

FOCUS · El largo camino hacia un activo seguro europeo

La recuperación económica empieza a consolidarse en Europa y, tras varios años de intenso debate y algunas reformas importantes, como los avances en la unión bancaria, corremos el riesgo de pensar que la eurozona dispone de un entramado institucional suficientemente robusto como para afrontar con garantías los retos del futuro. Sin embargo, algunas de las debilidades que la crisis puso de manifiesto todavía no han sido corregidas. Uno de estos ámbitos es el llamado *doom loop* (círculo diabólico) o la relación negativa que se puede producir entre el sector público de un país y el sector bancario durante una recesión.

Concretamente, uno de los motivos que contribuyen al *doom loop* es que las carteras de bonos soberanos de los bancos de cada país presentan un sesgo a favor de la deuda pública de su país. De este modo, en un contexto de crisis, si se produce un aumento de la prima de riesgo de los bonos soberanos, ello repercute sobre la prima de riesgo de los bancos, lo que limita su capacidad crediticia y, en última instancia, acaba afectando negativamente a la economía del país. Se puede generar, en definitiva, un círculo perverso entre el sector público y el sector bancario de un país.¹

Para romper este vínculo, la Comisión Europea está analizando cómo promover que los bancos mantengan una cartera de bonos de deuda pública más diversificada. Naturalmente, lo más sensato sería reducir las barreras que todavía dificultan la creación de bancos paneuropeos² y avanzar hacia una unión fiscal en toda regla, que contemplase, entre otras cosas, la emisión de deuda pública europea respaldada por un presupuesto europeo.

Sin embargo, los avances en estos dos frentes parecen muy difíciles, como mínimo a corto plazo, por lo que la Comisión está estudiando cómo obtener un activo seguro europeo sin que sea necesario establecer una unión fiscal para respaldar la emisión de dicho activo.³ Concretamente, la propuesta que se está estudiando contempla que un ente (público o privado) compre, utilizando un esquema de ponderación transparente y predecible, una cartera diversificada de bonos soberanos de la eurozona en el mercado secundario y que emita títulos respaldados por estos mismos bonos (SBBS, por las siglas en inglés de *sovereign bond-backed securities*). Concretamente, este ente emitiría dos tipos de títulos: unos sénior y otros subordinados. Aunque la cartera que subyace a ambos títulos sería la misma, el tramo subordinado sería el primero en absorber las eventuales pérdidas que se produjesen y, acorde con este mayor riesgo, ofrecería un mayor retorno. Así, en la práctica, si los títulos subordinados representaran un total del 30% de la cartera, por ejemplo, el tramo sénior solo sufriría pérdidas en caso de que los impagos de la cartera superaran el 30% de su valor.

1. El *doom loop* también puede operar de los bancos débiles hacia el soberano por la expectativa de recapitalización con fondos públicos, una cuestión que se intenta solventar con el nuevo marco de resolución de entidades bancarias.

2. Los bancos paneuropeos mantendrían una cartera de bonos diversificada, además de las ganancias de eficiencia que se producirían al operar en un mercado de mayor tamaño y más integrado.

El tramo sénior de los SBBS, por tanto, estaría formado por activos extremadamente seguros gracias a los principios de diversificación y subordinación. Por un lado, al estar respaldado por una cartera de bonos soberanos diversificados, la exposición del tenedor del activo al riesgo de impago de cualquier bono soberano en particular sería muy limitada. Además, el tramo subordinado protegería al tramo sénior frente a potenciales pérdidas de la cartera.⁴

Este activo podría contribuir a disminuir el nexo entre riesgo bancario y soberano porque facilitaría que los bancos diversificaran su cartera de bonos soberanos. Sin embargo, para que los bancos estuvieran dispuestos a comprar dicho activo, sería necesario equiparar el trato que el regulador otorga a los SBBS al que otorga a los bonos soberanos.⁵

Además, los SBBS presentan otras características deseables. En primer lugar, naturalmente, permitirían un aumento de la oferta de activos libres de riesgo.⁶ Asimismo, un activo seguro a nivel europeo podría atraer una mayor demanda a nivel global, lo que, en última instancia, disminuiría los costes de financiación de los países miembros de la eurozona. Finalmente, otro aspecto positivo de los SBBS es que su implementación no distorsionaría el mecanismo de disciplina fiscal impuesta por los mercados sobre los gobiernos, dado que el ente emisor de los títulos solo compraría una fracción de los bonos en circulación de un país (al precio de mercado) y los gobiernos seguirían siendo los responsables últimos de financiarse en el mercado.

Sin embargo, la propuesta también presenta algunos problemas. Uno de los más destacables es que no está claro que los SBBS funcionaran de la manera esperada durante un periodo de crisis, justo cuando serían más necesarios. Concretamente, en episodios de elevada incertidumbre, es probable que la demanda por el tramo subordinado se redujese de forma notable, lo que limitaría los títulos seguros que se pueden emitir. De hecho, las voces más críticas temen que en este contexto aumentaría mucho la presión política para que los estados garantizaran en cierta medida la emisión de los activos subordinados, para poder seguir emitiendo títulos sénior. Se colaría por la puerta trasera una mutualización del riesgo fiscal sin ninguno de los beneficios asociados con los mecanismos de rescate soberano tradicionales,⁷ como el hecho de poder condicionar los préstamos de ayuda a la implementación de reformas estructurales y a medidas de ajuste fiscal.

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

4. Según el ESRB (2018), si el tramo subordinado representara un 30% de la cartera y la pérdida esperada por impago fuera del 100%, haría falta, por ejemplo, el impago de los bonos griegos, portugueses e italianos para que el tramo sénior empezara a sufrir pérdidas.

5. Cabe recordar que, en el actual marco regulatorio, los bonos soberanos no acarrear ningún coste en términos de capital, mientras que los SBBS, al ser un producto financiero complejo, sí.

6. Suponiendo que el tramo subordinado representara alrededor del 30% de la cartera, el tramo sénior representaría un volumen de activos superior al del conjunto de aquellos bonos de la cartera que, de manera independiente, reciben la mejor calificación crediticia.

7. Como el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).