

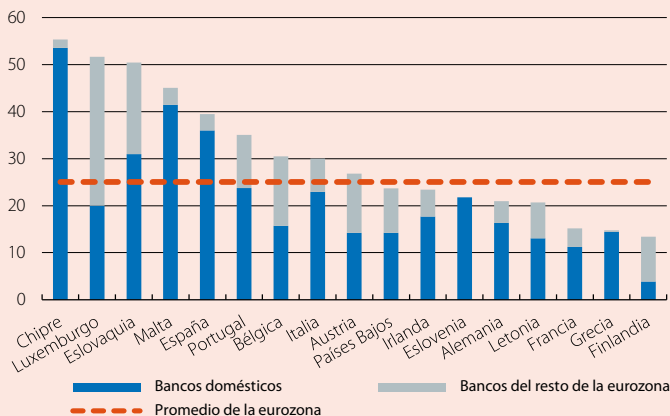
## La banca ante el QE: entre el deseo y la realidad

En enero, el Banco Central Europeo (BCE) anunció la puesta en marcha de un nuevo instrumento de política monetaria no ortodoxa: la compra de títulos de deuda soberana a gran escala (*quantitative easing*, o QE, en inglés). Con esta estrategia, la máxima autoridad monetaria pretende combatir los bajos niveles de inflación y estimular la economía de la eurozona reduciendo los tipos de interés a largo plazo para familias y empresas incentivándolos, así, a consumir e invertir. A diferencia de lo ocurrido en EE. UU., donde los mercados financieros tuvieron un mayor protagonismo, en Europa el papel del sistema bancario será clave en la correcta transmisión de esta medida hacia la economía real. El objetivo de este artículo es describir el porqué de este papel determinante de la banca y cómo sus decisiones pueden determinar el éxito del programa.

En Europa, la función de la banca es esencial en el mecanismo de transmisión de cualquier decisión de política monetaria. La razón es que la oferta de financiación de la eurozona se encuentra altamente concentrada en las instituciones bancarias debido a que los canales alternativos, como el mercado de deuda corporativa, están poco desarrollados y tan solo son accesibles para las grandes empresas. Así pues, el éxito de políticas que persigan generar crecimiento económico estimulando la demanda agregada y el crédito queda supeditado a la capacidad crediticia de estas instituciones. En el caso particular del QE, además, la banca tendrá un papel adicional por el tamaño de la cartera de deuda pública en sus balances. Al ser los principales tenedores de bonos soberanos de la eurozona, el impacto del QE en el precio de estos activos dependerá, no solo del volumen que el BCE desee comprar, sino también de la disposición de las entidades a venderlos. Ambas razones sugieren que el éxito del QE estribará, en buena medida, en que se cumplan dos condiciones: que las entidades decidan reducir el peso de la deuda pública en sus balances y que lo sustituyan por préstamos al sector privado.

### Deuda pública en manos del sistema bancario de la eurozona

(% del total de deuda en circulación)

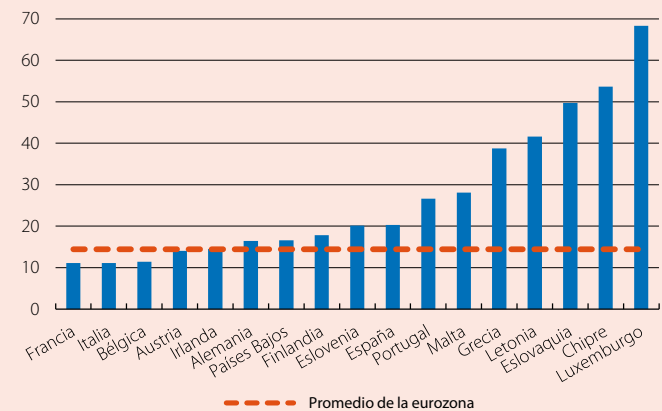


Nota: Datos del 3T 2014.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

### Compra de deuda pública por el BCE \*

(% de la deuda en circulación en manos del sector no bancario)



Nota: \* Estimaciones en base al volumen máximo de compra y el capital key de cada país.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

En relación con la primera, desde el estallido de la crisis financiera, los bancos han decidido mantener una mayor parte de sus activos en forma de títulos líquidos y de poco riesgo, entre los que priman los bonos soberanos. Esta decisión ha sido propiciada, principalmente, por dos factores. Por un lado, estos títulos han ofrecido una rentabilidad atractiva y muy segura, en un contexto en el que la alternativa del crédito ha sido demasiado arriesgada y costosa en términos de capital regulatorio. Por otro, los reguladores han introducido nuevos requerimientos de liquidez para hacer frente a un eventual cierre de los mercados de financiación mayoristas que exigen a las entidades disponer de un colchón de activos líquidos de elevada solvencia. A medida que el QE reduzca la rentabilidad de la deuda pública, y el perfil de riesgo de los demandantes de crédito mejore, gracias a un entorno macroeconómico más favorable, la primera de las condiciones empezará a cumplirse y las entidades irán reduciendo, poco a poco, el peso de los bonos soberanos en balance. Sin embargo, la capacidad crediticia que finalmente se libere dependerá de cuán grande sea el exceso de esta cartera una vez satisfechos los requerimientos de liquidez antes mencionados. Estimaciones de la EBA sugieren que la capacidad para reducir estos activos líquidos podría ser limitada, dado que la ratio de cobertura de liquidez a corto plazo para la eurozona se sitúa, en promedio, en el 115% (siendo el 100% el mínimo obligatorio).

El segundo de los condicionantes para el éxito del QE es que la capacidad crediticia liberada se destine, de manera efectiva, a la concesión de crédito. En este sentido, el nuevo programa del BCE llega en buen momento para apuntalar el incipiente crecimiento de la demanda de financiación, sobre todo en aquellos países en los que la actividad económica está creciendo con fuerza y está más avanzado el proceso de desapalancamiento. Los efectos beneficiosos del QE sobre la demanda de crédito se dejarán notar por tres vías, principalmente. En primer lugar, es de esperar que la mayor laxitud monetaria mantenga el euro depreciado, lo cual reforzará la recuperación económica mediante una mayor actividad exportadora que, gradualmente, se reflejará en las cifras de ocupación. En segundo lugar, el aplanamiento de la curva de tipos de interés incentivará la toma de riesgo por parte de los inversores, cuya mayor demanda de activos de riesgo (como acciones, deuda privada o inmuebles) presionará su precio al alza. Este aumento del precio de los activos conllevará una mejora del perfil de riesgo de los futuros demandantes de crédito, puesto que el valor de los activos que puedan aportar como garantía del préstamo cubrirá una parte mayor de este. Finalmente, si el QE logra anclar las expectativas acerca de una mayor inflación y crecimiento a medio plazo, los proyectos de inversión que ahora se encuentran paralizados por unas perspectivas inciertas podrían reactivarse y, con ellos, la necesidad de financiación.

Es de esperar, entonces, que el aumento de la demanda y su mayor calidad logren que la rentabilidad del crédito ajustada por el riesgo gane atractivo respecto a la inversión en deuda pública. Con todo, para que la expansión del crédito sea apreciable es necesario eliminar los obstáculos que aún impiden a las entidades asumir más riesgo en sus balances y relajar los estándares de crédito. La banca se sigue enfrentando a una elevada incertidumbre regulatoria, a pesar incluso de que la profunda revisión realizada por el BCE de los activos de las 130 mayores entidades bancarias europeas acreditó la solvencia de la mayor parte del sistema bancario europeo y clarificó las necesidades de las entidades más débiles. Así, en los próximos dos años, deben definirse tanto el requerimiento mínimo sobre pasivos elegibles para *bail-in* (el MREL, por sus siglas en inglés) como el nivel máximo de apalancamiento. Además, el BCE ha manifestado su intención de armonizar al máximo la regulación de los distintos países, eliminando paulatinamente las discrecionalidades aplicadas por los supervisores nacionales. Estas tres medidas pueden tener un impacto material sobre las entidades y pesar en sus decisiones de inversión mientras las incertidumbres no se resuelvan. En este sentido, la banca tampoco dispone de la opción de titularizar crédito y compartir el riesgo de la inversión con otros agentes, puesto que el trato regulatorio de estos títulos se ha endurecido significativamente tras la crisis financiera.

Dadas las incertidumbres todavía existentes, y mientras no se suavicen las exigencias en materia de titulaciones, no cabe descartar que parte de la capacidad liberada por la reducción de la cartera de deuda pública se destine a otras alternativas distintas al crédito bancario y con mejor trato regulatorio, al menos a corto plazo. Este podría ser el caso de los bonos soberanos de EE. UU. o del Reino Unido, países para los que se empieza a considerar una subida de tipos de interés, y cuyos títulos también gozan de una regulación ventajosa en términos de capital. Otra inversión atractiva en términos de rentabilidades podría ser la de los bonos corporativos, aunque carezcan de la ventaja regulatoria de los bonos soberanos.

Todo lo expuesto hasta ahora sugiere que los efectos del QE sobre el crédito podrían ser más bien modestos. Con todo, conviene señalar que el QE puede tener otras implicaciones para la banca más allá de estimular el crédito. Así, es de esperar que parte de la recomposición de carteras de los inversores alimente la demanda de acciones, deuda subordinada y deuda sénior de los bancos. Este hecho facilitará a la banca su adaptación a los nuevos requerimientos regulatorios mencionados anteriormente y que exigen un mayor peso del capital, así como de la deuda sujeta a *bail-in*, en su estructura de financiación. Por otro lado, un entorno prolongado de tipos bajos presionará la rentabilidad de las entidades a la baja y las empujará a ganar tamaño, lo cual podría ser propicio para una mayor concentración del sector bancario.

En resumen, un mayor crecimiento económico y una menor incertidumbre regulatoria son ingredientes necesarios para poner en marcha el círculo virtuoso del QE. Entretanto, la banca se debatirá entre el deseo de conceder crédito y la realidad de una demanda aún frágil.

*Sandra Jódar-Rosell y Ariadna Vidal Martínez*

*Departamentos de Planificación Estratégica y Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank*