

Shock regulatorio y debilidad del negocio: una peligrosa interacción para los bancos

Angel Berges y Francisco J. Valero*

El inicio del año ha sido especialmente adverso para los bancos europeos en términos de pérdida de valor de sus acciones y de otros instrumentos financieros emitidos en los mercados, especialmente todos aquellos susceptibles de absorber pérdidas en caso de resolución. El motivo se debe a una peligrosa combinación entre un entorno de negocio extremadamente debilitado –nulo crecimiento, con tipos de interés en cero o incluso negativos– y la entrada en vigor de unos cambios regulatorios que alteran de forma radical el esquema de absorción de pérdidas en caso de resolución bancaria, y que imponen serias limitaciones al pago de dividendos y/o cupones a los instrumentos financieros emitidos por los bancos. En nuestra opinión, no es tanto la emergencia de ese nuevo marco regulatorio, sino las incertidumbres existentes en cuanto a su efectiva aplicación lo que el mercado ha penalizado, especialmente en ese contexto macroeconómico escasamente favorable al negocio bancario. El comportamiento diferencial de la valoración bursátil de los bancos de algunos países, como Alemania e Italia, tiene mucho que ver con los cambios e incertidumbres sobre la regulación bancaria.

Regulación financiera: función básica y respuestas a la crisis

La regulación es una parte consustancial del negocio bancario, y tiene importantes implicaciones sobre el riesgo y rentabilidad de los bancos. Al mismo tiempo, la regulación forma parte del contrato social entre el sistema bancario y la sociedad:

las entidades financieras materializan la función intermediadora del sistema financiero, función que se ejerce en un entorno regulador, que tiene dos objetivos básicos (véase Afi, 2015):

- La estabilidad del sistema financiero en su conjunto, que, fundamentalmente, pasa por defenderlo de perturbaciones, externas o

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

internas, que puedan alterar negativamente su estabilidad, por asegurar el buen funcionamiento regular de sus distintos mercados, y por la vigilancia de la solvencia y el adecuado control de los riesgos de las entidades participantes en el sistema;

- La protección de los consumidores de los servicios financieros, especialmente de aquellos más necesitados de esta protección, los consumidores minoristas, que, en general, no disponen de los conocimientos necesarios o de los recursos adecuados para actuar en este ámbito con las garantías suficientes.

En el primer objetivo, aunque siempre ha existido esta dimensión, la crisis actual ha puesto claramente de manifiesto la necesidad de una adecuada estabilidad del sistema financiero como tal, más allá del estado de salud de las entidades individuales, que ha sido tradicionalmente el objeto de la regulación y la supervisión financieras.

Esta realidad ha dado lugar al denominado riesgo sistémico, que puede definirse como lo hace el Reglamento 1092/2010, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea (UE) y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS): *un riesgo de perturbación del sistema financiero, que puede tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía real.*

Una vez que se reconoce este riesgo, la supervisión macroprudencial tiene por objeto la prevención o mitigación del riesgo sistémico para la estabilidad financiera que surge de la evolución del sistema financiero, y teniendo en cuenta la evolución macroeconómica, de modo que se eviten episodios de perturbaciones financieras generalizadas.

Hemos querido poner el énfasis en esta supervisión no solo por su novedad, sino, sobre todo, porque está pendiente de desarrollarse en España, que en estos momentos carece de una autoridad macroprudencial claramente definida

(disposición adicional 18 de la Ley 10/2014), independientemente de la atribución temporal de algunas competencias de este tipo al Banco de España (disposición transitoria 1 del Real Decreto 84/2015), y del ejercicio de las competencias macroprudenciales que posee el BCE respecto a las entidades significativas.

La reciente crisis financiera ha dado lugar a una intensa actividad reguladora que supone un cambio muy intenso sobre la situación preexistente, no solo por la profundidad de las modificaciones, sino por abarcar ahora ámbitos nuevos o que apenas estaban contemplados con anterioridad.

La protección del consumidor se justifica por el propio interés del sistema financiero, en quien no confiarían aquellos consumidores que no se sintieran debidamente protegidos por la regulación del sistema.

La crisis actual ha traído diversas iniciativas reguladoras para aumentar esa protección a la vista de las situaciones que se han dado en algunos países, y más concretamente en España. Dos han sido básicamente los ejes en los que dichas iniciativas se han traducido, como son el de los créditos hipotecarios, y el de malas prácticas en la distribución de determinados instrumentos financieros. En todo caso, el eje de la protección de los consumidores va más allá de la regulación, en la medida en que se ha traducido en una pérdida de reputación que exige una política más proactiva hacia los clientes.

Por otra parte, la crisis actual ha provocado la puesta en funcionamiento de instituciones nuevas, no previstas anteriormente, que lógicamente han exigido su propia normativa, al mismo tiempo que estas instituciones contribuyen a la emergencia de nueva regulación en el ejercicio de sus funciones.

No vamos a tratar específicamente en este trabajo toda esta normativa porque nos llevaría a una

extensión excesiva, pero conviene recordar que afecta a:

- La ya citada JERS y las Autoridades Europeas de Supervisión (AES: EBA, EIOPA o ESMA, por sus siglas en inglés).
- La unión bancaria, que en estos momentos tiene dos pilares, mientras sigue pendiente un posible fondo de garantía de depósitos europeo:
 - El Mecanismo Único de Supervisión (MUS), a cargo del BCE, que ya ha dado lugar a un desarrollo normativo específico muy completo, lo que no impide que se vaya ajustando a su evolución y necesidades.
 - El Mecanismo Único de Resolución (MUR), que descansa en la Junta Única de Resolución y en el Fondo Único de Resolución, que todavía debe desarrollarse.

Dado que la resolución de crisis bancarias no era un tema armonizado en la UE, salvo por sus implicaciones para las ayudas públicas, se ha procedido previamente a la aprobación de la Directiva 2014/59, sobre recuperación y resolución de bancos (BRRD, por sus siglas en inglés), que ha introducido un importante cambio en la atribución de los costes de la crisis hacia los inversores (*bail in*) desde el sector público (*bail out*), como se había venido haciendo hasta ahora. Sus consecuencias deben todavía comprobarse en la crisis de una entidad real importante, aunque en España tenemos alguna experiencia parcial debido al Memorándum de entendimiento suscrito con el resto de países de la eurozona para obtener fondos para solucionar la crisis de nuestro sistema bancario.

Por otro lado, la solución que se pretende dar a la crisis de un grupo de entidades italianas, que va por caminos diferentes al anterior, muestra las dificultades de poner en práctica un cambio tan radical, que eleva el coste para los accionistas e inversores de las entidades bancarias, dificultando su financiación.

También debe mencionarse que, dado que uno de los problemas detectados en la crisis ha sido la desigual aplicación de la regulación de la UE por parte de sus Estados miembros, dicha regulación se ha materializado en buena parte en reglamentos, que son obligatorios y directamente aplicables, en lugar de las tradicionales directivas, que no han desaparecido del todo.

Sin embargo, un reglamento puede dejar algunos de sus elementos al desarrollo de los Estados miembros o de sus autoridades, lo que se denominan las *opciones nacionales*, lo que ha dado lugar a una intervención del BCE, como autoridad competente del MUS para las entidades consideradas significativas en su ámbito, a regular de forma unificada las opciones que ha podido, aumentando así la regulación sobre este tema¹.

Complejidad e incertidumbres en los procesos regulatorios

Esas reflexiones, así como las que cabría realizar sobre la cantidad y calidad de la regulación, no se pueden separar de los procedimientos mediante los cuales se aprueba la regulación y del contexto en que esta se modifica.

La crisis actual ha exigido, y todavía requiere, muchas modificaciones normativas de diverso alcance, pero que, en general, suponen un cambio muy intenso sobre la situación preexistente, no solo por la profundidad de las alteraciones en

¹ Véase el Reglamento 2016/445 del Banco Central Europeo, de 14 de marzo de 2016, sobre el ejercicio de las opciones y facultades que ofrece el derecho de la Unión, y la Guía del BCE sobre las opciones y facultades que ofrece el derecho de la Unión, que no es un instrumento normativo (disponible en español en: https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/reporting/ecb_guide_options_discretions.es.pdf).

la regulación anterior, sino también por abarcar ahora ámbitos nuevos o que apenas estaban contemplados previamente, como es el caso de las remuneraciones o del riesgo de liquidez.

Independientemente de lo bien que pueda estar elaborada, por ejemplo en términos de su coherencia interna, la nueva regulación debe comprobar su eficacia en la realidad y, al igual que le sucedió con la antigua, motivo por el cual precisamente se cambia, es previsible que, más tarde o más temprano, tenga que modificarse si, a la postre, no funciona como se esperaba, o no es capaz de enfrentarse adecuadamente a problemas nuevos.

Esto no impide, sino todo lo contrario, que todo proyecto de regulación deba someterse a las pruebas de calidad que le sean posibles, por ejemplo en términos de:

- Ir acompañada de estudios de impacto, que intenten estimar sus efectos, tanto para las entidades afectadas como, muy especialmente, para la economía real. Estos estudios de impacto estarán basados en hipótesis que, como tales, no siempre se corresponderán con la realidad.
- Ser sometida a procesos de consulta por un tiempo razonable durante el cual las entidades afectadas, por sí mismas, o a través de sus asociaciones representativas, puedan alegar las observaciones que estimen oportunas. Estas deben ser evaluadas por el órgano regulador antes de aprobar las nuevas normas.

- Pasar por los controles que la propia regulación ha previsto, como es el caso, dentro de la que corresponde a la UE, del control de subsidiariedad por los parlamentos nacionales².

La Comisión Europea (CE) tiene activo un programa de mejor regulación, *Regulatory Fitness and Performance programme* (REFIT³), que a mediados de abril de 2016 se vio completado por un acuerdo interinstitucional sobre mejor regulación⁴ entre las tres principales instituciones de la UE sobre las que descansa la mayor parte de la normativa de primer nivel: Parlamento Europeo, Consejo de la UE y Comisión.

- Prever la normativa de desarrollo necesaria, con las delegaciones oportunas a la CE y, en su caso, el trabajo previo de alguna de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES⁵) a través de las correspondientes normas técnicas de regulación o de ejecución. Las primeras dan lugar a actos delegados y las segundas a actos de ejecución.

Esto último se fundamenta en el propio Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE), tras el Tratado de Lisboa, tal y como refleja el cuadro 1, que viene a configurar actualmente lo que había anticipado el enfoque Lamfalussy⁶, iniciado en el ámbito de los mercados de valores y posteriormente aplicado a todas las ramas de servicios financieros.

En todo caso, se trata de un enfoque que incrementa mucho el número de normas de la UE con respecto a la situación anterior para un mismo ámbito, pero no hay que olvidar el diferente nivel

² Protocolo nº 2, sobre la aplicación de los principios de subsidiariedad y proporcionalidad.

³ http://ec.europa.eu/smart-regulation/refit/index_en.htm

⁴ http://ec.europa.eu/smart-regulation/better_regulation/documents/iia_blm_final_en.pdf

⁵ Estas AES cuentan con sendos grupos de partes interesadas (consumidores y usuarios, entidades financieras, empleados, académicos, pequeñas y medianas empresas), a través de los cuales se fomenta la participación de las mismas en la preparación de este tipo de regulación.

⁶ Propuesto en el informe elaborado por *The committee of wise men on the regulation of European securities markets*, presidido por Alexandre Lamfalussy, de 15-2-2001, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf

Cuadro 1

Actos delegados y de ejecución

<i>Tipo de acto</i>	<i>Art. del TFUE</i>	<i>Objeto</i>	<i>Institución</i>
Delegado	290	Adopción de actos no legislativos de alcance general que completan o modifican determinados elementos no esenciales de un acto legislativo, siempre que este delegue en la CE los poderes para ello	Comisión Europea
De ejecución	291	Otorgamiento por actos jurídicamente vinculantes de la UE de competencias de ejecución cuando se requieran condiciones uniformes de ejecución de dichos actos	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Comisión Europea ➤ Consejo de la UE – Casos específicos debidamente justificados – Política exterior y de seguridad común

Fuente: TFUE.

de esta normativa. En estos momentos, ya existe una profusión de normas de desarrollo de CRR/CRD IV, que no quiere decir que haya concluido dicho desarrollo, pero apenas ha comenzado la tarea con la resolución de crisis bancarias, sobre la que debemos ver más normas de este tipo en el inmediato futuro.

Los actos delegados tienen una característica que, generalmente, les hace ver la luz meses después de haber sido aprobados por la CE, sean originarios de esta o sean normas técnicas de alguna AES. Y es que deben ser convalidados por los dos colegisladores dentro de un plazo, sin lo cual no pueden ser publicados. Por consiguiente, se produce un retraso más o menos importante en su aplicación.

Por otra parte, no debemos olvidar que la mayor parte de la nueva regulación desarrollada en Europa está en principio coordinada a nivel mundial por el G-20, con el Financial Stability Board y el Basle Committee on Banking Supervision como instituciones encargadas de su desarrollo, pese a que ambas no tienen expresamente la capacidad de elaborar actos jurídicamente vinculantes. Esta realidad otorga, desde luego, una mayor legitimidad internacional, aunque no garantiza por sí misma su adecuación y coherencia.

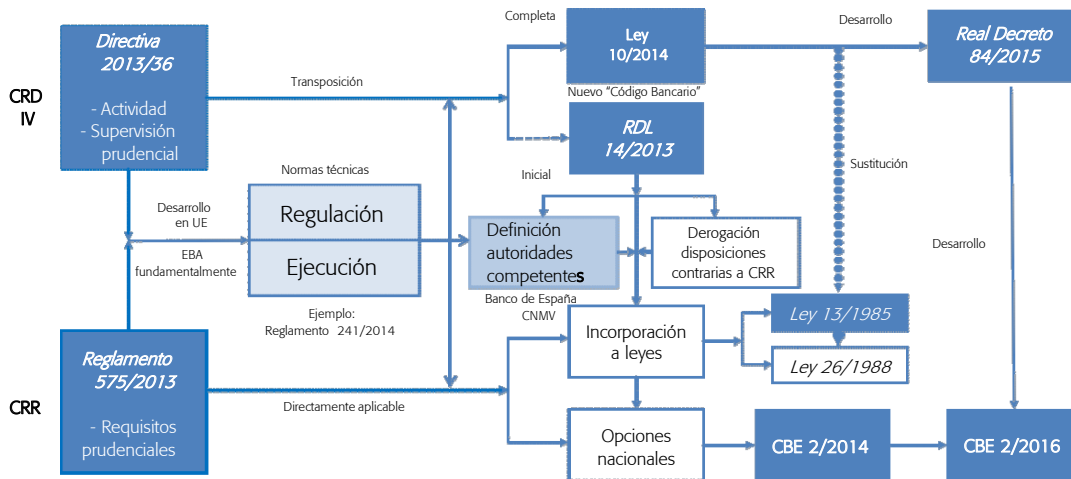
En el ámbito de la UE tenemos, en general, un doble nivel de regulación, el propiamente europeo y el correspondiente a los Estados miembros, lo que origina una dualidad de normas cuyas relaciones conviene tener muy en cuenta para comprender su alcance y sus relaciones mutuas. A tal efecto pueden ser útiles esquemas gráficos del tipo que incluimos en este trabajo para la regulación bancaria en general y de solvencia en particular (gráfico 1) y para la resolución de crisis de estas entidades (gráfico 2).

En estos momentos, no podemos decir que esta regulación vaya a concluir pronto, incluso cuando acaben los períodos transitorios previstos, por ejemplo, en Basilea III, que todavía tiene algunos temas por cerrar como la ratio de apalancamiento o la ratio de liquidez a medio plazo. Todo ello sin contar la emergencia de asuntos inicialmente no previstos, como el tratamiento adecuado de los riesgos soberanos, que tiene especial interés para los países de la eurozona y en particular para España.

Sí tenemos claro que cualquier nueva reforma reguladora, incluyendo la posibilidad de desmantelar o reducir algunos de los cambios efectuados, no debería hacerse sin la experiencia adecuada de los mismos y un análisis de las modificaciones que deberían introducirse.

Gráfico 1

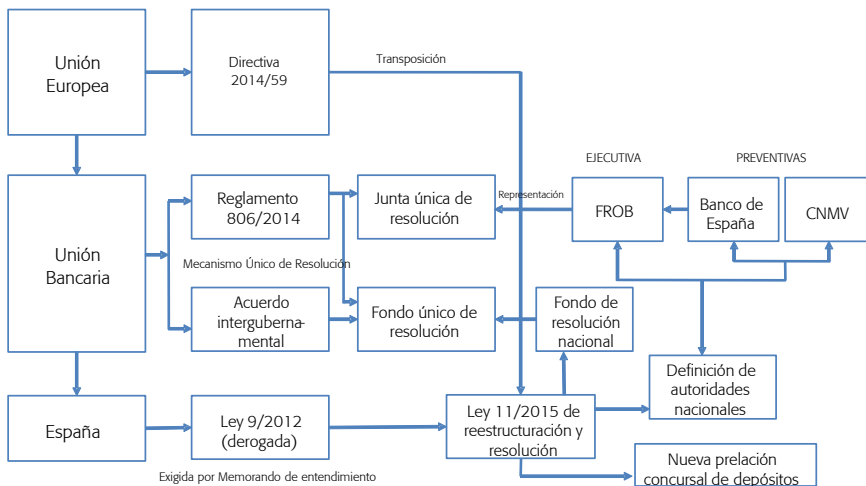
Normativa general y de solvencia de las entidades de crédito españolas



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 2

La resolución de entidades de crédito en España



Fuente: Elaboración propia.

Incertidumbre regulatoria en el actual marco de negocio bancario

A la luz de las consideraciones anteriores, no parece que en estos momentos pueda darse por concluida la nueva regulación destinada a paliar los efectos de la crisis y evitar en lo posible su repetición en el futuro. Aunque se ha avanzado mucho

en los últimos años, quedan todavía importantes aspectos por desarrollar y, al mismo tiempo, algunas de las normas no han sido testadas frente a la realidad, todo lo cual implica novedades normativas durante un tiempo.

Ello da lugar a importantes incertidumbres en cuanto a la evolución futura de la regulación, y

muy especialmente de algunos desarrollos reglamentarios en los que puedan existir diferencias de interpretación de algunos parámetros clave, como analizaremos en esta sección. Esa incertidumbre no es buena para la valoración de las entidades financieras, ni mucho menos para su capacidad de atraer nuevos capitales, especialmente en un contexto de negocio fuertemente cuestionado, al convivir escenarios de no crecimiento de negocio con tipos de interés en cero o incluso negativos.

Tipos de interés a cero, y mucho más en negativo, son extraordinariamente dañinos para el negocio bancario, en la medida en que la reprecación a la baja en el interés cobrado de los préstamos no es íntegramente trasladable a la retribución pagada por los pasivos, especialmente en los constituidos por depósitos de familias y empresas, lo cual ejerce una intensa presión a la baja sobre el margen de intermediación.

Esa vulnerabilidad de los bancos –y también de las compañías de seguros– ante tipos de interés en terreno negativo ha sido objeto de debate en las ruedas de prensa del Banco Central Europeo cada vez que en los últimos meses llevaba a cabo descensos adicionales de tipos de interés. La respuesta que el presidente del BCE venía dando a interpelaciones sobre dicha vulnerabilidad era, por un lado que el BCE no tiene como mandato ayudar a los márgenes bancarios, y por otro, que esa vulnerabilidad no es generalizada, y varía de unos países a otros en función del modelo de negocio y de la sensibilidad relativa de activos y pasivos a tipos cero o negativos.

La incertidumbre regulatoria no es buena para la valoración de las entidades financieras, ni mucho menos para su capacidad de atraer nuevos capitales, especialmente en un contexto de negocio de bajo crecimiento y con tipos de interés cero o incluso negativos.

Pues bien, el Fondo Monetario Internacional ha abordado de forma directa esa vulnerabilidad, y en su *Global Financial Stability Report* (GFSR)⁷

lleva a cabo un ejercicio de simulación para saber cuáles son los sistemas bancarios más expuestos a ese escenario de tipos negativos, y qué margen de actuación tendrían de cara a contrastar esos efectos con crecimiento del crédito.

La vulnerabilidad será tanto mayor cuanto más sensible a los tipos de referencia sea la rentabilidad del activo, y cuanto más insensible sea el coste de los pasivos; y desgraciadamente el sistema bancario español sale entre los más perjudicado por ambos lados, al contar con un elevado peso de activos (sobre todo préstamos hipotecarios) con retribución vinculada a los tipos de referencia, y con un elevado peso de depósitos de hogares y empresas, en los que puede resultar extraordinariamente difícil cruzar a la baja la barrera del tipo de interés cero.

Los bancos europeos incluidos en el Eurostoxx han perdido un 17% de su valor desde el inicio de 2016, casi el doble de lo perdido por el agregado del índice (un 9%).

La constatación del entorno de negocio bancario extraordinariamente difícil en toda Europa, que sin duda ha cobrado mucha mayor carta de naturaleza en el arranque del presente año, se pone de manifiesto al analizar el comportamiento bursátil de los bancos, en relación al observado por otros sectores de actividad. El gráfico 3 ilustra cómo los bancos europeos (incluidos en el índice Eurostoxx) han perdido un 17% de su valor desde el inicio de 2016, es decir casi el doble de lo perdido por el agregado del índice (un 9%).

Dicho peor comportamiento diferencial de los bancos europeos respecto a otros sectores es sin duda el reflejo de cómo el negocio bancario se ve mucho más afectado por un contexto económico débil, y escenario de tipos cero, que probablemente es beneficioso para el resto de sectores.

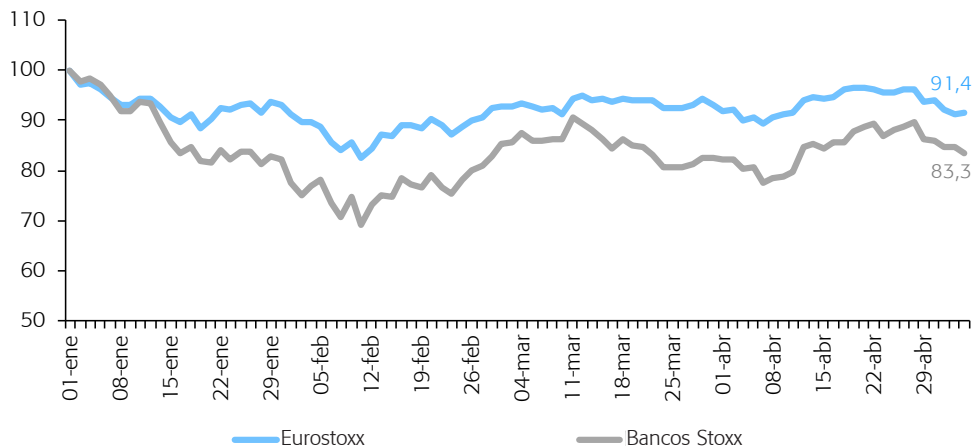
En dicho marco general desfavorable para el negocio bancario, estamos interesados en inferir si

⁷ <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2016/01/pdf/text.pdf>.

Gráfico 3

Valoración relativa - Bancos versus Eurostoxx

(Base 100 = 1/1/2016)



Fuente: Factset, Afi.

la valoración bursátil de los bancos se ve adicionalmente afectada por los cambios en la regulación bancaria, así como la incertidumbre asociada a la misma. Para ello consideramos apropiado diferenciar entre países, con especial énfasis en aquellos que han experimentado –o todavía lo están haciendo– mayores cambios regulatorios y/o incertidumbres asociadas a la implantación de los mismos, fundamentalmente Italia y Alemania por las razones que más adelante explicamos.

Los gráficos 4a, 4b, 4c y 4d muestran el comportamiento diferencial en Bolsa de los bancos versus el respectivo índice general, en los cuatro grandes países de la eurozona, es decir Alemania, Francia, Italia y España. En primer lugar cabe destacar, como patrón general, que en todos ellos el comportamiento diferencial de los bancos es más adverso que el índice general. De hecho, el índice general muestra una evolución muy similar en Alemania, Francia y España (caídas en torno al 7%-9%), y tan solo Italia muestra una evolución general más desfavorable, con descenso del 16%.

La valoración de los bancos, sin embargo, sí que muestra dos perfiles claramente diferentes

en los cuatro grandes países de la eurozona, y en nuestra opinión tiene mucho que ver con los cambios e incertidumbres sobre la regulación bancaria.

La menor pérdida de valor relativa tiene lugar en los bancos españoles, un 14%, seguida muy de cerca por los bancos franceses, que pierden un 17%. No deja de ser paradójico que, siendo el sistema bancario español el más sensible a tipos de interés cero o negativos, como hemos mencionado anteriormente al analizar el informe del

Los bancos españoles se encuentran entre los que han sufrido una menor pérdida de valor (un 14%, frente al 17% de los franceses, el 31% de los alemanes y el 38% de los italianos). Una posible explicación descansaría en que son los que mayor esfuerzo de saneamiento han realizado desde el inicio de la crisis, lo que les deja menos expuestos a cambios regulatorios que impongan medidas adicionales de capitalización.

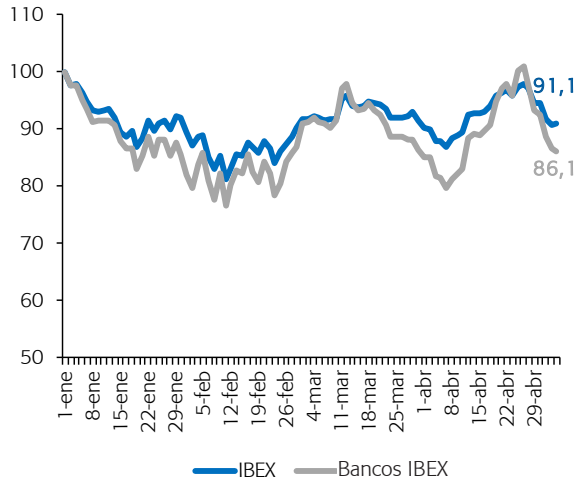
FMI, sea el que menos ha sido castigado por los mercados en cuanto a su valoración rela-

Gráfico 4

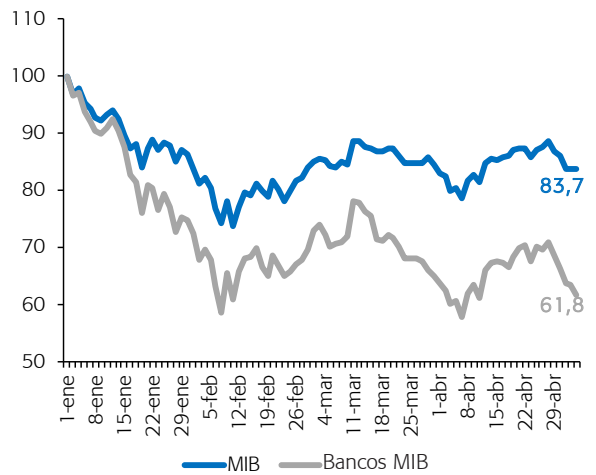
Valoración relativa - Bancos versus índices nacionales

(Base 100 = 1/1/2016)

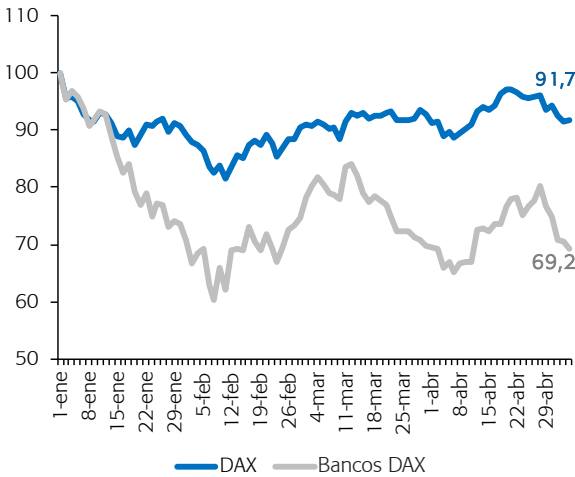
4.a - España



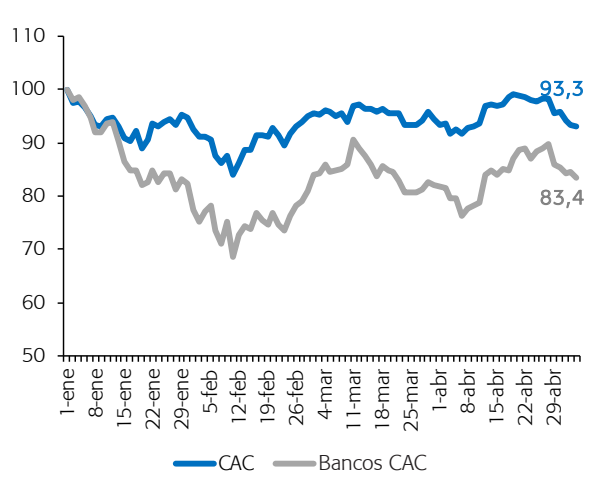
4.b - Italia



4.c - Alemania



4.d - Francia



Fuente: Factset, Afi.

tiva. Una posible explicación a tal paradoja descansaría en que el sistema bancario español es el que más esfuerzo de saneamiento previo ha hecho desde el inicio de la crisis, lo que probablemente le deja actualmente menos expuesto a cambios regulatorios que impongan medidas adicionales de capitalización y/o incertidumbres en cuanto a riesgos a soportar en tales casos por los accionistas y otros inversores en general.

Dejando de lado el caso francés, cuya evolución relativa ha sido muy similar a la española,

cabe destacar el fuerte impacto adverso en la valoración bursátil de los bancos alemanes e italianos, que han perdido un 31% y 38%, respectivamente, desde el inicio del año. En nuestra opinión, ese adverso comportamiento diferencial en esos países está estrechamente relacionado con el impacto de varios cambios regulatorios, con efectos especialmente intensos sobre los bancos de Italia y Alemania, y que arrastran importantes elementos de incertidumbre en cuanto a su efectiva implantación, y por tanto en su efecto potencial sobre los bancos afectados.

Con el inicio de 2016 entraban en vigor una serie de novedades regulatorias que cambian radicalmente las reglas del juego en cuanto a riesgo asumido por los inversores en diferentes instrumentos financieros emitidos por los bancos.

Ese cambio en las “reglas del juego” descansa en dos principios básicos. En primer lugar, que el coste de futuras crisis bancarias sea soportado por los diferentes tipos de inversores en los bancos con problemas, en vez de por los contribuyentes, como ha sido el caso en la reciente crisis. Es decir, pasar de un esquema de *bail-out* a uno de *bail-in* en la resolución de bancos con problemas.

Junto a ello, y desde el principio básico de regulación macroprudencial anteriormente analizado, la imposición de límites a los importes distribuibles por parte de las entidades de crédito (el principio conocido como *Maximum Distributable Amounts*, o MDA), y en particular restricciones al pago de dividendos a las acciones, o de cupones a las obligaciones contingentemente convertibles (los denominados CoCos, que recientemente se han erigido como el principal instrumento de reforzamiento del capital, en la categoría de *Additional Tier 1*).

Pues bien, el inicio del año ha puesto de manifiesto dos casos claramente ilustrativos de los problemas que cambios tan radicales, y sobre todo con incertidumbres en cuanto a su implantación operativa, puede traer consigo: Italia y Alemania son, respectivamente, ejemplos de los efectos colaterales del primero y segundo de los dos principios mencionados (*bail-in* y MDA).

En el caso italiano, la constatación de que su sistema financiero afronta unas elevadas necesidades de saneamiento (sus créditos morosos se elevan a 350.000 millones de euros, frente a los 130.000 en el caso español, siendo los dos sistemas bancarios similares en tamaño), emerge justo cuando entra en vigor el nuevo marco de resolución bancario en Europa, desde el pasado uno de enero. De acuerdo con dicho marco, cualquier tipo de apoyo público al saneamiento bancario en Italia (sea mediante recapitalización, o avales en la

creación de un “banco malo” al que traspasar los activos dudosos) requiere previamente un ejercicio completo de *bail-in* en el que los inversores (en acciones, en primer lugar, pero a continuación en bonos convertibles, y eventualmente en bonos sénior) en los bancos afectados, incurrirían en importantes pérdidas.

El caso de Deutsche Bank constituye un fiel exponente de la exposición a un cambio regulatorio drástico y que incorpora importantes dosis de incertidumbre en su concreción operativa.

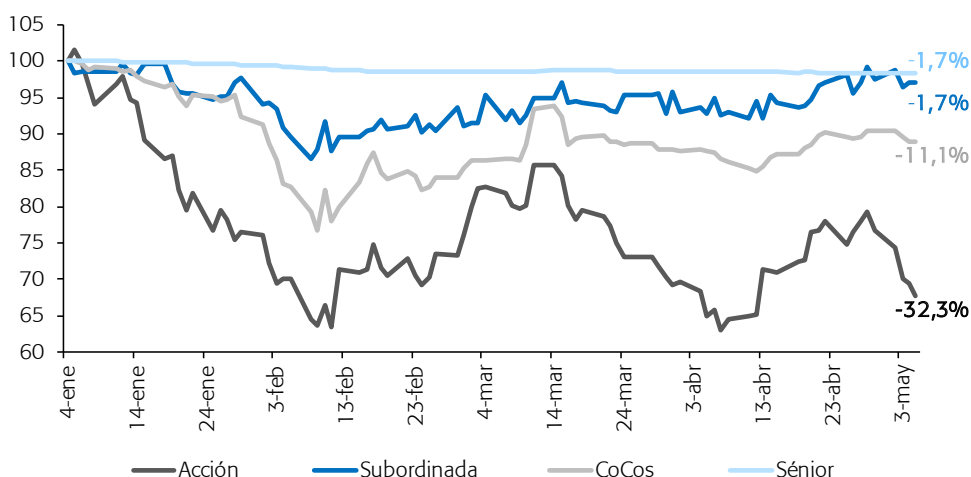
Bajo dicho marco, los intentos del Gobierno de Italia de someterse al procedimiento de “ayudas de Estado”, pasa por un esquema de “mutualización de pérdidas”, en el que los bancos buenos apoyarían a los malos mediante vehículos para capitalizar a estos últimos. En tal caso, las pérdidas a los tenedores de valores bancarios no se circunscribirían a los bancos con problemas sino al conjunto del sistema, de tal manera que los accionistas de los “bancos buenos” pasarían a soportar indirectamente las pérdidas de los malos, para evitar un masivo *bail-in* en valores sénior (bonos, o incluso depósitos) de los bancos más problemáticos. En nuestra opinión, es ese riesgo de generalización de pérdidas en el accionariado de la totalidad de la banca italiana lo que está detrás de las importantes pérdidas de valor registradas en las acciones de todos los bancos cotizados de dicho país.

En el caso alemán, por su parte, los problemas relacionados con la nueva regulación, e incertidumbres sobre la misma, están mucho más acotados al mayor banco de dicho país, Deutsche Bank (DB). Presionado por las crecientes exigencias de capital, sobre todo para cumplir una ratio de apalancamiento en el que dicho banco sistemáticamente ha estado muy por debajo de los estándares internacionales, DB ha sido desde el inicio de la crisis uno de los más activos emisores de instrumentos de capital contingentes (CoCos o AT1), con un importe vivo cercano a 5.000 millones al cierre de 2015. En dicho contexto, DB anun-

Gráfico 5

Deutsche Bank: pérdida de valor de acciones y otros valores

(Base 100 1/1/2016)



Fuente: Factset, Afi.

ciaba en febrero unas elevadas pérdidas (más de 5.000 millones) correspondientes al ejercicio de 2015, motivadas en gran medida por sanciones y provisiones relacionadas con actuaciones poco ortodoxas en mercados mayoristas (manipulación de índices, etc.).

Con independencia del carácter extraordinario de dichas pérdidas, no extrapolable al potencial de negocio futuro de DB, lo cierto es que ponían en tela de juicio la capacidad de dicho banco para hacer frente al pago de cupones sobre sus CoCos, provocando una auténtica estampida en el mercado para dicho instrumentos, que registraba una intensa caída en precio, pero sobre todo un auténtico colapso en su actividad de nuevas emisiones. De hecho, y como muestra el gráfico 5, no solo los mencionados CoCos, sino la totalidad de instrumentos financieros emitidos por DB registraban descensos en su valoración.

El temor a esa generalizada contaminación a instrumentos financieros (CoCos, subordinadas, bonos sénior) hasta ahora considerados seguros llevó a la dirección de DB a tomar decisiones de recompra de dichos instrumentos, con el fin

de frenar el riesgo de contagio. Pero esa recompra implica trasladar un mayor riesgo de absorción de pérdidas a los accionistas, como así lo refleja la evolución de unos y otros tipos de instrumentos financieros. La recuperación registrada en CoCos y subordinadas se ha visto compensada por una recaída en el precio de las acciones, que se dejan más de un 32% en lo que va de año. El elevado peso de DB en el índice bancario alemán, pero también un cierto efecto "barbas del vecino", según el cual otros bancos de dicho país podrían enfrentarse a una situación similar, estaría detrás de ese generalizado descenso en la valoración bursátil de los bancos de dicho país, y sin duda constituye un fiel exponente de la exposición a un cambio regulatorio drástico, y que incorpora importantes dosis de incertidumbre en su concreción operativa, en cuanto a posición relativa a la hora de soportar los riesgos.

Referencias

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (Afi) (2015), *Guía del sistema financiero español*, 7ª edición, dirigida por D. MANZANO y F.J. VALERO, patrocinada por Funcas.