la crisis de endeudamiento, pueden no tener lugar e impedir una recuperación sana y sostenida.

En síntesis, nos encontramos en un momento en el que el margen de maniobra de la política monetaria parece ser menor y requiere de nuevas herramientas. Unas herramientas de eficacia y alcance menos contrastado y con consecuencias no deseadas potencialmente importantes y en el que, además, existe la tentación de hacer recaer en exceso en los bancos centrales la gestión de las crisis. En este entorno, la necesidad de fortalecer el marco institucional de la unión bancaria europea, las políticas macroprudenciales y las políticas estructurales y fiscales es evidente.

III. CAMBIOS EN EL MARCO INSTITUCIONAL EUROPEO

En los últimos años la Unión Europea (UE) ha mejorado sensiblemente su marco institucional, especialmente, aunque no de forma exclusiva, en la unión bancaria.

Esos progresos, con ser importantes, son insuficientes para concluir que la zona del euro está preparada al modo en que lo están EE.UU. o Reino Unido para afrontar con eficacia una nueva crisis –cuando quiera que llegue–.

Naturalmente, eso no significa que los Estados miembros no hayan de seguir afrontando sus debilidades y desequilibrios. Así, por ejemplo, los problemas pendientes en algunos sistemas bancarios, como las altas tasa de mora han de ser afrontados. La mora en tales países no amenaza la solvencia a corto plazo, pero sí afecta a la rentabilidad y pesa sobre el crecimiento, lo que a su vez dificulta resolver el problema. Igualmente, resulta preciso avanzar en las reformas estructurales para impulsar la productividad y la innovación, dinamizar la inversión y mejorar los mecanismos de ajuste de precios y salarios, para facilitar los ajustes dentro de la eurozona. Este no es, sin embargo, el objeto de este artículo.

Los avances institucionales requeridos se refieren a tres ámbitos en los que ya se han producido cambios relevantes, a veces fundamentales, como en la unión bancaria, pero que resultan aún insuficientes.

1. Política fiscal

En primer lugar, el reparto de soberanía entre la política monetaria –responsabilidad de la UE– y la política fiscal no es suficientemente eficiente.

La cesión de la soberanía monetaria supone renunciar a ajustar la política monetaria a las condiciones domésticas, incluyendo el tipo de cambio. Esto se podría ver compensado si existiera una política fiscal coordinada para la UEM y/o si no existieran restricciones a las políticas fiscales nacionales (límites al déficit y la deuda pública) como las actuales, que limitan la capacidad de aplicar políticas contracíclicas.

2. Política macroprudencial

La estabilidad financiera es un factor relevante en dos sentidos: es preciso evitar burbujas, pero también promover correcciones abruptas de los mercados. Una subida temprana podría ampliar las primas de riesgo de la renta fija y la bolsa, sin margen apreciable para reconducir a la baja el tipo libre de riesgo. Por el contrario, los riesgos de sobrevaloración de activos más bien deberían ser afrontados, en su caso por medidas macroprudenciales.

Una política monetaria ultracomodaticia durante un período largo de tiempo afecta a las decisiones de inversión de los agentes económicos. La búsqueda de rentabilidad tiene efectos en la distribución del ahorro y aumenta el perfil de riesgos de los inversores. El ahorro se *desintermedia*, dirigiéndose hacia el sector financiero no bancario o hacia el sector real, principalmente inmobiliario.

Un período prolongado de política monetaria relajada conlleva el riesgo de formación de burbujas en los precios de los activos financieros y en los activos reales, así como el riesgo de sobreendeudamiento. Así, la duración de una política monetaria ultralaxa conlleva el riesgo de acumulación de desequilibrios que pueden afectar a la estabilidad financiera, una vez que se proceda a una normalización de la misma. Especialmente, si se requiere hacerlo a una velocidad más acelerada de lo recomendado o si se incurre en errores de comunicación.

Esto exige la monitorización constante de estos riesgos y la implantación de medidas preventivas y contracíclicas en caso de ser necesario.

Un ejemplo es la decisión del Consejo de Estabilidad Financiera francés de limitar el endeudamiento de ciertas empresas y la advertencia de incrementar el colchón de capital contracíclico en caso de que el crédito siga creciendo de manera tan dinámica.

Asimismo, varios países de la zona del euro han impuesto límites en los estándares de los créditos hipotecarios (a través de la relación préstamo-valor, a través de las tasas de esfuerzo y de los plazos de concesión) de cara a moderar la evolución de los precios de los activos residenciales y a limitar el impacto sobre la banca de una posible burbuja.

La crisis ha puesto de manera creciente el foco en la creación de autoridades macroprudenciales. En cualquier caso, todavía es necesario un mayor desarrollo de instrumentos y experiencia; el entorno de tipos de interés bajos aconseja que se siga desarrollando este tipo de políticas.

3. Unión bancaria

La puesta en marcha del proyecto de unión bancaria fue, junto con la decidida respuesta de política monetaria por parte del BCE, el detonante de la gradual recuperación de la confianza en el sector bancario de la UEM.

La crisis mostró el efecto reoalimentación que tiene la relación entre el riesgo soberano y la banca y la necesidad de romper ese vínculo, especialmente en una Unión Monetaria en la que los sistemas bancarios de los diferentes Estados miembros ofrecen diferentes grados de protección.

La unión bancaria se apoya en tres pilares: la supervisión, el marco de resolución y el seguro de depósitos; y requiere de una armonización de las normas y del «lenguaje» bancario.

Tras definir una hoja de ruta en 2012, se han puesto en marcha dos de los tres pilares —la supervisión y la resolución— ésta de forma insuficiente—. El tercero, el establecimiento de un fondo de garantía de depósitos común, no ha avanzado, lo que deja coja la estructura. Además, resulta necesario profundizar en la armonización de políticas en ámbitos que son de competencia nacional y que tienen repercusiones muy relevantes sobre el riesgo bancario como, por ejemplo, los marcos regulatorios de insolvencia corporativa.

La unión bancaria está, por tanto, incompleta: únicamente la supervisión para los grandes bancos (el avance más ambicioso en el ámbito financiero de los últimos años), a través de la creación del Mecanismo Único de Supervisión a finales de 2014, ha tenido un desarrollo apropiado.

Los avances en el marco de resolución único, a través de la Junta Única de Resolución en 2015, han sido muy importantes pero no tan satisfactorios. Los protocolos se han adaptado a la disciplina del *bail in* para evitar que los contribuyentes asuman el coste de eventuales rescates, pero experiencias recientes en Italia muestran que todavía es necesario completar este pilar. El salvamento de bancos con problemas o las consecuencias sobre los tenedores minoristas de pasivos bancarios tiene implicaciones políticas que hasta ahora han complicado completar este pilar básico de la unión bancaria.

La constitución de un seguro de depósitos común y de un cortafuegos fiscal para financiar la resolución y recapitalización de bancos (incluyendo apoyo para dar soporte a requerimientos de liquidez) y apoyar un eventual fondo de garantía, que supone poner en común recursos de los contribuyentes en distintos países, sigue pendiente. Las reticencias en este punto son importantes en el momento actual en el que persisten legados de la crisis de diferente importancia en cada Estado miembro.

Y es que, tras un avance decidido de los primeros años, los avances en la unión bancaria se han estancado debido a la postura encontrada entre los países que reclaman primero finalizar el proceso de limpieza de los balances afectados por el legado de la crisis y aquéllos otros que abogan por avanzar hacia un esquema en que se compartan riesgos.

En ausencia de una unión política, que desde luego no está en el horizonte, no será fácil llegar a una solución óptima, pero eso no significa que no puedan darse pasos que mejoren sustancialmente la situación actual para favorecer el crecimiento y afrontar con más eficacia las fases bajas del ciclo. Precisamente por ello, la Comisión ha presentado en los últimos tiempos distintos documentos de reflexión; Juncker ha realizado discursos en ese mismo sentido –que se concretarán en propuestas en próximos meses– y Francia y Alemania han afirmado en distintos foros la necesidad de avanzar en la integración en éstos y en otros ámbitos.

Es cierto que las posiciones de partida son aún distantes, pero conciliar la reducción de

riesgos con compartir riesgos es importante y también la secuencia de las medidas de uno y otro signo para evitar consecuencias no deseadas sobre la estabilidad financiera.

4. Reducir riesgos

Los partidarios de reducir riesgos no desean que completar la unión bancaria implique transferencias *ex ante* de recursos financieros. En este sentido, proponen:

La deuda pública

Limitar y diversificar las carteras de deuda pública en las carteras de los bancos para evitar que la deuda pública nacional pese en exceso. Así se rompería en gran medida el lazo tóxico pendiente entre banca y soberano. La posibilidad de que un estado tuviera que reestructurar su deuda resultaría más creíble porque su impacto sobre el sistema financiero nacional y sobre el conjunto de la economía no sería tan grave. Así, «la disciplina de mercado» resultaría más eficaz y creíble.

Las entidades han reducido su cartera de deuda pública en un 17 por 100 entre 2015 y 2017, pero el peso en balances es todavía relevante (entre 140 por 100 y el 200 por 100 del capital) y la importancia de las entidades como inversores en los mercados nacionales de deuda también (entre un 15 por 100 y un 30 por 100).

Las propuestas para limitar la tenencia de deuda soberana doméstica o de dejar de considerarlas activos libre de riesgo deben ser analizadas con todas las cautelas, ya que pueden tener consecuencias no desea-

das en distintos ámbitos como la gestión de la liquidez de las entidades y del riesgo de interés y de crédito y suponer incrementos en el coste de la deuda pública.

Existen propuestas para incentivar una progresiva diversificación de las tenencias de deuda pública, el uso de estructuras de titulización para crear activos líquidos multisoberanos o la creación de umbrales hasta los cuales se consideren activos libres de riesgo, pero se encuentran todavía en período de análisis.

Aun así, de cara a establecer prioridades, cabe recordar que las crisis soberanas son mucho menos corrientes que las bancarias.

Morosidad

Reducir la morosidad, en especial en el grupo de países con tasas más elevadas, para hacer más sólidos los bancos y facilitar así la creación de un cortafuegos fiscal (por ejemplo, transformando el Mecanismo Europeo de Estabilidad en un Fondo Monetario Europeo) y el seguro de depósitos común.

Uno de los principales indicadores de la debilidad de los balances bancarios y del legado de la crisis es la morosidad. La existencia de activos improductivos en el balance afecta a la rentabilidad de las entidades, evita la distribución eficiente de crédito y, sobre todo, afecta a la confianza en las entidades.

La experiencia histórica muestra que en la gestión de crisis bancarias es importante actuar con la máxima celeridad posible para reducir la morosidad. De hecho, en la crisis actual también

se observa que aquellos países con mayor tasa de mora son los que tienen más problemas para aumentar el crédito y también para recapitalizarse.

La morosidad en la eurozona ha caído en los últimos años desde el máximo de 8 por 100 de 2013, pero sigue siendo elevada y su reducción es lenta. La tasa de mora media de la eurozona se situó en el 5,5 por 100 a mediados de 2017, casi un punto por debajo del año anterior, pero el saldo moroso aun representa un 7,2 por 100 del PIB (795.000 millones). No obstante, existen seis países con tasas de mora de doble dígito y nueve con tasas por debajo del 4 por 100, lo que muestra que la situación es muy heterogénea.

El BCE estima que la limpieza de activos morosos aumentaría la rentabilidad del capital (ROE) de las entidades de la eurozona en un punto porcentual (pp) de media con sectores bancarios alcanzando mejoras entre tres y cinco pp. Además, permitiría aumentar la oferta de crédito en los países con elevada morosidad entre un 2,5 por 100 y un 6 por 100.

Durante los últimos dos años se ha avanzado mucho en analizar las barreras y en buscar soluciones para acelerar la limpieza de balances, pero han quedado claras las limitaciones para poder buscar soluciones paneuropeas, por el momento.

Así, el mercado de activos dudosos está muy poco desarrollado en la zona del euro. Principalmente por cuatro razones:

– *Falta de información.* Los problemas de información asimétrica se disparan cuando los mercados no están desarrolla-

dos. Los potenciales inversores temen que las entidades vendan los peores préstamos, y por eso piden descuentos más elevados.

– *Los procesos de recuperación son lentos y costosos.* Las leyes de insolvencia, los procedimientos judiciales y la dificultad de acceder a los colaterales también hacen que los inversores sean reacios a adquirir estos activos o pidan descuentos demasiado grandes.

– *Las reglas contables y fiscales* en algunas economías desincentivan dar de baja los activos malos de balance.

– Por último, la *falta de desarrollo* hace que no exista oferta de empresas de *servicing* y que ser el primero en salir al mercado sea una fuerte desventaja.

El BCE estima que el diferencial entre *bid-ask* para un préstamo moroso con colateral puede superar el 40 por 100 en los países con elevada morosidad, lo que dificulta mucho que éstos miren al mercado para buscar una solución rápida. Las mejoras en la solvencia y la cobertura de esos préstamos es lo que ponen en valor para defenderse de la necesidad de acelerar el saneamiento.

Entre las medidas puestas en marcha para acelerar la reducción de los préstamos morosos destacan la *Guía de préstamos morosos* publicada por el Mecanismo Único de Supervisión con el fin de compartir las mejores prácticas en la gestión de los activos en mora y desarrollar herramientas de supervisión de las mismas. En esta línea, el supervisor ha pedido a las entidades con morosidad elevada que desarrollen e implementen estrategias de limpieza de balance.

Por su parte, el Consejo Europeo definió un plan de acción para abordar los préstamos dudosos centrada en cuatro ámbitos: i) medidas de supervisión; ii) reforma de los marcos de reestructuración, insolvencia y recuperación de deudas; iii) desarrollo de mercados secundarios para activos devaluados; y iv) fomento de la reestructuración del sistema bancario.

Entre las medidas que se contemplan están la creación de sociedades nacionales de gestión de activos, medidas para mejorar la protección de los acreedores garantizados o medidas para mejorar la transparencia, mejorando la disponibilidad y comparación de la información.

Aunque quizá lo más relevante sea la necesidad de avanzar en la Directiva sobre reestructuración, segundas oportunidades y eficiencia de los procedimientos de insolvencia, que permitiría avanzar hacia una armonización de las leyes de insolvencia y de los procedimientos de recuperación, algo clave para en el futuro poder plantear un mercado paneuropeo de activos dudosos.

5. Compartir riesgos

Las demandas de aquéllos que ponen el énfasis en la necesidad de compartir riesgos subrayan: i) la necesidad de poner en marcha el cortafuegos fiscal y el seguro común de depósitos, y ii) lanzar un «activo seguro» para el área como clave para la estabilidad financiera (en caso de crisis limitaría la salida de flujos de activos nacionales que tanto agrava las crisis).

Existe diversas propuestas en este sentido, entre ellas las del *think tank* Bruegel. Así, por

ejemplo, este activo podría emitirse sustituyendo parcialmente los vencimientos de deuda pública nacional. Esta vía tendría la virtud de resolver las consecuencias de limitar la deuda pública nacional en los balances de los bancos: tales límites (o sujetarlos a consumo de capital) encarecerían el servicio de la deuda de los Estados miembros y llevarían a los bancos a ampliar capital y deshacerse de carteras en un momento que aún es complicado. Sustituir parte de la deuda pública nacional por ese activo seguro común compensaría el aumento del coste de la deuda y, al no estar sujeto a consumo de capital, no complicaría la solvencia y/o facilitaría la diversificación de las carteras de las entidades.

Además, limitar la exposición de la banca al riesgo soberano, al romper el vínculo entre ambos, haría más creíble una eventual reestructuración de la deuda pública (sus consecuencias económicas serían menos graves) y, por tanto, los Estados miembros podrían tener más libertad fiscal sin que países como Alemania se preocupasen del riesgo de un *bail-out* o de los problemas de riesgo moral, pues sería cada país el que asumiera las consecuencias de una mala gestión de su política fiscal. En todo caso, someter la deuda pública a consumo de capital puede tener consecuencias indeseadas que merece la pena analizar a fondo y contrastar si el lanzamiento de este activo seguro compensaría.

Por último, en realidad este parece ser un objetivo compartido por todos, sería bueno impulsar la integración de los mercados de capitales, lo que también facilitaría los flujos de capital entre países y la absorción de riesgos.

En todo caso, y a pesar de todas estas iniciativas, la limpieza de los balances y la reducción del riesgo soberano doméstico todavía van a necesitar de tiempo, y la Unión Monetaria no se puede permitir dilatar más el avance hacia una unión bancaria completa y continuar siendo vulnerable a potenciales *shock* de liquidez idiosincráticos en algún sistema bancario.

En este sentido, es de valorar propuestas como la presentada por la Comisión en octubre de 2017 que sugiere la posibilidad de avanzar en paralelo en el proceso de reducción del riesgo y en el proceso de completar la unión bancaria.

El desarrollo de un esquema europeo de protección de los depósitos es clave para la integración financiera, pero hay que hacerlo de manera que se minimicen los incentivos perversos y los problemas de riesgo moral asociados a una potencial *mutualización*.

La propuesta de la Comisión es establecer un esquema temporal definido de cara a mostrar el claro compromiso de avanzar para completar la unión bancaria, reduciendo la incertidumbre actual.

El objetivo final sigue siendo el original; es decir, un fondo de garantía de depósitos común que cubra completamente las necesidades de liquidez y las potenciales pérdidas de los bancos que lo integran, consiguiendo una protección idéntica de todos los depositantes de la UEM.

De todas maneras, se puede establecer una puesta en marcha en dos etapas que dé tiempo a avanzar en la limpieza de balances sin demorar los avances institucionales.

En este sentido, la Comisión propone un primer período (hasta 2021) en el que el fondo solamente actúe como reasegurador, es decir, prestando liquidez en caso de insuficiencia en un fondo de garantía nacional, y un segundo período en el que también de manera gradual se vaya asumiendo un fondo solidario.

Pero el desarrollo del fondo de garantía de depósitos no es el único campo en el que se debe trabajar para alcanzar una unión bancaria que funcione de manera satisfactoria. Todavía queda mucho trabajo por hacer en el campo de la resolución, clarificando los procedimientos de resolución y liquidación y reduciendo las discrecionalidades nacionales. La resolución de los bancos italianos ha puesto en evidencias estas carencias y la importancia de la acumulación de suficientes activos con capacidad de absorber pérdidas y que sean adquiridos por inversores informados.

Además, la unión bancaria todavía carece de un fondo común que actúe como prestamista de última instancia para el fondo de resolución. Es decir, que dote de recursos en caso de que este fondo sea insuficiente para las actuaciones necesarias. Esto es esencial para incrementar la confianza en el sistema bancario y apoyar la credibilidad de las acciones que necesite tomar la Junta Única de Resolución. Entre las características que debe cumplir este fondo destacan: i) que tenga un tamaño adecuado para cumplir su rol; ii) que se pueda activar de manera sencilla; y iii) que sea fiscalmente neutral, es decir, sin coste para los contribuyentes.

Entre las propuestas de la Comisión, la más efectiva sería

una línea de crédito con el Mecanismo Europeo de Estabilidad. Los Estados miembros acordaron el establecimiento de un instrumento de apoyo ya en 2013 y lo reiteraron en 2015. Es de esperar que se llegue a un acuerdo en esta primavera, ya que consideramos que es un elemento prioritario para apuntalar la confianza en la unión bancaria.

También hay que trabajar en reducir los obstáculos a la integración transfronteriza del sector, ya que el propósito de medio plazo debería ser la existencia de entidades paneuropeas.

Todos estos avances son claves para mejorar la estabilidad financiera en la UEM, para promover la integración y aumentar la confianza en el sector bancario. Pero el avance hacia una unión bancaria completa va incluso más allá de solucionar las vulnerabilidades sistémicas. Es la forma de avanzar en la integración financiera de la UEM y de mostrar una mayor fortaleza del proyecto común.

IV. CONCLUSIONES

1. Las políticas monetarias de las economías desarrolladas se han venido desen-volviendo en un contexto marcado por los bajos tipos de interés nominales, consecuencia de una inflación baja y de un descenso estructural de los tipos de interés reales de equilibrio. Es probable que a corto y medio plazo el entorno siga caracterizándose por unos tipos de interés sensiblemente más bajos que los que precedieron a la Gran Recesión.

2. Un entorno de bajos tipos de interés limita la capacidad de la política monetaria para gestio-

nar las fluctuaciones del ciclo y puede representar una amenaza para la estabilidad financiera. La sobrecarga de la política monetaria, como ha sucedido durante la última crisis, acentúa el problema.

3. Por consiguiente, es recomendable mejorar el entorno institucional de la Unión Europea para que las políticas fiscales y macroprudenciales, y una unión bancaria completa permitan contar con los instrumentos necesarios para afrontar futuras crisis con éxito.

4. Las posturas de los distintos Estados miembros para avanzar en estos ámbitos difiere. Avanzar en la integración implica compartir riesgos, y algunos países consideran que antes de ello es preciso reducir riesgos para evitar que la integración suponga *ex ante* una transferencia de riesgos en una dirección predeterminada.

5. Conciliar ambas posturas pasa por avanzar simultáneamente en los dos ámbitos.

BIBLIOGRAFÍA

- ALTAVILLA, C.; BOUCHIHA, M., y J. L. PEYDRÓ (2017), «Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment», *ECB Working Paper*, 2105, octubre.
- Banco Central Europeo (2016), *Financial Stability Review*, noviembre, Alemania: 69-72.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A. *et al.* (2018), «Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform», *CEPR Policy Insight*, n.º 91, enero.
- BRUNNERMEIER, M., e Y. KOBAYASHI (2017), «The Reversal Interest Rate: The Effective Lower Bound of Monetary Policy», en preparación.
- BUTT, N. *et al.* (2014), «QE and the Bank Lending Channel in the United Kingdom», *Bank of England Working Paper*, 511.

Comisión Europea (2018), Comunicación de la Comisión de Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo. *Primer Informe sobre el proceso de reducción de los préstamos dudosos en Europa*, 18 de enero de 2018, Bruselas.

— (2017). Communication to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on completing the Banking Union, 11 de octubre de 2017, Bruselas.

DEMERTZIS, M., y G. B. WOLFF (2016), «What impact does the ECB's quantitative easing policy have on bank profitability?», *Policy Contribution Issue*, n.º 20, Bruegel.

European Systemic Risk Board (2016), *Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, noviembre, Alemania.

HUGHES HALLET, A. *et al.* (2017), *Extending quantitative easing: additional risks for financial stability?*, Monetary Dialogue, European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, Bruselas.

KANDRAC, J., y B. SCHLUSCHE (2016), «Quantitative easing and bank risk taking: evidence from lending», *Finance and Economics Discussion Series 2017-125*, Washington.

LUCAS, A.; SCHAUMBURG, J., y B. SCHWAAB (2017), «Bank business models at zero interest rates», *ECB Working Paper*, 2084, junio.

LEHMANN, A. (2018), «Risk reduction through Europe's distressed debt market», *Policy Contribution Issue No. 2*, Bruegel.

MERLER, S. (2017), «Bank liquidation in the European Union: clarification needed», *Policy Contribution Issue No. 1*, Bruegel.

MICOSSI, S. (2017), «A Blueprint for Completing the Banking Union», *CEPS Policy Insights*, n.º 42, noviembre.

NUCERA, F. *et al.* (2017), «Do negative interest rates make banks less safe?», *Economic Letters*, 159: 112-115, y *Working Paper Series*, n.º 2098, ECB, Europa.

PAPADIA, F. (2017), A slightly tighter ECB, *Bruegel Blog*. Disponible en <http://bruegel.org/2017/11/a-slightly-tighter-ecb/>

RODNYANSKY, A., y O. M. DARMOUNI (2017), «The Effects of Quantitative Easing on Bank Lending Behavior», *The Review of Financial Studies*, 30: 3858-3887.

<p>SCHWAAB, B. (2017), «Bank business models at negative interest rates», <i>Research Bulletin</i>, n.º 40, European Central Bank. Disponible en https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2017/html/ecb.rb171122.en.html</p>	<p>SHIRAI, S. (2017), «The Bank of Japan's monetary easing and portfolio rebalancing channel», <i>VOX CEPR's Policy Portal</i>. Disponible en https://voxeu.org/article/bank-japan-s-monetary-easing-and-portfolio-rebalancing-channel</p>	<p>VERÓN, N. (2018), «Bad News and Good News for the Single Resolution Board», <i>Bruegel Blog</i>. Disponible en http://bruegel.org/2018/01/bad-news-and-good-news-for-the-single-resolution-board/</p>
--	---	---