

## Nexo “bancos-deuda soberana” en España (I): la perspectiva del “soberano”

Ángel Berges y Víctor Echevarría\*

**El nexo entre los riesgos bancarios y soberanos, que actuó como mecanismo amplificador de la crisis de deuda soberana entre 2010 y 2012, ha vuelto a primer plano de la actualidad en los últimos meses con los problemas de la deuda italiana y su contaminación a los bancos de dicho país, pero también en el marco de las necesarias reformas sobre la eurozona. Es en dicho contexto en el que analizamos ese nexo entre riesgos bancarios y soberanos, con especial énfasis en el caso español. Dada la doble dimensión de ese nexo –deuda soberana y bancos– y la profundidad del análisis, que requiere más espacio que el habitualmente disponible en un solo artículo, hemos dividido el mismo en dos artículos, respectivamente desde las dos perspectivas mencionadas. El presente analiza la perspectiva de la deuda pública, y otro a publicar en el próximo número, desde la perspectiva de los bancos.**

La preocupación por la retroalimentación entre riesgos bancarios y soberanos ha estado presente desde el inicio de la crisis, y de hecho se intensificó en los primeros años de la misma, al hilo del aumento de las tenencias de deuda pública por parte de las entidades de crédito, especialmente en los países más sometidos a estrés, entre ellos España. El debate se centraba en el tratamiento regulatorio de dichas tenencias de deuda pública y, en particular, si el mismo podría estar incorporando comportamientos por parte de las entidades financieras (excesiva inversión en deuda pública del propio país) que contribuyesen a amplificar el círculo vicioso entre riesgos bancarios y riesgos soberanos.

Ese debate ha cobrado una renovada actualidad al hilo de la crisis desatada en la deuda pública

italiana, asociada a los problemas de formación de gobierno en dicho país, o incluso a la posible convocatoria de una consulta pública sobre la salida del euro. La extraordinaria volatilidad, y descenso de precios, desatada sobre la deuda pública italiana tenían un muy intenso efecto de contaminación sobre los grandes bancos italianos, tanto en sus cotizaciones bursátiles como en sus primas de riesgo de crédito (CDS), siendo dicha contaminación especialmente intensa en los dos mayores bancos (UniCredit e Intesa) cuyas tenencias de deuda pública italiana superan el 100% de sus recursos propios. El influyente *Financial Times* se hacía eco de dicha interdependencia entre el riesgo bancario y soberano, y sugería revisar la noción de un límite a las tenencias de deuda pública por los bancos.

\* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

## Funciones de los bancos en el mercado de deuda pública

La tenencia de deuda soberana en los balances bancarios es el exponente más obvio del denominado "nexo bancario-soberano", que resume la estrecha relación existente entre el sistema bancario y el sector público, relación que tiene un claro carácter bidireccional, de tal manera que ambos actores (sistema bancario y sector público) salen extraordinariamente beneficiados.

---

*Una activa participación de los bancos en las emisiones de deuda pública cumple funciones importantes: como creadores de mercado para otorgar liquidez, como originadores/distribuidores que amplían el abanico de inversores minoristas, y finalmente como compradores para sus propios balances actuando como equilibradores de una base inversora que, sin embargo, puede incorporar en ocasiones peligrosos elementos de volatilidad.*

---

En este artículo nos ceñiremos a la perspectiva del Tesoro, como emisor de esa deuda pública que es comprada por los bancos, mientras que en un próximo artículo abordaremos la importancia que dichas compras tienen para los bancos.

Una activa participación de los bancos en las emisiones de deuda pública cumple una serie de funciones muy importantes para el óptimo funcionamiento del mercado de deuda pública. En primer lugar, la propia función de los bancos como creadores de mercado se convierte en fundamental para otorgar liquidez, sin la cual sería impensable la colocación de la deuda de forma recurrente. La actuación de los bancos como originadores/distribuidores de la deuda pública permite, a su vez, ampliar de forma extraordinaria el abanico de inversores (sobre todo minoristas) que pueden acceder a la adquisición de valores de deuda pública, con las consiguientes ventajas para ambas partes (emisores e inversores).

Y junto a esas funciones más vinculadas a la propia operativa del mercado de deuda pública, la presencia de los bancos como compradores de la misma para sus propios balances cumple una función extraordinariamente importante, como es la de actuar como "equilibradores" de una base inversora que en ocasiones puede incorporar peligrosos elementos de volatilidad. Este es el caso cuando la deuda pública es detenida mayoritariamente por determinados tipos de inversores con perfiles muy propensos a ventas masivas y/o muy rápidas, que exacerban la volatilidad de los precios y tipos de interés, con las evidentes implicaciones en términos de estabilidad financiera.

Esas ventajas mutuas que la tenencia de deuda pública ofrece a ambas partes (bancos y soberanos), son mucho más obvias en periodos de crisis, como el vivido en la eurozona y, muy especialmente, en España.

## La evidencia en España: el papel de los bancos como estabilizadores en el mercado de deuda pública

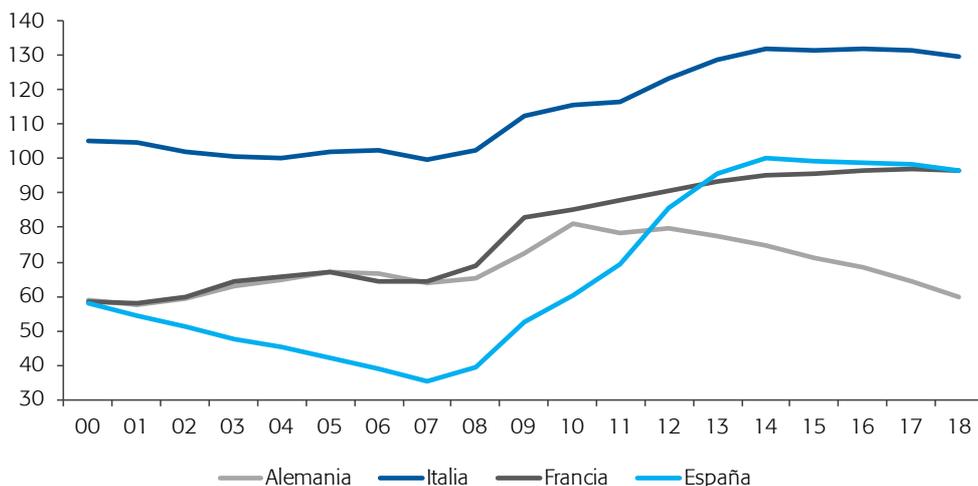
En los primeros años del siglo, y coincidiendo con una fase fuertemente expansiva de la economía española, la deuda pública en circulación se redujo, tanto en términos absolutos como sobre todo relativos (sobre el PIB), en un contexto de cuentas públicas muy favorables. En dicho contexto, los inversores extranjeros apostaron claramente por la deuda pública española, elevando significativamente su peso en cuanto a tenedores de la misma, al tiempo que la banca española redujo su presencia relativa.

La llegada de la crisis en 2008 provocó un fuerte aumento de la deuda pública en el conjunto de los países avanzados, aunque en términos de PIB la evolución fue marcadamente heterogénea (gráfico 1). El aumento de la deuda pública en Alemania fue de un 15% de PIB. En Francia e Italia, sin embargo, el aumento fue de un 30% del PIB. En España la deuda pública respecto al PIB pasó de un mínimo del 37% del PIB en 2007 hasta alcanzar el 100% del PIB en 2013.

Gráfico 1

### Deuda soberana bruta por países

(Porcentaje del PIB)



Fuente: World Economic Outlook (FMI).

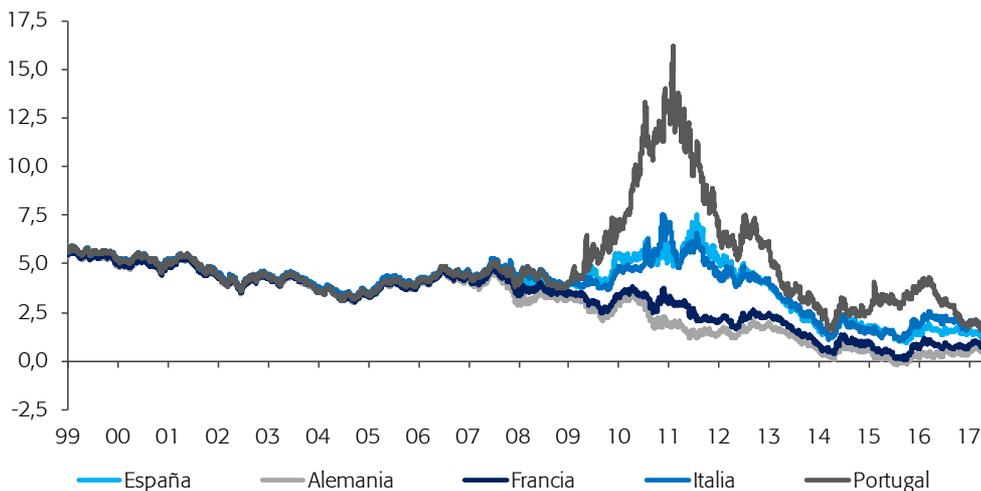
En un contexto de deterioro de las perspectivas económicas y repunte sustancial de las necesidades de financiación de los soberanos, se produjo un periodo de volatilidad en las condiciones de financiación de los Tesoros. Como se observa en el gráfico 2, los aumentos de la renta-

bilidad de los bonos fueron especialmente intensos en la periferia. Destaca el caso de Portugal, Italia y España. Los países del llamado núcleo de la eurozona, como Francia o Alemania, sufrieron únicamente repuntes moderados en su coste de financiación.

Gráfico 2

### TIR de la deuda a 10 años

(Porcentaje)



Fuente: Eurostat.

Según una amplia literatura, en la que destaca De Grauwe y Ji (2012), la dispar evolución de las TIR y las primas de riesgo del núcleo y la periferia no se explica únicamente por los fundamentales de los países, que no se habían deteriorado en la magnitud suficiente para explicar el aumento de las primas de riesgo. Estos autores encuentran que la evolución de los diferenciales estaba relacionada con los temores sobre una eventual ruptura de la eurozona. Observan, asimismo, un elevado contagio entre los soberanos en este periodo, de manera que dudas sobre la solvencia de un país como Grecia podrían haber afectado al conjunto de los países de la periferia.

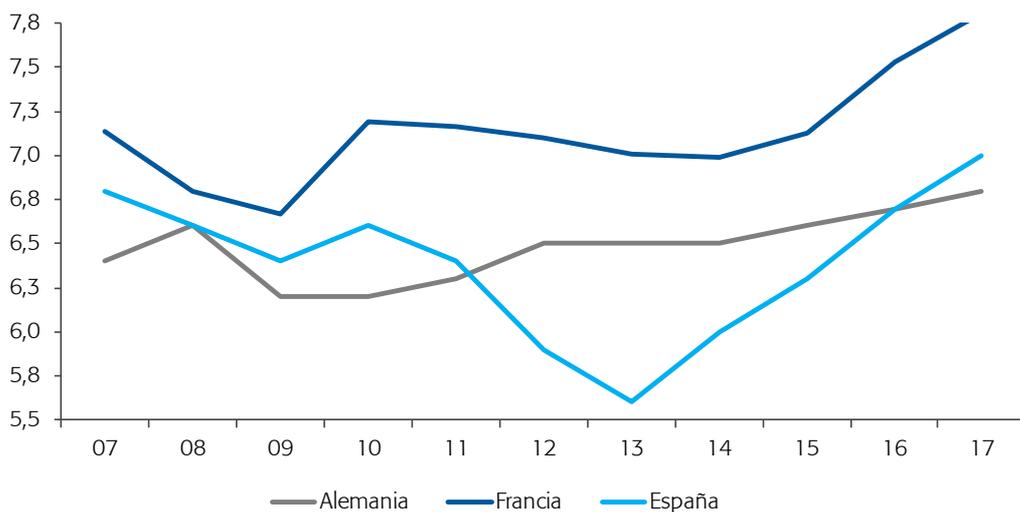
La mayor presión de los mercados obligó a los Tesoros de los países de la eurozona a adaptar su estrategia de financiación. Ante el aumento de las necesidades de financiación y el gradual repunte del coste de la misma, los Tesoros redujeron el vencimiento de sus emisiones de manera drástica. Esta reducción fue intensa en países presionados como España. Sin embargo, en otros como Francia y Alemania, para los que las condiciones de financiación no se

deterioraron, los Tesoros de estos países mantuvieron estable, a grandes rasgos, el vencimiento de la deuda viva (gráfico 3).

Al mismo tiempo que aumentaba el coste de financiación se produjeron bajadas de *rating*. El *rating* de España paso de ser AAA según Standard & Poor's en 2009 a reducirse hasta BBB- en octubre de 2012. Se trata de un cambio en tres años desde la máxima calidad crediticia hasta el último nivel dentro del grado de inversión, de tal manera que una bajada adicional hubiese situado a España en el grado especulativo. Estas bajadas de *rating* se justificaban por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, tal y como se reflejaron en la segunda recesión, y la perspectiva de un menor apoyo por parte del Banco Central Europeo, en un contexto en el que la integridad de la eurozona estaba cuestionada.

Esas bajadas de *rating* fueron un reflejo, pero también un alimentador del empeoramiento de las condiciones de financiación. Como se puede observar en el gráfico 4, las bajadas de *rating* coinciden con el deterioro de las condiciones de financiación.

Gráfico 3  
Vencimiento medio de la deuda viva en años

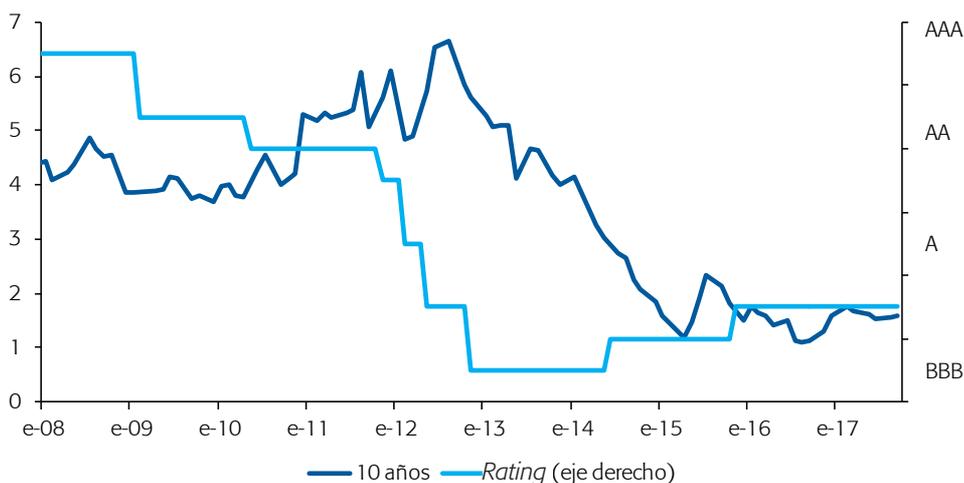


Fuente: Eurostat.

Gráfico 4

**Rating y TIR de la deuda de España**

(Porcentaje)



Fuente: Standard &amp; Poor's.

Las turbulencias que tuvieron lugar en el periodo 2008-2012 provocaron cambios de calado en la composición de la base inversora del Tesoro español. Destaca en este sentido el comportamiento dispar que mostraron los inversores nacionales y los extranjeros. Estos últimos reaccionaron al empeoramiento de las perspectivas reduciendo de forma masiva sus tenencias de deuda.

*Las turbulencias que tuvieron lugar en el periodo 2008-2012 provocaron cambios de calado en la composición de la base inversora del Tesoro español. Los inversores extranjeros redujeron de forma masiva sus tenencias de deuda, mientras que los bancos residentes tuvieron un comportamiento opuesto, aumentado su peso en las tenencias durante la fase de tensiones en el mercado de deuda y deterioro de las perspectivas económicas.*

Esta reducción comenzó en 2007-2009 y se aceleró hasta 2012, de modo que los inverso-

res extranjeros pasaron de tener un 50% de la deuda española en 2007 a menos de un 30% en 2012.

La caída de las tenencias coincide, a grandes rasgos, con el repunte de TIR de aquellos años. La relación entre la TIR del bono y las tenencias de inversores extranjeros se mantuvo cuando la TIR empezó a descender: en el periodo 2012-2017 las tenencias de deuda española de los inversores extranjeros pasaron del 30% al 43% (gráfico 5).

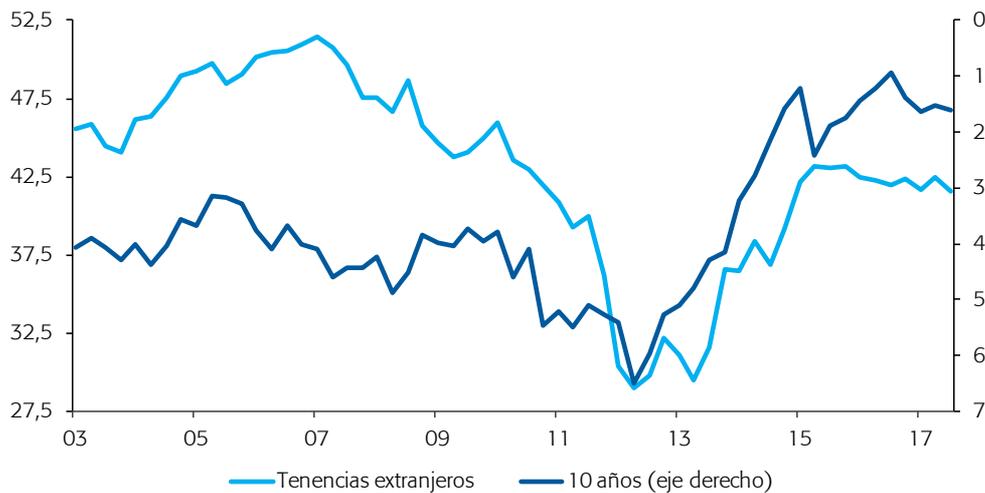
Existe una amplia literatura que ha documentado el carácter procíclico y amplificador de los movimientos en TIR de los inversores extranjeros. Autores como Blake, Sarno y Zinna (2014) encuentran que los inversores extranjeros a menudo exageran los movimientos de mercado.

Los bancos residentes, por su parte, tuvieron un comportamiento opuesto al de los inversores extranjeros, aumentando su peso en las tenencias de manera sustancial en la fase de tensiones en el mercado de deuda y deterioro de las pers-

Gráfico 5

**TIR deuda española y tenencias de extranjeros**

(Porcentaje sobre el total)



Fuente: Eurostat.

pectivas económicas. Como se puede observar en el gráfico 6, el aumento de las tenencias se produjo en dos fases.

Un primer aumento de las tenencias de las entidades nacionales se produjo en 2008, en un

contexto de fuerte deterioro macroeconómico en España y a nivel internacional. Durante este periodo las tensiones en los mercados de deuda periférica fueron limitadas: las causas de la crisis financiera global se situaban en EE.UU. y no se produjo un deterioro de la confianza de los agen-

Gráfico 6

**TIR del bono español y tenencias de bancos**

(Porcentaje sobre el total)



Fuente: Eurostat.

tes en la eurozona. A pesar de ello, la importancia de los bancos nacionales en las tenencias de deuda pública aumentó de manera sustancial, pasando del 18% del total de la deuda pública en 2008 hasta el 27% en 2009.

Un segundo periodo de fuerte aumento de las tenencias de deuda pública fue en 2011-2012. En él coincidieron tanto el empeoramiento de las perspectivas económicas y, por tanto, menores alternativas de inversión crediticia, con un deterioro de la confianza de los inversores en la eurozona. La consecuencia fue un aumento adicional de la importancia de las tenencias de deuda pública de las entidades en la deuda española, que pasaron del 25% hasta cerca del 35% del total.

## Transmisión del riesgo soberano al bancario

El periodo de tensiones en los soberanos coincidió con un aumento de los CDS de los principales bancos de cada país. La relación positiva entre los CDS soberanos y bancarios en un país puede tener múltiples motivos que han sido ampliamente estudiados en la literatura académica.

---

*A diferencia de lo sucedido en el periodo 2008-2012, no se ha observado un traslado sustancial del riesgo bancario al riesgo soberano en ninguno de los principales países. El temor sobre la salud de algunas entidades financieras de la eurozona no ha afectado al comportamiento de los CDS soberanos que, a grandes rasgos, ha sido estable.*

---

Un canal relacionado directamente con las tenencias de deuda se debe a que el aumento de los diferenciales de deuda, y por tanto un descenso del valor de la deuda pública, puede provocar una caída de la solvencia de las entidades que poseen deuda pública en su activo.

El estudio de la evolución de los CDS de entidades financieras y soberanos muestra algunos elementos de interés. En el gráfico 7 se muestra la evolución de los CDS soberanos de Italia, España, Francia y Alemania, así como de los dos bancos más grandes de cada uno de estos países.

Como se puede observar, en el periodo 2008-2012 se registraron fuertes aumentos de los CDS de los soberanos y las entidades financieras en toda la eurozona. La relación entre las entidades de un país y su soberano es especialmente intensa en el caso de Italia y España a lo largo del periodo 2008-2012. Esto sugiere que en los países en los que la percepción de la solvencia está especialmente comprometida, la transmisión de riesgo entre el soberano y las entidades financieras es más intensa. El fenómeno se da incluso en los primeros compases de la crisis financiera internacional (2008-2009), en los cuales las tenencias de deuda pública eran relativamente reducidas y todavía no había temores graves sobre la integridad de la eurozona.

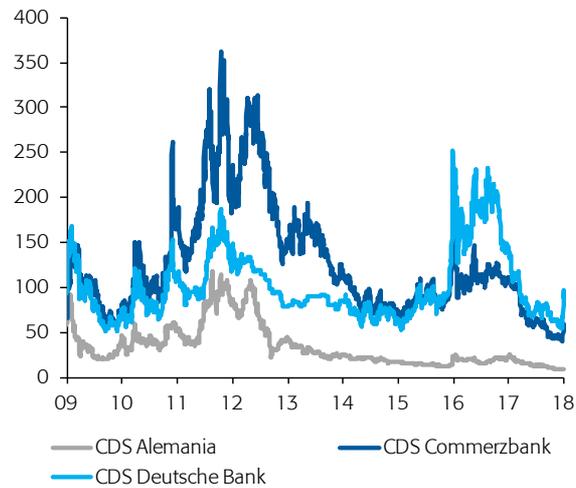
En este contexto, se observa un contraste del comportamiento en el periodo 2008-2010 con lo acontecido en 2015-2016. En este último periodo, los temores sobre la salud de algunas entidades financieras se trasladaron, de una manera heterogénea al conjunto de las entidades de la eurozona, tal y como se refleja en la evolución de los CDS de estas entidades.

Sin embargo, en el periodo 2015-2016, el comportamiento del CDS soberano fue parecido en los principales países y fue, a grandes rasgos, estable. Así, en este periodo no se observó un traslado sustancial del riesgo bancario al riesgo soberano en ninguno de los principales países. Este episodio muestra que, en un contexto de buenas perspectivas económicas, en el que las políticas implementadas a nivel europeo apoyan la continuada mejora de los fundamentales, los CDS soberanos se pueden mostrar relativamente aislados de un deterioro de la solvencia de las entidades financieras.

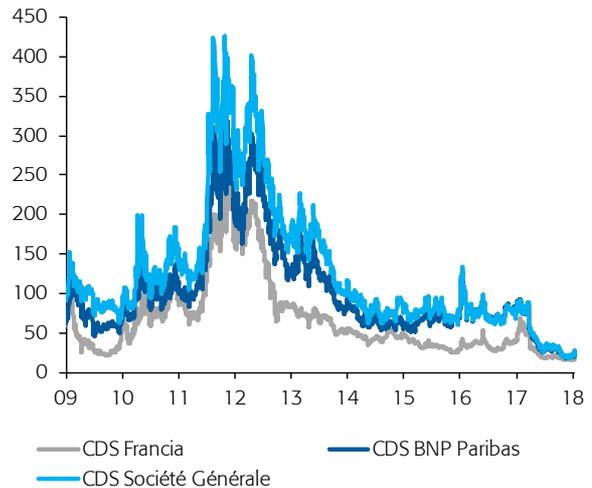
Gráfico 7

Riesgo bancario y soberano

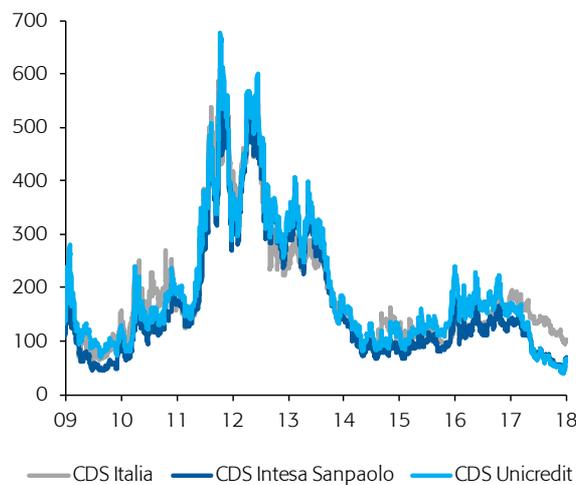
Alemania



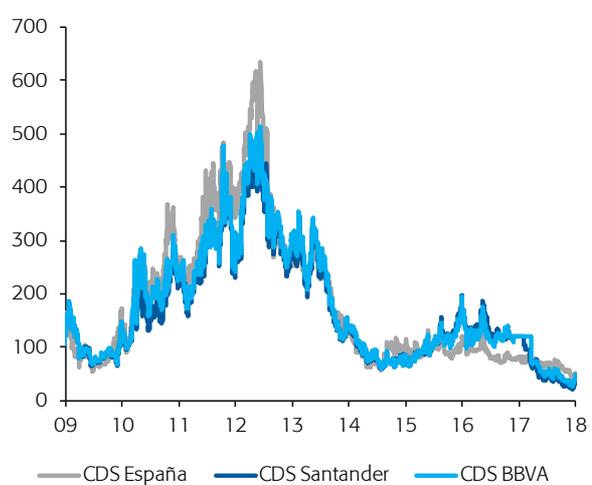
Francia



Italia



España



Fuente: Bloomberg.

Conclusiones

Del análisis anterior se pueden desprender algunas conclusiones sobre el papel de las tenencias de deuda de las entidades financieras nacionales durante la crisis. En particular, los inversores extranjeros mostraron un comportamiento volátil, reduciendo fuertemente sus tenencias en cuanto se observaron tensiones en los mercados de

deuda española. En la medida que este comportamiento no responde totalmente a un deterioro de los fundamentales, los inversores extranjeros pueden jugar un papel desestabilizador.

Las entidades financieras nacionales, sin embargo, desempeñaron un papel estabilizador, aumentando las tenencias precisamente en ese momento de estrés. Se observa, asimismo, que

durante periodos de fuerte contracción económica, aunque no haya tensiones elevadas en los mercados de deuda, como sucedió en el periodo 2008-2009, las entidades financieras reaccionan aumentando las tenencias de deuda de los soberanos. Sin duda alguna, el recrudescimiento del nexo soberano bancario tiene efectos colaterales que pueden ser nocivos. Sin embargo, es importante que no se menoscabe el papel estabilizador y provisor de liquidez que juegan las entidades nacionales.

## Referencias

- BLAKE, D.; SARNO, L., y G. ZINNA (2014), *The market for lemmings: is the investment behaviour of pension funds stabilizing or destabilizing?*, Bank of England (mimeo).
- DE GRAUWE, P., e Y. JI (2012), "Mispricing of sovereign risk and macroeconomic stability in the Eurozone", *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 50(6): 866-880.