

FOCUS · El llarg camí cap a un actiu segur europeu

La recuperació econòmica es comença a consolidar a Europa, i, després de diversos anys d'intens debat i d'algunes reformes importants, com els avanços en la unió bancària, correm el risc de pensar que la zona de l'euro disposa d'un entramat institucional prou robust per afrontar amb garanties els reptes del futur. No obstant això, algunes de les febleses que la crisi va posar de manifest encara no han estat corregides. Un d'aquests àmbits és l'anomenat *doom loop* (cercle diabòlic) o la relació negativa que es pot produir entre el sector públic d'un país i el sector bancari durant una recessió.

En concret, un dels motius que contribueixen al *doom loop* és que les carteres de bons sobirans dels bancs de cada país presenten un biaix a favor del deute públic del seu país. D'aquesta manera, en un context de crisi, si es produeix un augment de la prima de risc dels bons sobirans, això repercuteix sobre la prima de risc dels bancs, la qual cosa en limita la capacitat creditícia i, en última instància, acaba afectant negativament l'economia del país. Es pot generar, en definitiva, un cercle pervers entre el sector públic i el sector bancari d'un país.¹

Per trencar aquest vincle, la Comissió Europea analitza com promoure que els bancs mantinguin una cartera de bons de deute públic més diversificada. Naturalment, el més assenyat seria reduir les barreres que encara dificulten la creació de bancs paneuropeus² i avançar cap a una unió fiscal en tota regla, que contempli, entre altres coses, l'emissió de deute públic europeu amb el suport d'un pressupost europeu.

No obstant això, sembla que els avanços en aquests dos fronts són molt difícils, com a mínim a curt termini, de manera que la Comissió estudia com obtenir un actiu segur europeu sense que sigui necessari establir una unió fiscal per donar suport a l'emissió d'aquest actiu.³ En concret, la proposta que s'estudia contempla que un ens (públic o privat) compri, utilitzant un esquema de ponderació transparent i previsible, una cartera diversificada de bons sobirans de la zona de l'euro al mercat secundari i que emeti títols recolzats per aquests mateixos bons (SBBS, per les sigles en anglès de *sovereign bond-backed securities*). En concret, aquest ens emetria dos tipus de títols: uns sènior i uns altres subordinats. Malgrat que la cartera subjacent als dos títols seria la mateixa, el tram subordinat seria el primer a absorbir les eventuais pèrdues que es produïssin i, d'acord amb aquest major risc, oferiria un retorn més elevat. Així, a la pràctica, si els títols subordinats representessin un total del 30% de la cartera, per exemple, el tram sènior només

patiria pèrdues en cas que els impagaments de la cartera superessin el 30% del seu valor.

El tram sènior dels SBBS, per tant, estaria format per actius extremadament segurs gràcies als principis de diversificació i de subordinació. D'una banda, en estar recolzat per una cartera de bons sobirans diversificats, l'exposició del tenidor de l'actiu al risc d'impagament de qualsevol bo sobirà en particular seria molt limitada. A més a més, el tram subordinat protegiria el tram sènior de potencials pèrdues de la cartera.⁴

Aquest actiu podria contribuir a disminuir el nexa entre risc bancari i risc sobirà, perquè facilitaria que els bancs diversifiquessin la cartera de bons sobirans. No obstant això, perquè els bancs estiguessin disposats a comprar aquest actiu, seria necessari equiparar el tracte que el regulador atorga als SBBS al que atorga als bons sobirans.⁵

A més a més, els SBBS presenten altres característiques desitjables. En primer lloc, naturalment, permetrien un augment de l'oferta d'actius lliures de risc.⁶ Així mateix, un actiu segur a nivell europeu podria atreure una major demanda a nivell global, la qual cosa, en última instància, disminuiria els costos de finançament dels països membres de la zona de l'euro. Finalment, un altre aspecte positiu dels SBBS és que la seva implementació no distorsionaria el mecanisme de disciplina fiscal imposada pels mercats sobre els governs, ja que l'ens emissor dels títols només compraria una fracció dels bons en circulació d'un país (al preu de mercat) i els governs continuarien sent els responsables últims de finançar-se al mercat.

No obstant això, la proposta també presenta alguns problemes. Un dels més destacables és que no és clar que els SBBS funcionin de la manera esperada durant un període de crisi, just quan serien més necessaris. En concret, en episodis d'incertesa elevada, és probable que la demanda pel tram subordinat es reduís de forma notable, la qual cosa limitaria els títols segurs que es poden emetre. De fet, les veus més crítiques temen que, en aquest context, augmentaria molt la pressió política perquè els estats garantissin en certa mesura l'emissió dels actius subordinats, per poder continuar emetent títols sènior. S'esquitllaria per la porta posterior una mutualització del risc fiscal sense cap dels beneficis associats als mecanismes de rescat sobirà tradicionals,⁷ com el fet de poder condicionar els préstecs d'ajuda a la implementació de reformes estructurals i a mesures d'ajust fiscal.

1. El *doom loop* pot operar també des dels bancs febles cap al sobirà per l'expectativa de recapitalització amb fons públics, una qüestió que s'intenta resoldre amb el nou marc de resolució d'entitats bancàries.

2. Els bancs paneuropeus mantindrien una cartera de bons diversificada, a més dels guanys d'eficiència que es produïrien en operar en un mercat més gran i més integrat.

3. Vegeu ESRB (2018), «Sovereign bond-backed securities: a feasibility study».

4. Segons l'ESRB (2018), si el tram subordinat representés el 30% de la cartera i la pèrdua esperada per impagament fos del 100%, faria falta, per exemple, l'impagament dels bons grecs, portuguesos i italians perquè el tram sènior comencés a patir pèrdues.

5. Cal recordar que, en l'actual marc regulador, els bons sobirans no impliquen cap cost en termes de capital, mentre que els SBBS, en ser un producte financer complex, sí.

6. Suposant que el tram subordinat representés al voltant del 30% de la cartera, el tram sènior representaria un volum d'actius superior al del conjunt dels bons de la cartera que, de manera independent, reben la millor qualificació creditícia.

7. Com el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE).