

Deuda soberana: ¿activo libre de riesgo?

María Abascal / Santiago Fernández de Lis

Diario Cinco Días (España)

En los últimos tiempos se han elevado diversas voces a favor de eliminar el peso cero de la deuda soberana en el consumo de capital de los bancos, con el principal argumento de que este tratamiento genera contagio del riesgo soberano al riesgo bancario, y es una causa de la peligrosa circularidad que hemos observado en la crisis reciente. Es indudable que esta circularidad es un problema grave que es prioritario atajar. También lo es que la actual reforma financiera internacional ha puesto en marcha diversas políticas con ese objetivo, incluyendo el nuevo marco de capital y, sobre todo, el reforzamiento de los mecanismos de resolución bancaria.

Ahora bien, el peso cero de la deuda soberana no es la principal fuente de circularidad entre el riesgo bancario y soberano. Los rescates bancarios masivos (el llamado bail out) han sido mucho más importantes; de ahí que la reforma emprendida por el Consejo de Estabilidad Financiera haya considerado prioritario poner fin a esta “garantía implícita” de los bancos por parte del Estado, asegurando que las pérdidas las asumirán los acreedores en lugar de los contribuyentes.

Es cierto, en todo caso, que la crisis soberana de Grecia ha puesto de manifiesto ciertas incongruencias en el tratamiento regulatorio de la deuda soberana. No obstante, conviene recordar la racionalidad de ese especial tratamiento: el activo sin riesgo es una piedra angular del funcionamiento de los mercados financieros, sobre la cual descansan los modelos de determinación del precio de los activos financieros y cuya eliminación tendría implicaciones de alcance profundo que hay que analizar detenidamente.

Es clave la distinción entre deuda en moneda nacional y en moneda extranjera: mientras ésta está sometida a un tratamiento regulatorio acorde con su calidad crediticia, aquélla goza del tratamiento privilegiado de activo sin riesgo por la capacidad del soberano de reestructurar su deuda por ley, o imponer pérdidas a los acreedores por otras vías, como la inflación, los controles de capitales o los tipos de interés artificialmente bajos. En ese sentido, la reestructuración de la deuda no es más que un mecanismo más de “represión financiera”, de manera que su tratamiento regulatorio no debería considerarse aisladamente.

La singularidad de la Eurozona en este debate es que los países que la integran emiten deuda en moneda nacional (que además es moneda de reserva internacional), pero sin que haya un banco central nacional que la respalde, de manera que su deuda comparte características de moneda nacional y extranjera. De ahí que el debate se haya centrado en la Eurozona, aunque el problema sea de mucho más alcance.

Las quiebras soberanas son eventos de baja frecuencia, que ocurren muy ocasionalmente. De hecho, la reestructuración de la deuda griega es la única en un país de la OCDE desde la II Guerra Mundial. Por eso son eventos muy difíciles de modelizar.

Parte de esa complejidad tiene que ver con que la diferencia entre capacidad de pago y voluntad de pago es muy tenue para los emisores soberanos. Piénsese en las propuestas de declaración de la deuda externa como odiosa en función de criterios básicamente políticos.

El Fondo Monetario Internacional lleva años trabajando en el llamado “análisis de sostenibilidad de la deuda

pública”, sin que haya alcanzado conclusiones muy firmes. Por ello, cualquier alternativa al peso cero de los requisitos de capital debe huir de planteamientos simplistas. Adicionalmente, la eliminación del peso cero tendría numerosos efectos indeseados. Resultaría incongruente con otras reformas de la regulación financiera internacional adoptadas en los últimos años, como los requisitos de liquidez, en los que la deuda pública desempeña un papel clave como activo líquido de la más alta calidad. El cambio chocaría con el uso de la deuda como principal colateral en las operaciones de política monetaria, problema que se vería exacerbado si la revisión se extiende a las posiciones de las instituciones financieras frente a los bancos centrales. Además, diluiría el efecto anticíclico que tiene el comportamiento de las tenencias de deuda pública de los bancos, menoscabando el efecto de disciplina de estas sobre las políticas fiscales. En efecto, en la fase alcista, los bancos encuentran mayores oportunidades de inversión en el crédito privado y disminuyen sus tenencias de deuda pública. Asimismo, en situación de desaceleración y tensión financiera la deuda pública constituye un papel de alta calidad justo cuando la política fiscal tiende a ser expansiva.

Finalmente, en la Eurozona una propuesta de este tipo realimentaría la fragmentación de los mercados financieros que tanto ha costado revertir, y que llegó a poner en peligro la propia pervivencia del euro.

Por todos los motivos expuestos, cualquier propuesta de revisión del peso cero de la deuda soberana debe ser cautelosa. Evitar la excesiva concentración del riesgo de los bancos en el soberano nacional es un objetivo razonable, que puede alcanzarse mediante la supervisión y con adecuados incentivos a la diversificación, en especial en la Eurozona, donde existen deudas con distinto perfil de riesgo pero todas las cuales pueden usarse para operaciones de política monetaria. Pero eliminar el peso cero de la deuda pública en los requisitos de capital requiere un estudio detenido, con un enfoque amplio, que tenga en cuenta todos los mecanismos de represión financiera. Este ejercicio debe hacerse a nivel global, y no solo europeo, y en foros que miren más allá del riesgo de crédito y tengan en cuenta las implicaciones para la estabilidad financiera internacional, como el Consejo de Estabilidad Financiera.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.