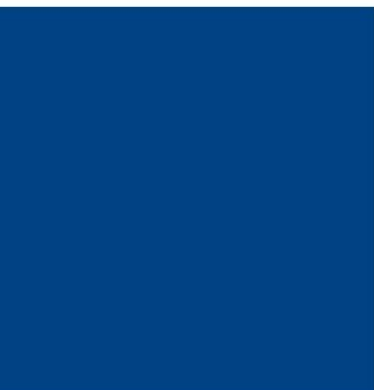


DOCUMENTO DE TRABAJO

El riesgo soberano en la Eurozona y su tratamiento en la regulación bancaria

Santiago Fernández de Lis / Pilar Soler



El riesgo soberano en la Eurozona y su tratamiento en la regulación bancaria

Santiago Fernández de Lis
BBVA Research

Pilar Soler
BBVA Research

Resumen

La crisis ha traído consigo un notable aumento de la deuda pública en los países afectados, especialmente intensa en los países periféricos de la Eurozona. La crisis griega ha alimentado un debate sobre el tratamiento de las tenencias de deuda en la regulación bancaria y su consideración como activo sin riesgo. En este artículo abordamos la dinámica reciente de la deuda pública en España y su vinculación tanto con la especial configuración de la zona euro como con el reciente debate sobre el tratamiento de la deuda soberana en la regulación prudencial. La principal conclusión es que existen fórmulas que permitirían incentivos a la diversificación de las carteras de deuda sin efectos negativos sobre la estabilidad financiera.

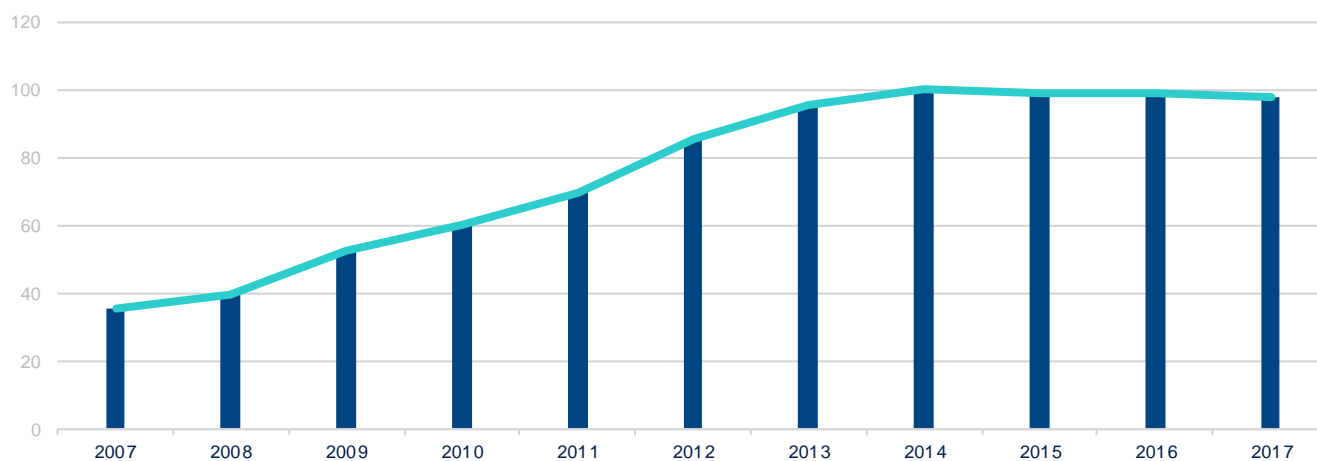
Key words: Crisis financiera, riesgo soberano, Eurozona

1. La dinámica reciente de la deuda pública en España

La dinámica de la deuda pública ha sido uno de los temas más analizados desde que comenzara la crisis financiera en 2007, y sigue siendo aún objeto de debate. En el momento del estallido de la crisis, España partía de una posición relativamente favorable, con niveles de deuda pública del 35% del PIB y un déficit del 3% en el año 2007, que cumplían holgadamente con el pacto de estabilidad y crecimiento de la Unión Europea.

Desde entonces la deuda pública ha experimentado un crecimiento explosivo. Entre 2007 y 2013 el porcentaje de deuda sobre PIB aumentó en más de 60 puntos porcentuales, llegando a su valor máximo en el año 2014 con un 100,4% sobre el PIB. Desde entonces se ha mantenido en niveles cercanos al 100% del PIB, muy por encima de la referencia establecida por la Unión Europea (60%), con el consiguiente riesgo de volver a situarse en el foco de los mercados financieros cada vez que se producen turbulencias en alguno de nuestros países vecinos.

Gráfico 1 Evolución de la deuda pública en España como porcentaje del PIB entre 2007 y 2017



Fuente: BBVA Research basado en datosmacro.com

Las ratios de deuda y déficit público sobre el PIB se usan con frecuencia como indicadores de la sostenibilidad de la deuda. Aunque no son los indicadores más ajustados para medir la fortaleza de las finanzas de un país ni el riesgo soberano, la transparencia y simplicidad de su cálculo los mantiene como indicadores estrella de la robustez fiscal de una jurisdicción y tienen un impacto en parámetros tan importantes como la prima de riesgo.

Según la clásica ecuación de sostenibilidad de la deuda, su tasa de aumento depende de la deuda del periodo anterior (d_{t-1}), la diferencia entre el tipo de interés nominal y el crecimiento nominal del PIB ($i-g$), la propia tasa de crecimiento del PIB (g), el superávit primario (s) y un término que recoge ajustes “one-off” en el stock de deuda, como por ejemplo asunciones de deuda como resultado de crisis bancarias (a).

$$\Delta d_t = \frac{i - g}{1 + g} d_{t-1} - s_t + a_t$$

Con frecuencia se simplifica este análisis utilizando un umbral del ratio de deuda sobre PIB como indicador de sostenibilidad, aunque no existe un valor concreto que pueda servir de alerta temprana. Reinhart y Rogoff (2010) concluyen que el 80% es un indicador razonable (aunque este resultado ha estado sometido a cierta controversia,

al haberse detectado algunos errores en los cálculos en que se basa). En cualquier caso hay que tener en cuenta que este umbral sería diferente para diferentes economías, mayor para economías desarrolladas y menor para países emergentes.

Asimismo, es necesario tener en cuenta que existen determinados factores que inciden sobre los niveles de sostenibilidad de la deuda pública y que no se ven directamente reflejados en los ratios mencionados anteriormente. Este es el caso de los pasivos contingentes, como por ejemplo los relacionados con las obligaciones por pensiones, que no se incluyen en la cifra total de deuda, pero influyen significativamente en su sostenibilidad, sobre todo en el contexto actual de envejecimiento de la población.

La crisis financiera llegó a España algo más tarde que al resto de países, pero puso de manifiesto que la situación estructural de la economía española no era tan buena como parecía, destapando algunos desequilibrios estructurales latentes. La sobre-exposición al sector inmobiliario había inflado la recaudación fiscal en los años de la burbuja, lo que provocó un ajuste al alza del gasto que luego resultó sumamente difícil corregir, especialmente cuando empezaron a funcionar los estabilizadores automáticos, que amplían el déficit en la fase recesiva. Las pronunciadas bajadas en el consumo y actividad lastraron los ingresos, mientras que el aumento del desempleo, los problemas del sector bancario y los propios intereses de la deuda pública (que aumentaron por las subidas en la prima de riesgo) incrementaron los gastos. Como resultado de todo esto la deuda pública aumentó 14 puntos porcentuales en sólo dos años (2008 y 2009).

A los desequilibrios propios de la economía española hubo que sumar el contagio de los problemas en otros países de la periferia, como Grecia, Portugal o Italia. El riesgo de ruptura del euro (el llamado riesgo de redenominación) provocó una gran volatilidad de las primas de riesgo de los países periféricos, especialmente en el período 2010-2012, a medida que se agravaba la crisis griega y se ponía en cuestión la propia pervivencia del euro. Por primera vez un soberano europeo no pudo hacer frente al pago de su deuda emitida en la moneda común. La asunción de pérdidas por parte del sector privado (principalmente bancos) abrió la puerta al debate sobre en qué medida la deuda pública era realmente un activo sin riesgo, y se empezó a cuestionar su tratamiento privilegiado en los requisitos de capital de los bancos. El deterioro paralelo de la sostenibilidad de la deuda y de la solvencia bancaria en numerosos países europeos puso de manifiesto los canales de contagio que existen entre los bancos y el soberano.

El caso griego ilustra sólo una de las dos vías de contagio entre el sector público y el sector bancario, aquella en la que los desequilibrios en las finanzas públicas pueden acabar afectando al sistema bancario. Pero este no es el único canal que existe. El otro lado de la moneda son los problemas en los sistemas financieros que pueden acabar afectando al soberano por medio de rescates, como fue el caso de Irlanda y también, aunque en menor medida, de España, donde la crisis de las cajas de ahorro, en una situación delicada de las finanzas públicas, desencadenó la solicitud de asistencia financiera a nuestros socios europeos.

El riesgo de la deuda pública española, al igual que el del resto de países de la zona euro, se ve afectado también una serie de características especiales de la deuda pública de la eurozona que se abordan en el epígrafe siguiente.

2. Las peculiaridades de la eurozona

La financiación del estado puede materializarse en distintos tipos de pasivos, con implicaciones muy distintas sobre la sostenibilidad de la deuda. A efectos de este análisis la distinción más relevante es entre deuda emitida en moneda nacional o en moneda extranjera (BCE, 2012):

- La emisión en moneda nacional suele hacerse en jurisdicción también nacional. En este caso, el soberano tiene numerosos mecanismos para hacer frente a esta deuda en caso de dificultades: puede establecer impuestos para financiar la deuda; puede reducir su valor real generando inflación (mediante emisión de moneda por el banco central); puede mantener artificialmente bajos los tipos de interés, o establecer controles de capitales que fuerzan a los residentes a comprar activos en moneda nacional. Todos estos mecanismos son conocidos en la literatura como “represión financiera” (Reinhart, 2012). El soberano puede incluso en el límite establecer por ley una quita de la deuda pública emitida en moneda y jurisdicción nacional.
- Alternativamente, el soberano puede emitir en moneda extranjera. Eso es algo que suelen hacer los países con mercados domésticos menos desarrollados y con acceso limitado a los mercados de capitales internacionales, ya que supone renunciar a los privilegios de la emisión en moneda nacional. Suele implicar la emisión en jurisdicción extranjera, típicamente en Estados Unidos o el Reino Unido, y someterse a los tribunales de estos países para resolver cualquier litigio con los tenedores de deuda. En otras palabras: los países se ven abocados a emitir en moneda extranjera si no tienen credibilidad para atraer a los capitales internacionales a su mercado doméstico, lo que en la literatura se denomina “pecado original” (véase Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003)).

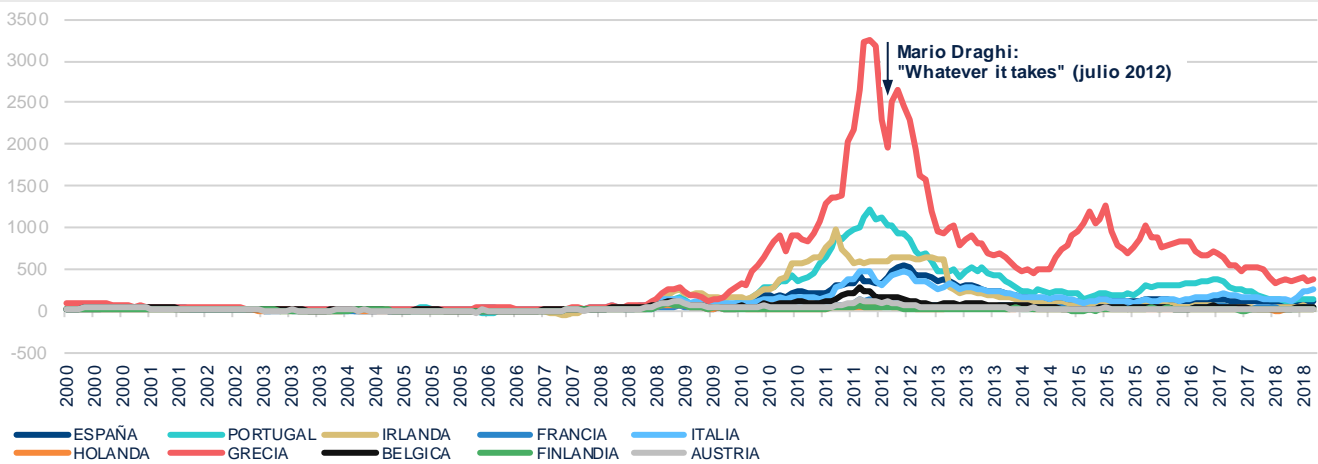
Conviene señalar que existe una categoría de países especialmente privilegiados, porque además de emitir en moneda doméstica, ésta es moneda de reserva internacional, utilizada para las inversiones de reservas de los bancos centrales, emisiones privadas en los mercados financieros internacionales o denominación de los contratos internacionales de materias primas o comercio exterior. Estos países tienen un doble privilegio: a las ventajas del soberano que emite en su moneda añaden las del acceso a inversores internacionales. El dólar tiene un papel central como moneda de reserva, heredado del antiguo sistema de Bretton Woods, pero otras monedas como el yen o la libra también tienen este papel. Por eso la adopción del euro tenía un gran atractivo para los países que no tenían moneda de reserva (todos los de la eurozona excepto Alemania y en menor medida Francia). Al pasar de la peseta al euro, España alcanzó este estatus de moneda de reserva internacional.

Las peculiaridades de la zona euro se derivan de que los países que la integran emiten en moneda de reserva internacional, pero con limitaciones que no tienen otros países con plena soberanía monetaria:

- Por un lado, un banco central común que tiene fuertes limitaciones estatutarias para financiar a los tesoros nacionales, frente a la estrecha conexión entre los bancos centrales y los tesoros de los países con plena soberanía monetaria. Nótese que, aunque los bancos centrales independientes tienen por lo general límites estrictos para financiar a sus tesoros, existen en la práctica numerosos mecanismos por los que ambas instituciones pueden apoyarse mutuamente, como se puso de manifiesto por ejemplo en la crisis de Lehman Brothers en Estados Unidos en 2008.
- También, la llamada regla de *no bail out*, por la que los países del euro no pueden hacerse cargo de las deudas de otros países de la zona.
- Y por último, unas reglas de disciplina fiscal recogidas en el Pacto de estabilidad y crecimiento que, como se ha mencionado anteriormente, limitan el déficit público y el nivel de la deuda en relación al PIB.

A pesar de todas estas limitaciones, en los primeros años del euro los mercados fueron sumamente complacientes y los diferenciales entre los rendimientos de la deuda de los países de la eurozona fueron sorprendentemente bajos, sin reflejar los diferentes fundamentos de los países del euro. Esta situación cambió radicalmente en mayo de 2010, cuando estalló la crisis griega. Los mercados empezaron a plantearse la posibilidad de un impago soberano en la eurozona, y eso afectó a los spreads de los países periféricos, que tenían déficit corrientes cuantiosos, burbujas inmobiliarias o sistemas bancarios vulnerables (o una combinación de todas estas cosas (Fernández de Lis y Ontiveros, 2010)) .

Gráfico 2 Evolución de las primas de riesgo con respecto a Alemania 2000-2018



Fuente: BBVA Research basado en Bloomberg

La crisis griega y su contagio a otros países periféricos reveló que el euro tenía deficiencias de diseño importantes. Para afrontar estos problemas los países del euro han puesto en marcha reformas e instituciones nuevas:

- Se creó el Mecanismo de Estabilización Europeo (MEDE), para proporcionar asistencia financiera a soberanos en dificultades, función que luego se extendió potencialmente a algunas crisis bancarias.
- Se reforzaron los mecanismos de disciplina fiscal y de detección de desequilibrios macroeconómicos (Fiscal Compact, Six Pack...)
- Se puso en marcha la Unión Bancaria, con la creación de un Mecanismo Único de Supervisión (MUS), un Mecanismo Único de Resolución (MUR) y un Fondo Único de Resolución (FUR).
- El BCE también puso en marcha un ambicioso programa para respaldar la deuda soberana y también ajustó las operaciones de política monetaria para habilitar diversos mecanismos de suministro de liquidez excepcionales y así atajar los problemas de liquidez derivados del colapso de los mercados interbancarios.

A pesar de todos estos avances, quedan aún pasos importantes por dar para completar la unión bancaria, el principal de los cuales es la creación de un seguro de depósitos único (EDIS, por sus siglas en inglés), que garantice la armonización de la cobertura de depósitos en la eurozona, y que el riesgo de cada banco depende de su calidad intrínseca, y no del contagio de su soberano. Es preciso también implementar un mecanismo de liquidez en resolución que ligue la provisión de liquidez de emergencia por parte del banco central (ELA, por sus siglas en inglés) con la provisión de liquidez en casos de resolución (Fernández de Lis y García, 2018).

En última instancia, se ha puesto de manifiesto que la unión monetaria no es posible sin ciertos elementos de unión fiscal, y que ésta exige mecanismos de disciplina fiscal nacional mucho más sólidos, que requieren cesiones de soberanía importantes.

Hoy por hoy estamos en un terreno ambiguo, con una unión monetaria incompleta, en la que los países de la eurozona, cuando emiten en euros, lo hacen en una moneda que no tiene exactamente las características habituales de la emisión en moneda nacional, pero tampoco las de una moneda extranjera. Todo ello afecta a los canales de contagio entre las crisis bancarias y soberanas, así como al debate sobre el tratamiento prudencial del riesgo soberano, cuestiones que se abordan en los epígrafes siguientes.

3. La relación entre riesgo soberano y riesgo bancario

Los bancos han sido tradicionalmente grandes inversores en deuda pública. En el año 2017, el sector financiero mantenía en su balance aproximadamente un tercio de la deuda pública española, la mayor parte en manos de los bancos. Las conexiones que son fuente del contagio entre bancos y soberanos son de doble sentido:

- Por un lado, desde el punto de vista de los bancos, la deuda pública es un activo fundamental dentro de su gestión de riesgos, principalmente por su consideración de activo sin riesgo. Además, los bancos necesitan mantener carteras de deuda pública para cumplir con requerimientos regulatorios (principalmente de liquidez). También son el principal activo admitido como colateral o garantía en las operaciones de política monetaria con los bancos centrales. Los bancos son también actores clave en los mercados primarios y secundarios de deuda pública. Son los principales agentes financieros a través de los cuales se colocan los instrumentos de deuda pública y una parte fundamental del mercado, cuya liquidez garantizan como creadores de mercado
- Por otro lado, el gobierno ha proporcionado tradicionalmente una garantía implícita a los depósitos bancarios. El sistema de reservas fraccionarias de los bancos, con activos de valor volátil y escasa liquidez y pasivos de valor nominal fijo, ha hecho a los bancos vulnerables ante pérdidas de confianza. Ante una corrida bancaria, los bancos centrales pueden reaccionar proporcionando liquidez de emergencia (préstamo de última instancia), pero si el problema persiste puede ser necesario que se active la garantía de los depósitos bancarios. Aunque los seguros de depósitos suelen estar dotados por la industria, las cantidades necesarias para asegurar la confianza del público hacen que en la práctica precisen de una garantía gubernamental, implícita o explícita, para ser creíbles, sin perjuicio de que el Tesoro recupere posteriormente estos fondos a través de contribuciones de los bancos.

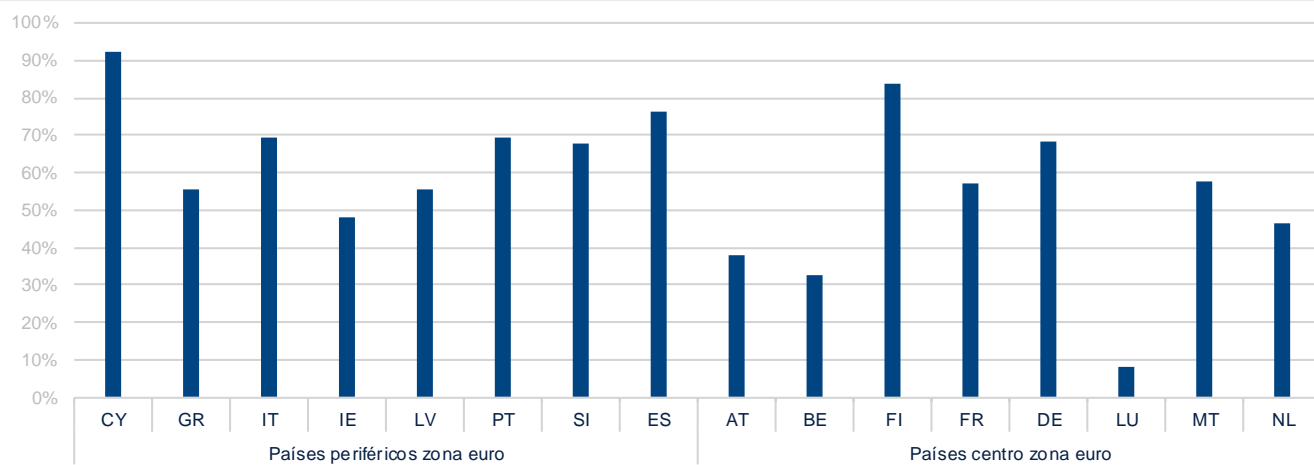
El que predomine una u otra fuente de contagio depende del tipo de crisis. Por ejemplo, en la eurozona se suele citar el caso de Grecia como una crisis con origen en un problema fiscal que terminó afectando a los bancos; por el contrario, en el caso de Irlanda fue la vulnerabilidad de los bancos la que terminó provocando problemas de sostenibilidad de la deuda pública. Una vez que se pone en marcha este tipo de bucle la realimentación es mutua, dentro de un círculo vicioso.

Se ha discutido mucho el tipo de medidas necesarias para atajar este círculo, algo que depende obviamente de dónde venga la fuente de contagio fundamental. Si el problema de origen es bancario es preciso diseñar mecanismos que hagan que las crisis bancarias no recaigan sobre los gobiernos y en última instancia los contribuyentes. Por eso una de las líneas de reforma principales tras la crisis ha sido la resolución de bancos: cómo conseguir que las pérdidas de una crisis bancaria se absorban por parte de los acreedores, sin necesidad de dinero público. La idea es que, además de los accionistas, los tenedores de bonos puedan absorber las pérdidas que les correspondan, a través del llamado “bail-in”, protegiendo al mismo tiempo a los depositantes, sobre los que gira el sistema de pagos minorista.

Si se piensa, por el contrario, que la línea de contagio básica va del soberano a los bancos, entonces se plantean otras medidas, como evitar una concentración excesiva de deuda doméstica en los balances de los bancos, o eliminar el peso cero de la deuda en los requisitos de capital. En efecto, tradicionalmente se ha ligado el hecho de que los bancos sean importantes tenedores de deuda pública con su especial tratamiento regulatorio, que reconoce su condición de activo sin riesgo, lo que se traduce en un peso cero de la deuda en moneda doméstica en los requisitos de capital.

Concretamente, se ha ligado este tratamiento con el llamado “sesgo doméstico”, según el cual los bancos tienden a mantener en su balance una proporción exagerada de deuda nacional en comparación con la de otros países, lo que se ha atribuido al privilegiado tratamiento regulatorio de la deuda doméstica en los requisitos de capital. En el caso de los países del euro, este sesgo resulta especialmente llamativo, ya que, a diferencia de otros países que no forman parte de una unión monetaria, en su caso es posible diversificar las carteras dentro de la moneda propia y el tratamiento regulatorio es homogéneo para todos los países de la unión monetaria.

Gráfico 3 Sesgo nacional en las tenencias de deuda soberana de la zona euro



Fuente: BBVA Research basado en ejercicio de transparencia de la EBA 2017

Sin embargo, este sesgo doméstico tiene implicaciones que pueden ser estabilizadoras. Uno de los problemas detectados en la reciente fase expansiva y posterior crisis es que la disciplina de mercado tiende a ser excesivamente procíclica, agudizando las burbujas en las fases de auge y profundizando la caída en la fase recesiva. El peso cero de la deuda pública en los requisitos de capital hace que existan compradores en el momento adverso del ciclo, suavizando las fluctuaciones.

En definitiva, si bien la crisis griega ha dado argumentos poderosos a los defensores de revisar el tratamiento prudencial de la deuda pública, antes de dar ese paso es preciso analizar detenidamente las causas del contagio entre bancos y soberanos y estudiar los efectos de algunas de las medidas propuestas, cuestión que se aborda en el epígrafe siguiente.

4. El debate sobre el tratamiento prudencial de la deuda pública

Como se ha señalado más arriba, la crisis griega puso sobre la mesa el debate sobre el especial tratamiento que recibe la deuda pública dentro de la regulación bancaria. Este tratamiento privilegiado se basa en la idea de que la deuda pública emitida en moneda nacional es un activo libre de riesgo, algo que quedó en entredicho en el episodio griego. Específicamente, la asunción de pérdidas por parte del sector privado (principalmente por bancos, que perdieron cerca del 50% de su inversión en bonos griegos) abrió el debate sobre si estos activos están adecuadamente reconocidos en la regulación.

Actualmente la normativa bancaria reconoce estos activos como libres de riesgo y por lo tanto les otorga un tratamiento preferente en diversas áreas de la regulación:

- Por un lado, en términos de riesgo de crédito, los títulos de deuda pública denominados en moneda doméstica tienen garantizada una ponderación del 0% en los requisitos de capital, en la gran mayoría de los casos, reflejando su consideración como activos libres de riesgo.
- En términos de liquidez, estos activos son considerados como unos de los más líquidos del mercado y por lo tanto, son una parte fundamental del ratio de liquidez a corto plazo.
- Por otro lado, las tenencias de bonos soberanos no se encuentran afectadas por el límite a los grandes riesgos que afecta al resto de exposiciones y que obliga a mantenerlas limitadas a un determinado porcentaje del capital.
- Por último, también reciben una consideración especial dentro de las operaciones de política monetaria del banco central, siendo los activos que reciben una menor penalización o recorte cuando se aportan como garantía.

Pero, como se señaló anteriormente, este tratamiento beneficioso está reservado para la deuda emitida en moneda doméstica. La deuda emitida en moneda distinta a la nacional recibe un tratamiento diferente, con un reconocimiento del riesgo de crédito de acuerdo al rating del soberano emisor, que también determinará su condición como activos líquidos de mayor o menor calidad. Estos bonos en moneda extranjera sí están sometidos al límite a los grandes riesgos y afrontan mayores recortes para poder ser utilizados como garantía en operaciones de política monetaria.

Ahora bien, el tratamiento del soberano no es un tema exclusivamente europeo, sino global. Parece razonable que, al tratarse de un aspecto central de los estándares internacionales de regulación bancaria, sean el Financial Stability Board (FSB) y el Comité de Basilea los órganos encargados de revisar su tratamiento. Sin embargo, la crisis soberana de la zona euro y la especial configuración de la arquitectura europea han puesto un especial foco en la eurozona, debido a la ambigüedad sobre la consideración de la deuda emitida en euros como moneda nacional o moneda extranjera, como se ha comentado en el epígrafe anterior.

Así, aunque el debate siempre ha estado en los dos ámbitos (el global y el europeo), el Comité de Basilea creó un primer grupo de trabajo que ha venido estudiando el tema durante 3 años, sin que se llegara a un acuerdo, dado lo discordante de las opiniones de los diferentes miembros. Esta falta de acuerdo es un claro síntoma de la complejidad del debate y subraya las dudas que mantienen la mayoría de los países miembros del Comité sobre la verdadera necesidad de acometer un cambio de esta naturaleza.

En paralelo se ha desarrollado un debate en la eurozona, donde se han apuntado una serie de líneas de trabajo para reformar el régimen de la deuda soberana. Las principales medidas que se están barajando para plantear este posible cambio incluyen:

- Un cambio en las ponderaciones por riesgo de la deuda soberana, ligándolas por ejemplo al rating externo del soberano, o a algunos indicadores objetivos de sostenibilidad de la deuda.
- La aplicación de un límite a los grandes riesgos, o de incentivos a la diversificación de las carteras de deuda denominada en euros en el balance de los bancos.
- Una opción híbrida, que incluya un límite por encima del cual la deuda soberana puede llevar aparejada una pequeña ponderación de riesgo, para así incentivar una diversificación en las carteras de las entidades.

Sin embargo, no existe ninguna opción predominante o que cuente con un claro apoyo, dado que todas ellas podrían causar importantes perturbaciones tanto en el sistema bancario como, en última instancia, para la estabilidad financiera.

La pérdida de la consideración de la deuda pública como activo libre de riesgo plantea la pregunta de si podemos vivir en mundo sin activos libres de riesgo. Estos activos tienen multitud de usos en los mercados financieros. Son una fuente segura de depósito de valor, se utilizan como colateral en mercados de repo y derivados y son utilizados como referencia en la fijación de precios en los mercados financieros. Son también un elemento clave en el cumplimiento de requerimientos regulatorios, como por ejemplo los requisitos de liquidez. De hecho, algunas de las medidas propuestas son inconsistentes con el marco regulatorio actual, que obliga a mantener una elevada proporción del ratio de liquidez a corto plazo en esta clase de activos.

También se han estudiado los posibles efectos sobre la estabilidad financiera de la imposición de límite a los grandes riesgos sobre esta clase de activos -- véanse por ejemplo los informes de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB (2015)) y del Mecanismo Europeo de Estabilización (ESM (2016)). Este límite obligaría a vender la proporción de deuda pública que superara un determinado umbral de los recursos propios del banco. Aun sin conocer exactamente cuál podría ser la calibración de ese umbral, esta medida ha desatado preocupación, ya que podría implicar la venta de importantes cantidades de bonos soberanos, con la consiguiente presión a la baja de su precio y ampliación de los diferenciales de rendimiento.

La eliminación del peso cero de la deuda en los requisitos prudenciales puede tener, por otro lado, efectos muy desestabilizadores sobre terceros países. Los bancos europeos son matrices de filiales importantes en países emergentes. La aplicación de una medida de este tipo se haría sobre los balances consolidados, lo que implicaría que estos bancos dejarían de poder computar con peso cero las tenencias de deuda de sus filiales denominada en moneda nacional, financiadas también normalmente con depósitos en moneda nacional. Esta extraterritorialidad, que carece de sentido y que no desean ni los más acérrimos defensores de esta medida, pone de manifiesto las grandes dificultades prácticas de los enfoques más simplistas.

La eliminación del sesgo doméstico, aunque podría tener algunos efectos positivos, podría resultar procíclica. Pero existen soluciones que pueden fomentar una mayor diversificación en las carteras soberanas de los bancos sin provocar problemas de estabilidad financiera, introduciendo por ejemplo incentivos en la regulación prudencial que premien esta diversificación. Dentro de esta línea existen algunas propuestas, como la de Veron (2017), que propone introducir recargos de capital por concentraciones excesivas en el soberano doméstico. Con esta clase de medidas híbridas (entre límite a los grandes riesgos y medidas de capital), y siempre dependiendo de su calibración, se pueden introducir incentivos a la diversificación limitando su impacto desestabilizador.

Otras propuestas apuntan a la creación de un genuino activo sin riesgo europeo. En los últimos meses se ha venido desarrollando una idea para generar un activo de bajo riesgo en euros mediante una titulización de un conjunto de bonos soberanos de toda la zona euro (véase Brunnermeier et. Al (2016) y Comisión Europea (2018)). Estos activos, que se conocen como Sovereign Bond Backed Securities (SBBS) incorporarían una pequeña parte del riesgo de cada uno de los estados participantes. Además, al ser una titulización, el riesgo de crédito se divide en varios tramos. De esta manera se consigue bajo riesgo sin necesidad de mutualizar los riesgos entre Estados Miembros.

El desarrollo de estos activos podría suponer la creación de un activo de bajo riesgo denominado en euros para toda la Unión Europea, reduciendo la excesiva dependencia de los bonos con mayor calidad crediticia, como los alemanes, que está detrás de algunos de los problemas de fragmentación financiera de la eurozona. Asimismo, también podría fomentar la diversificación en las carteras de deuda soberana de los bancos. Sin embargo, no existe un claro apoyo político para impulsar la creación de esta nueva clase de activos y por ahora parece que la propuesta tiene escaso recorrido legislativo.

5. Conclusiones

La crisis ha traído consigo un aumento muy significativo de la deuda pública en un buen número de países desarrollados, generando preocupación sobre sus sostenibilidad, especialmente en un contexto de envejecimiento de la población y perspectivas de desequilibrio financiero en el ámbito de las pensiones.

Esta preocupación ha sido especialmente aguda en la Eurozona, donde la crisis griega ha puesto de relieve la ambigüedad sobre en qué medida el euro es, para los países que la integran, una moneda doméstica o extranjera.

La realimentación entre riesgo soberano y riesgo bancario ha sido una de las características más preocupantes de la crisis. Este contagio tiene un origen diferente según las crisis (en algunos casos en el soberano, en otros en los bancos), aunque una vez que se desencadenan los procesos de realimentación funcionan de manera circular.

Según donde esté el origen los remedios pueden ser diferentes:

- Allí donde el problema tiene su origen en el sistema bancario es clave cortar la expectativa de rescate público de las entidades. De ahí el énfasis que la reforma regulatoria ha puesto en el ámbito de la resolución bancaria.
- Allí donde el problema tiene su origen en el riesgo soberano deben estudiarse detenidamente las opciones, de manera que no se creen problemas de estabilidad financiera más graves que los se pretenden resolver. El debate sobre el tratamiento prudencial de la deuda pública ha puesto de manifiesto que debe huirse de opciones simplistas.

En Europa este debate se ha planteado con especial intensidad, por los efectos traumáticos de la crisis griega y por la particular configuración institucional del área del euro. Existen soluciones que permitirían una diversificación de riesgos saludable y coherente con el avance hacia la unión bancaria, sin incurrir en medidas desestabilizadoras y costosas para la estabilidad financiera y la fragmentación de la eurozona.

Bibliografía

- BCE (2012)**. Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro, Boletín mensual, abril 2012.
- Bunnermeier et al (2016)**. ESBies: Safety in the tranches. European Systemic Risk Board Working Paper No. 21.
- European Stability Mechanism - ESM (2016)**. Tackling sovereign risk in European Banks. Discussion paper series, March 2016.
- European Systemic Risk Board - ESRB (2015)**. Report on the regulatory treatment of sovereign exposures.
- European Commission (2018)**. Proposal for a regulation on sovereign-bond backed securities.
- Fernández de Lis y García (2018)**. Funding before and in resolution: A proposal for a funding in resolution mechanism, BBVA Research.
- Fernández de Lis y Ontiveros (2010)**. La crisis del euro, Memorando Opex Nº 139/2010, Fundación Alternativas.
- Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003)**. "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters". NBER Working Paper No. 10036.
- Reinhart y Rogoff (2010)**. Growth in the time of debt. NBER Working Paper No. 15639
- Reinhart (2012)**. The return of financial repression. CEPR Discussion Paper No. DP8947
- Veron, N. (2017)**. Sovereign concentration charges: A new regime for bank's sovereign exposures. European Parliament Study (PE 602.111), November 2017.

Documentos de trabajo

2018

18/16 **Santiago Fernández de Lis y Pilar Soler:** El riesgo soberano en la Eurozona y su tratamiento en la regulación bancaria.

18/15 **Alfonso Arellano, Olga Gouveia, Sebastián Nieto-Parra, Jose René Orozco and Rebeca Peers:** Policy priorities to promote financial development in the context of the Middle-Income Trap: The cases of Argentina, Colombia, Mexico and Peru.

18/14 **Ángel de la Fuente:** Series largas de algunos agregados económicos y demográficos regionales: Actualización de RegData hasta 2017.

18/13 **Noelia Cámara, Enestor Dos Santos, Francisco Grippa, Javier Sebastian, Fernando Soto and Cristina Varela:** Central bank digital currencies: An assessment of their adoption in Latin America

18/12 **Ángel de la Fuente:** La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 2002-2016.

18/11 **Ángel de la Fuente:** La liquidación de 2016 del sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común.

18/10 **Ángel de la Fuente:** Gasto educativo por regiones y niveles en 2015 y su evolución desde 2000.

18/09 **Luis Díez-Catalán:** The Labor Share in the Service Economy.

18/08 **J.E. Boscá, R. Doménech, J. Ferri, R. Méndez and J.F. Rubio-Ramírez:** Financial and Fiscal Shocks in the Great Recession and Recovery of the Spanish Economy.

18/07 **Kan Chen and Nathaniel Karp:** Natural interest rates in the U.S., Canada and Mexico

18/06 **Angel de la Fuente:** Las finanzas autonómicas en 2017 y entre 2003 y 2017.

18/05 **Noelia Cámara, Enestor Dos Santos, Francisco Grippa, Javier Sebastian, Fernando Soto y Cristina Varela:** Monedas digitales emitidas por bancos centrales: Una valoración de su adopción en América Latina.

18/04 **Angel de la Fuente y Rafael Doménech:** El nivel educativo de la población en España y sus regiones: actualización hasta 2016.

18/03 **Diego Bodas, Juan R. García López, Juan Murillo Arias, Matías Pacce, Tomasa Rodrigo López, Pep Ruiz de Aguirre, Camilo Ulloa, Juan de Dios Romero Palop and Heribert Valero Lapaz:** Measuring Retail Trade Using Card Transactional Data.

18/02 **Máximo Camacho and Fernando Soto:** Consumer confidence's boom and bust in Latin America.

18/01 **Ana I. Segovia Domingo and Álvaro Martín Enríquez:** Digital Identity: the current state of affairs.

2017

17/24 **Joaquín Iglesias, Álvaro Ortiz and Tomasa Rodrigo:** How Do the Emerging Markets Central Bank Talk? A Big Data Approach to the Central Bank of Turkey.

17/23 **Ángel de la Fuente:** Series largas de algunos agregados económicos y demográficos regionales: Actualización de RegData hasta 2016.

17/22 **Ángel de la Fuente:** Series enlazadas de algunos agregados económicos regionales, 1955-2014. Parte II: Otras variables de empleo, rentas del trabajo y paro.

17/21 **Ángel de la Fuente:** La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 2002-2015.

17/20 **Maximo Camacho, Matias Pacce and Camilo Ulloa:** Business cycle phases in Spain.

17/19 **Ángel de la Fuente:** La liquidación de 2015 del sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común.

17/18 **Víctor Adame y David Tuesta:** The labyrinth of the informal economy: measurement strategies and impacts.

17/17 **Víctor Adame y David Tuesta:** El laberinto de la economía informal: estrategias de medición e impactos.

17/16 **Liliana Rojas-Suárez y Lucía Pacheco:** Índice de prácticas regulatorias para la inclusión financiera en Latinoamérica: Facilitadores, Promotores y Obstaculizadores.

17/15 **Liliana Rojas-Suárez y Lucía Pacheco:** An Index of Regulatory Practices for Financial Inclusion in Latin America: Enablers, Promoters and Preventers.

17/14 **Ángel de la Fuente:** Las finanzas autonómicas en 2016 y entre 2003 y 2016.

17/13 **Carlos Casanova, Joaquín Iglesias, Álvaro Ortiz, Tomasa Rodrigo y Le Xia:** Tracking Chinese Vulnerability in Real Time Using Big Data.

17/12 **José E. Boscá, Rafael Doménech, Javier Ferri y José R. García:** Los Desplazamientos de la Curva de Beveridge en España y sus Efectos Macroeconómicos.

17/11 **Rafael Doménech y José Manuel González-Páramo:** Budgetary stability and structural reforms in Spain: lessons from the recession and options for the future.

17/10 **Ángel de la Fuente:** Series enlazadas de algunos agregados económicos regionales, 1955-2014. Parte I: Metodología, VAB, PIB y puestos de trabajo.

17/09 **José Félix Izquierdo:** Modelos para los flujos de nuevo crédito en España.

17/08 **José María Álvarez, Cristina Deblas, José Félix Izquierdo, Ana Rubio y Jaime Zurita:** The impact of European banking consolidation on credit prices.

17/07 **Víctor Adame García, Javier Alonso Meseguer, Luisa Pérez Ortiz, David Tuesta:** Infrastructure and economic growth from a meta-analysis approach: do all roads lead to Rome?

17/06 **Víctor Adame García, Javier Alonso Meseguer, Luisa Pérez Ortiz, David Tuesta:** Infraestructuras y crecimiento: un ejercicio de meta-análisis.

17/05 **Olga Cerqueira Gouveia, Enestor Dos Santos, Santiago Fernández de Lis, Alejandro Neut y Javier Sebastián:** Monedas digitales emitidas por los bancos centrales: adopción y repercusiones.

17/04 **Olga Cerqueira Gouveia, Enestor Dos Santos, Santiago Fernández de Lis, Alejandro Neut and Javier Sebastián:** Central Bank Digital Currencies: assessing implementation possibilities and impacts.

17/03 **Juan Antolín Díaz and Juan F. Rubio-Ramírez:** Narrative Sign Restrictions for SVARs.

17/02 **Luis Fernández Lafuerza and Gonzalo de Cadenas:** The Network View: applications to international trade and bank exposures.

17/01 **José Félix Izquierdo, Santiago Muñoz, Ana Rubio and Camilo Ulloa:** Impact of capital regulation on SMEs credit.

2016

16/21 **Javier Sebastián Cermeño:** Blockchain in financial services: Regulatory landscape and future challenges for its commercial application

16/20 **Máximo Camacho and Matías Pacce:** Forecasting travelers in Spain with Google queries.

16/19 **Javier Alonso, Alfonso Arellano, David Tuesta:** Factors that impact on pension fund investments in infrastructure under the current global financial regulation.

16/18 **Ángel de la Fuente:** La financiación regional en Alemania y en España: una perspectiva comparada.

16/17 **R. Doménech, J.R. García and C. Ulloa:**The Effects of Wage Flexibility on Activity and Employment in the Spanish Economy.

16/16 **Ángel de la Fuente:** La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 2002-2014.

16/15 **Ángel de la Fuente:** La liquidación de 2014 del sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: Adenda.

16/14 **Alicia García-Herrero, Eric Girardin and Hermann González:** Analyzing the impact of monetary policy on financial markets in Chile.

16/13 **Ángel de la Fuente:** La liquidación de 2014 del sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común.

16/12 **Kan Chen, Mario Crucini:** Trends and Cycles in Small Open Economies: Making The Case For A General Equilibrium Approach.

16/11 **José Félix Izquierdo de la Cruz:** Determinantes de los tipos de interés de las carteras de crédito en la Eurozona.

16/10 **Alfonso Ugarte Ruiz:** Long run and short run components in explanatory variables and differences in Panel Data estimators.

16/09 **Carlos Casanova, Alicia García-Herrero:** Africa's rising commodity export dependency on China.

16/08 **Ángel de la Fuente:** Las finanzas autonómicas en 2015 y entre 2003 y 2015.

16/07 **Ángel de la Fuente**: Series largas de algunos agregados demográficos regionales, 1950-2015.

16/06 **Ángel de la Fuente**: Series enlazadas de Contabilidad Regional para España, 1980-2014.

16/05 **Rafael Doménech, Juan Ramón García, Camilo Ulloa**: Los efectos de la flexibilidad salarial sobre el crecimiento y el empleo.

16/04 **Angel de la Fuente, Michael Thöne, Christian Kastrop**: Regional Financing in Germany and Spain: Comparative Reform Perspectives.

16/03 **Antonio Cortina, Santiago Fernández de Lis**: El modelo de negocio de los bancos españoles en América Latina.

16/02 **Javier Andrés, Ángel de la Fuente, Rafael Doménech**: Notas para una política fiscal en la salida de la crisis.

16/01 **Ángel de la Fuente**: Series enlazadas de PIB y otros agregados de Contabilidad Nacional para España, 1955-2014.

Haga clic para acceder a los documentos de trabajo publicados en

[Español e Inglés](#)

El análisis, las opiniones y las conclusiones incluidos en el presente documento son propiedad exclusiva del autor del informe y no son necesariamente propiedad de Grupo BBVA.

Las publicaciones de BBVA Research se pueden consultar en la siguiente página web: <http://www.bbvaresearch.com>

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España).
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

