



RIESGO SOBERANO Y ESTABILIDAD FINANCIERA

José María Roldán

Director General de Regulación del Banco de España

INTRODUCCIÓN

Crisis soberana y crisis financiera. Da la sensación de que en los últimos meses (¿o acaso no son ya años?) no se haya escuchado otra cosa. En el momento de escribir los primeros párrafos de este artículo, la Cumbre del Eurogrupo anunció un amplio conjunto de medidas. Parecía que tales medidas pondrían fin a la incertidumbre que rodeaba el segundo rescate griego. Sin embargo, en el momento de cerrar este artículo todavía se sigue discutiendo sobre la situación griega y sobre la efectividad de las soluciones adoptadas. No parece que un entorno tan volátil como este ofrezca el mejor momento para poder evaluar las diferentes implicaciones que tiene un tema tan complejo, y tan novedoso, como lo es la interacción entre riesgo soberano y crisis (estabilidad) financiera.

¿Novedoso? Quizás sea el momento de matizar. No hay nada nuevo en el hecho de que problemas extremos en el soberano (esto es, no ya la aplicación de políticas fiscales inadecuadas, sino de otras que resultan claramente insostenibles) afectan de manera ineludible (y severa) al sistema financiero de cualquier país. Al fin y al cabo, las entidades financieras no pueden diversificar el riesgo que representa el volumen de su exposición con el sector público de su propio país, ya sea esta exposición materializada en la forma de préstamos a las AAPP, o bien se concrete mediante la tenencia de títulos de deuda pública que dichas AAPP emiten en los mercados primarios. Pero la crisis actual pareciera mostrarnos un elemento novedoso, que podríamos denominar

como «causalidad inversa». Es decir, ¿pueden los problemas en el sistema financiero acabar impactando negativamente en la sostenibilidad fiscal, cuestión que a su vez retroalimenten los problemas del sector financiero?

Para analizar este asunto, este artículo se estructura en torno a cinco secciones, además de una final en la que se recogen las conclusiones. La sección primera recoge algunas definiciones básicas de riesgo financiero y soberano. En la segunda, se plantea una descripción, breve, de la dinámica de la deuda pública. En la tercera parte del artículo se examina la crisis financiera que se inició en el verano 2007. La sección cuarta plantea un análisis de la interacción entre riesgo soberano y riesgo bancario-financiero a partir de algunos casos concretos. La quinta parte del trabajo plantea algunas reflexiones adicionales sobre el riesgo soberano en los balances bancarios.

1. EL RIESGO SOBERANO Y EL RIESGO FINANCIERO: ALGUNAS DEFINICIONES BÁSICAS

Tanto el riesgo soberano como el financiero se refieren, en último término, a la posibilidad de que se produzca un impago. Es decir, que aquel que recibe los fondos no esté en disposición de devolverlos en tiempo y forma con arreglo a las condiciones establecidas en el contrato pecuniario por el que se formalizó la operación. En tales circunstancias, la parte que ha prestado los fondos declara al tomador de los mismos en situación de impago.



Pese a esta similitud conceptual entre el impago en una entidad financiera (o, en general, privada) y el de un soberano, existen diferentes razones por las que, en realidad, hay diferencias muy notables entre ellos.

Desde la óptica del impago de un soberano, no se dispone de un marco de actuación totalmente definido en tales circunstancias. Así, el impago de un soberano no es una cuestión que esté contemplada de una manera explícita, y por ello las posibilidades legales para que un agente pueda ejercer derechos frente al posible impago soberano quedan limitadas, en gran medida, por las características que son propias del soberano. Piénsese, por ejemplo, en la inembargabilidad. Por el contrario, sí que existe un marco jurídico y legal bien definido que regula las circunstancias bajo las que el cumplimiento de un determinado contrato puede ser eludido (mediante procedimientos concursales, por ejemplo). Por tanto, con independencia de la mayor o menor complejidad que cada caso concreto pueda significar, en lo que respecta al impago que subyace al riesgo financiero está definido un marco bajo el que los parámetros de actuación son precisos y están bien definidos.

Desde la óptica del impago de una entidad bancaria, cabe recordar que su quiebra, o la de cualquier otra empresa privada a estos efectos, ocurre en el momento en el que el valor de sus activos es inferior al valor de sus pasivos. A partir de ese instante, los pasivos que financian esos activos no pueden percibir al vencimiento el nominal invertido. En tales circunstancias, el recorte que sufran los pasivos estará en función del deterioro existente en esos activos, es decir, estará en función de la pérdida de valor que hayan experimentado los activos.

Por supuesto, el caso de una entidad bancaria presenta particularidades importantes que la diferencian de otras empresas privadas y que han de tomarse en consideración. Estas particularidades se derivan de su propia actividad. Por una parte, las entidades bancarias son empresas muy apalancadas, esto es, que operan con pocos recursos propios en relación con el tamaño de su

balance en comparación con la proporción entre estas variables que es habitual en las empresas no financieras. Esto es así porque su actividad principal consiste en tomar recursos ajenos que canalizan (prestan) hacia el desarrollo de actividades productivas. En el desarrollo de esta actividad se produce, además, un descalce de plazos entre activos y pasivos. Así, los activos son predominantemente préstamos a largo plazo (piénsese, por ejemplo, en un préstamo hipotecario), mientras que los pasivos típicamente tienen vencimientos en plazos más cortos (un depósito a un año, por ejemplo). Asimismo, en la medida en la que las entidades prestan dinero para el desarrollo de otras actividades, se puede considerar que su actividad principal es la gestión del riesgo de crédito. Gestionar adecuadamente el riesgo de crédito exige que la entidad sea capaz de valorar correctamente en cada momento (no solo en el de la concesión de la financiación) la relación que existe entre el rendimiento de la inversión y el riesgo asociado a la misma.

Apalancamiento, descalce de plazos entre activo y pasivo, y gestión del riesgo de crédito son sin duda tres particularidades capitales de las entidades de crédito. Pero no las únicas relevantes. Así, otra característica fundamental por el lado del pasivo es el papel predominante que tiene para estas entidades la financiación mediante depósitos de la clientela. Otras especificidades, como la existencia de instrumentos financieros híbridos (deuda subordinada y acciones preferentes), esto es, instrumentos que comparten las características de los pasivos financieros y de los recursos propios, ya que en alguna medida disponen de capacidad de absorción de pérdidas, distancia el procedimiento concursal bancario de los de otras empresas.

Retomando los elementos comunes relativos al riesgo soberano y al riesgo financiero, cabe señalar que otra cuestión que se ha de tomar en consideración es que no solo es relevante el impago en sí mismo. También es de la mayor importancia para comprender el riesgo soberano y financiero, y su dinámica, cuál es la estimación que los agentes que participan en los mercados financieros realizan sobre la posibilidad de que efectivamente se



materialice un hipotético impago. Y no menos importante resulta, en consecuencia, cuál es la estimación que dichos agentes realizan sobre cuál habría de ser la pérdida en caso de impago. Estas ideas vienen capturadas en la siguiente ecuación:

$$EL = PD \times LGD,$$

donde EL (Expected Loss) es la pérdida esperada, PD (Probability of Default) es la probabilidad de impago y LGD (Loss Given Default) es la pérdida o quita en caso de impago. La estimación de la probabilidad de impago y de la pérdida en caso de que este se materialice, y en consecuencia de la pérdida esperada, determina la reacción de los participantes en los mercados financieros. Así, en función de cómo evoluciona esa estimación, los precios en los mercados primarios (en el que se emiten los valores) y en los secundarios de obligaciones (donde los valores negociables se negocian) se ajustarán, así como también las cantidades intercambiadas (la oferta y la demanda). Cuanto mayor es la pérdida esperada percibida por aquellos que negocian en los mercados, mayores serán los tipos de interés que serán exigidos en la colocación de la deuda, ya sea de un gobierno, ya sea de una entidad bancaria. Si esa pérdida esperada aumenta mucho, porque se juzga que la probabilidad de impago es elevada y la pérdida en caso de impago también, los mercados tenderán a cerrarse. Esto es, cuando se perciben unas circunstancias por las que las pérdidas esperadas que se estiman sobrepasan un determinado umbral (determinado entre otras cuestiones por la apetencia por el riesgo de los inversores) ya no hay demanda. En otras palabras, el gobierno o la entidad así percibida ya no podrá obtener financiación a través de la emisión de valores en el mercado primario.

2. LA DINÁMICA DE LA DEUDA PÚBLICA: ARITMÉTICA BÁSICA

En esta sección se analiza brevemente, y de forma esquemática, cuáles son los elementos que

determinan la dinámica o evolución de la deuda pública, y en particular qué tipo de factores, y de qué modo, impactan en dicha dinámica.

Con el ánimo de hacer más sistemática la reflexión a este respecto, se parte de la siguiente ecuación, que sintetiza cómo viene determinada la evolución de la deuda pública:

$$d_t = \frac{d_{t-1}(1+i)}{(1+n)} - sp(r,n)_t + sf_t$$

donde d representa el nivel de deuda pública en porcentaje del PIB (al final de cada año), t el año en curso y $t-1$ el año anterior, sp representa el superávit primario (es decir, el déficit público, con signo negativo, más el pago de los intereses de la deuda), sf el denominado «stock flow adjustment» (esto es, la parte del aumento de deuda que no va a financiar el déficit, sino que se deriva de otros elementos como la adquisición neta de activos financieros, como por ejemplo, acciones en bancos, si bien existen otros elementos, como las privatizaciones, que influyen en el sentido contrario, reduciendo las necesidades de financiación vía deuda), i es el tipo de interés nominal pagado por la deuda pública y n el crecimiento nominal del Producto Interior Bruto (PIB).

A su vez, el superávit primario (sp en la fórmula anterior) es función del crecimiento real y nominal de la actividad económica. Por una parte, y por el efecto de los estabilizadores automáticos, descensos del crecimiento real provocan caídas en la recaudación impositiva, así como aumentos de los gastos (de desempleo, por ejemplo). Por otra parte, reducciones del crecimiento nominal del PIB pueden a su vez provocar descensos en la recaudación, aun cuando se mantenga el crecimiento real. Esto vendría motivado por el hecho de que las bases impositivas de los impuestos se definen sobre cantidades nominales, y no sobre cantidades ajustadas por la inflación (reales).

Tomando como referencia la ecuación descrita anteriormente, la dinámica de la deuda depende de manera crucial de la evolución rela-



tiva de los tipos de interés nominales de la deuda y del crecimiento nominal del PIB. De este modo, sucede que cuanto mayor es la brecha entre los tipos nominales de la deuda y crecimiento nominal del PIB, más rápido crecerá el volumen de la deuda pública.

A los efectos del presente artículo, y en particular para valorar la vinculación entre riesgo financiero y riesgo soberano, lo que nos interesa señalar aquí es el término *sf*, el «stock flow adjustment». Si un gobierno debe apoyar a los bancos en su jurisdicción (lo que se reflejaría precisamente en un incremento del término *sf*), los recursos utilizados aumentarán la deuda de ese año, pero su impacto no sería recurrente. Además, en la medida en la que esa entrada en el capital se realizara a precios de mercado, el aumento de la deuda pública en ese año estaría respaldado por un activo financiero con una valoración correcta (es decir, de mercado), de tal modo que la ulterior venta o amortización de ese activo financiero llevará a un descenso del nivel de deuda. Es más, si ese activo financiero se revaloriza transcurrido el tiempo y hasta su realización, puede ocurrir incluso que el descenso del valor de la deuda a consecuencia de tal venta sea mayor que el aumento inicial que se produjo en el momento de establecer el apoyo al sector bancario.

Nótese que, como refleja la ecuación anterior, no ocurre lo mismo con el desequilibrio en el superávit primario, ni con los intereses de la deuda, que muestran ambos una dinámica más parsimoniosa y permanente. Esta es una diferencia fundamental y por ello, y aunque el objetivo central de este artículo no es el riesgo soberano per se, sí es interesante reescribir esa ecuación en la siguiente forma:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{(i-n)}{(1+n)} \cdot d_{t-1} - sp(r,n)_t + sf_t$$

Como se observa en la ecuación inmediatamente anterior, la dinámica de la deuda depende, en última instancia, tanto de la posición de superávit primario (*sp*) como del diferencial

entre el tipo de interés nominal de la deuda (*i*) y del crecimiento nominal del PIB (*n*). Por ello, en situaciones de bajo crecimiento económico caracterizadas además por unos tipos de interés nominal elevados, la dinámica de la deuda es más perversa; cuestión que explica que las preocupaciones de los mercados financieros sobre la sostenibilidad de la deuda pública sean mucho mayores.

En efecto, si se quisiera estabilizar el crecimiento de la deuda (y prescindiendo por simplicidad del término *sf*):

$$d_t - d_{t-1} = 0 \leftrightarrow \frac{(i-n)}{(1+n)} \cdot d_{t-1} = sp(r,n)_t$$

Por tanto, el gap primario necesario para estabilizar la deuda (*gap_{sp}*) sería:

$$\frac{(i-n)}{(1+n)} \cdot d_{t-1} - sp(r,n)_t = \text{gap}_{sp}$$

En definitiva, cuanto menor sea el crecimiento económico, mayores los tipos de interés nominales de la deuda, mayor el nivel de la deuda, y menor el superávit primario, entonces resultará que el esfuerzo fiscal que es necesario realizar para la estabilización de la dinámica de la deuda pública será necesariamente más intenso.

No resulta difícil entender que en la tesitura actual de los mercados financieros y de la economía real, todos los factores juegan en el sentido contrario para una estabilización rápida de la deuda pública.

Volviendo a lo que nos interesa, que es la relación entre el riesgo soberano y el riesgo financiero, cabe reiterar que al contrario que el comportamiento descrito en los párrafos anteriores, los posibles rescates bancarios tienen un efecto puntual, a través del término *sf* («stock flow adjustment») que se ha explicado con anterioridad. Así, tales posibles rescates, una vez que son absorbidos en el nivel de deuda, tienen un efecto limitado sobre la dinámica de la misma. En el medio plazo, si los activos bancarios adquiridos a los precios de mercado conservan su valor, la diná-



mica se revierte, disminuyendo de este modo el nivel de deuda.

3. LA CRISIS FINANCIERA Y SU IMPACTO SOBRE LA ECONOMÍA REAL

La vinculación entre el riesgo financiero y el riesgo soberano presenta diferentes canales de transmisión.

Así, y como ya se ha mencionado anteriormente, no son una novedad en la historia económica y financiera situaciones de crisis bancarias motivadas por las dificultades financieras severas de un soberano.

A la inversa, si la crisis financiera es del suficiente calado como para provocar un episodio de inestabilidad financiera, esto es, como para generar un impacto negativo sobre la economía real, esto afectará de forma adversa al soberano. Y lo hará por la vía del deterioro del déficit público, consecuencia de un impacto en los ingresos (a la baja) y en los gastos (al alza) públicos. Este canal de transmisión estuvo vigente en la crisis iniciada en verano del año 2007, cuándo esta provocó una desaceleración del crecimiento económico a nivel mundial, que siendo especialmente agudo en los países que sufrieron esa crisis, no quedó limitada exclusivamente a ellos.

En tercer lugar, un canal que se puede considerar más específico de esta crisis sistémica que estamos viviendo, resulta del impacto en el soberano de los rescates de bancos en peligro de quiebra ante el súbito deterioro de sus balances. No es este el lugar para extenderse sobre esta cuestión particular, ya analizada y descrita con detalle en otros trabajos, pero sí cabe mencionar que tales rescates tenían por objeto inmediato impedir el colapso de una parte muy importante del sistema financiero, esto es, del sector bancario. El objetivo último era evitar la paralización del sector bancario, y por tanto del flujo del crédito a la economía real. Es decir, tales rescates bancarios pretendían evitar un «credit crunch» que hundiera aún más el crecimiento económico. Como contrapartida, tales rescates implicaban la necesidad

de recapitalizar a las entidades que atravesaban los problemas que se han mencionado, recapitalización que al hacerse mediante la utilización de fondos públicos obligaba a la emisión de deuda pública para financiarla.

Estos canales de transmisión entre riesgo soberano y riesgo financiero, y viceversa, son de la mayor importancia. No obstante, lo crucial no resulta tanto la existencia de estos canales en sí mismos, sino que lo más relevante son los efectos tan perjudiciales que puede provocar la concreción de lo que podríamos denominar un bucle de deterioro, en el que los problemas de uno y otro sector (financiero y soberano) interaccionen entre sí, y se refuercen mutuamente. Una dinámica en la que los problemas en el soberano provoquen problemas en los balances bancarios, que a su vez impacten en el soberano (bien por rescates de bancos en problemas, bien por expectativas de necesidad de rescatarlos en un futuro), y que vuelvan a impactar en los riesgos financieros, todo ello en un contexto de expectativas en deterioro, mercados bajistas y aversión creciente al riesgo (por no decir de pánico financiero) configura un escenario de crisis como el que estamos atravesando en la actualidad. Ese bucle de deterioro sólo será relevante en la medida en que los recursos comprometidos en los rescates soberanos sean sustanciales. Y esta crisis nos permite analizar algunos casos, que podemos denominar extremos, y que en el fondo están detrás de esa percepción sobre el bucle de deterioro.

4. ALGUNOS CASOS CONCRETOS: ISLANDIA, IRLANDA Y SUIZA

Estudiar los casos de estos tres países resulta necesario, porque en ellos los problemas en el sector financiero eran de un volumen enorme cuando se comparaban con el tamaño de la economía. Además, resultan interesantes porque, mientras que en dos de ellos la situación de los bancos acabó por provocar un enorme problema en el soberano, en el caso suizo la situación logró ser controlada sin poner en marcha esa espiral



negativa. Intentemos ver algunos hechos estilizados sobre estos tres casos.

EL CASO ISLANDÉS

El caso de los bancos islandeses es único no solo por las dificultades que causaron a la economía de ese país, sino también por las características tan particulares de dichos bancos, que podríamos denominar, aplicando la terminología habitual, «bancos internacionalmente activos».

Como su propio nombre indica, los bancos internacionalmente activos son aquellos que no sólo prestan servicios bancarios en su jurisdicción local (la de origen), sino que también lo hacen más allá de sus fronteras (en las jurisdicciones de destino). Habitualmente, estas entidades que son activas internacionalmente, mantienen un volumen de actividad en su país de origen que sigue siendo muy relevante respecto al tamaño del balance de la entidad en cuestión. Además, su país de procedencia suele ser una economía de elevado tamaño, o bien de un centro financiero global, como podrían ser Hong-Kong o Singapur, por poner solo dos ejemplos. Finalmente, en esta enumeración muy sintética de las principales características definitorias de los bancos internacionalmente activos, cabe destacar el modo en el que desarrollan su actividad internacional, que puede ser mediante filiales o a través de sucursales. Las filiales son bancos locales sometidos a la jurisdicción local y con una estructura societaria autónoma. Por su parte, las sucursales operan sin requerimientos de capital locales y con una supervisión limitada por parte de la autoridad local.

Como se ha señalado, el caso de los bancos islandeses no solo es único por las dificultades que crearon a su economía cuando colapsaron. Se trataba de bancos internacionalmente activos que podríamos decir no encajaban con las características que se han mencionado en el párrafo anterior. Por una parte, su actividad local tenía una escasa relevancia en su balance. Y por otra, no es posible afirmar que Islandia disponga de una economía de elevado tamaño, más bien al

contrario, ni que tampoco fuera un centro financiero global de (alguna) relevancia. Todas estas razones explican por qué los bancos islandeses eran unos bancos internacionalmente activos muy peculiares, de hecho únicos.

Esa peculiaridad se concretaba, entre otras cuestiones, en un peso que sobre el PIB islandés que llegó a ser (en términos del tamaño de su balance consolidado), astronómico: 1.200% del PIB en 2007, con un peso de los tres mayores bancos del 900% del PIB (esos bancos eran Glitnir, Kaupthing y Landsbanki). Como referencia, otros países con sistemas financieros grandes, como Irlanda, Suiza o Reino Unido, presentaba porcentajes de los activos bancarios sobre el PIB elevados, aunque más moderados (650% del PIB con los dos primeros y 500% del PIB en Reino Unido). Como referencia, la cifra para España es de un 350% del PIB.

Pero las especificidades del caso islandés no se detienen ahí. Aunque, en general, la actividad bancaria creció en exceso en los años previos a la crisis en numerosos países, el caso de los bancos islandeses es paradigmático: en 2002 sus balances consolidados suponían sólo un 200% de PIB, con lo que en cinco años multiplicaron por 6 su volumen relativo de actividad. Y la historia de las crisis financieras nos enseña que el rápido crecimiento de la actividad financiera suele teñir de rojo (esto es, de pérdidas) los balances de los bancos en unos pocos años.

Para terminar de describir la particular concepción del concepto de «bancos internacionalmente activos» que tenían las entidades islandesas cabe señalar que su actividad internacional, fundamentalmente europea, se llevaba a cabo mediante sucursales. Es decir, se trataba de bancos que aumentaron sus balances de forma inusitadamente rápida hasta niveles astronómicos, y lo hicieron expandiéndose internacionalmente principalmente en el Espacio Económico Europeo (del que Islandia es miembro), lo que les permitía operar sin autorización del supervisor local (se puede abrir una oficina bancaria simplemente mediante notificación del supervisor de origen), sin capital (las sucursales operan sin capital



o, siendo más preciso, con el capital del banco matriz en Islandia) y con un régimen de supervisión local de nula intensidad.

Los ingredientes para la catástrofe estaban servidos. No obstante, lo dramático de tal combinación de ingredientes, al tiempo que lo inusitado de la misma, justifican, como probablemente ya haya quedado claro a estas alturas que el caso islandés no es un buen punto de partida para analizar las implicaciones del riesgo financiero sobre el riesgo soberano.

EL CASO IRLANDÉS

El colapso del sistema financiero irlandés también supuso un impacto severo tanto sobre la economía de aquel país como sobre la evolución de su deuda pública. Si bien se trata de un episodio que presenta algunas similitudes con lo sucedido en Islandia, no se puede considerar en absoluto, un caso tan extremo como el islandés.

Irlanda, al igual que España, experimentó un boom inmobiliario que estuvo acompañado por una fuerte expansión de los préstamos al sector inmobiliario en los balances bancarios. Pero Irlanda, a diferencia de España, añadió otro ingrediente adicional: el intenso desarrollo de un sector financiero «offshore» en Dublín. Ambos elementos llevaron a un elevado crecimiento de los activos bancarios sobre el PIB, desde un ya elevado 380% en 2002, hasta cerca de un 650% del PIB en 2007.

La naturaleza del desarrollo inmobiliario merece también un comentario específico en el caso irlandés. En núcleo central del boom inmobiliario en Irlanda no fue la edificación de viviendas residenciales, sino que fundamentalmente se basó en la construcción de oficinas, centros comerciales, hoteles, y otros inmuebles de características similares y que configuran el sector que en terminología anglosajona se denomina «Commercial Real Estate». A diferencia de esta actividad, la promoción de viviendas residenciales se denomina en inglés «Commercial Residential Real Estate»). La similitud entre ambos términos en ocasiones ha

llevado a equiparar también ambas actividades, si bien las diferencias no son triviales, ya que al diferir sustancialmente sus características lo hacen también los riesgos que se derivan de la financiación de una y otra. Así, una de las características fundamental de la financiación del «Commercial Real Estate» (hoteles, oficinas, etc.) es que el repago del préstamo hipotecario se realiza sobre la base del pago de los alquileres de las oficinas y de los locales comerciales, o de la buena marcha del negocio hotelero. Por lo tanto, si existe un descenso de actividad económica brusco, no se generarán los ingresos necesarios para repagar el préstamo, y el proyecto colapsa, sin que exista la posibilidad de encontrar nuevos inquilinos o clientes. Lo que esto significa es que la pérdida en caso de impago (recuérdese la primera ecuación comentada en la sección 1, $EL = PD \times LGD$) en este tipo de activos inmobiliarios es muy elevada, mucho más que la asociada a la promoción de viviendas residenciales. La razón es que en la actividad de «Commercial Real Estate» una vez que se produce el impago los proyectos tienen tendencia a colapsar y perder valor.

En resumen, el caso de Irlanda es, pues, menos extremo que el de Islandia. Pero aun así, el tamaño de los balances bancarios sobre el PIB era muy elevado, por lo que, cuando el estallido de la crisis obligó al rescate de los bancos, el impacto sobre la deuda pública fue muy elevado (del orden del 20% del PIB). Aun a pesar de ello, y como ya se ha explicado al analizar las ecuaciones que sintetizan la dinámica de la deuda, ese impacto tuvo un efecto impulso, esto es, sólo aumentó el déficit con carácter permanente por la parte que corresponde a los intereses de esa deuda.

EL CASO SUIZO

Como se indicaba al inicio de la sección, el caso de Suiza es distinto de los de Irlanda e Islandia. Y lo es en un aspecto fundamental: el crecimiento del sector financiero fue mucho más moderado que en los casos anteriores. Así, aunque el tamaño del sistema bancario suizo superó en 2006 un 600%, representaba ya en 2002 un 500%.



Además, Suiza tradicionalmente ha sido un centro financiero de relevancia, con dos instituciones que estaban entre los mayores bancos del mundo. De hecho, la economía suiza se caracteriza por una capacidad de sus empresas que va más allá del tamaño del país, por una diversidad sectorial y un elevado nivel de internacionalización. Además, las finanzas públicas Suizas estaban sanadas antes de la crisis, lo cual facilitó el rescate del sistema financiero cuando éste quedó severamente afectado tras la quiebra de Lehman Brothers.

Con estas consideraciones en mente, también los matices de los incrementos en los requerimientos de capital de los bancos suizos son algo diferentes que en los casos de Islandia e Irlanda, ya que en el caso de Suiza tienen claramente por objeto garantizar que, en el futuro, no se produzca otra situación en la que las finanzas públicas de ese país tengan que acudir al rescate de entidades financieras privadas.

En definitiva, los casos más llamativos de un posible impacto en el soberano como resultado de problemas en el sistema financiero, y más concretamente bancario, se han observado particularmente en economías de escaso tamaño que han combinado dos elementos importantes: sistemas financieros hiperdesarrollados que, además, presentaban fuertes crecimientos de la actividad financiera en los años previos a la crisis.

5. EL RIESGO SOBERANO Y SU PESO RELATIVO EN LOS BLANCES BANCARIOS

Evidentemente, la importancia del sector público en cualquier economía supone que, en bloque,

los riesgos que asume el sistema financiero con el sector público sean elevados: pensemos en la multitud de organismos y servicios públicos (ministerios y consejerías, agencias, hospitales, ayuntamientos, etc.) que constituyen la actividad de lo que, en bloque, se viene a denominar riesgo soberano.

Pero, además de con el propio soberano, muchas entidades realizan operaciones con riesgos soberanos extranjeros, unas pocas veces mediante filiales financiadas localmente, pero otras adquiriendo títulos de deuda exterior, con el objeto de obtener beneficios en los mercados mediante su gestión activa en la denominada cartera de negociación. La distinción entre ambas formas de asunción de riesgos soberanos ajenos al país de origen de la entidad no es irrelevante. Así, el segundo tipo de riesgo soberano mencionado, que se podría denominar como más especulativo, sí que puede generar un contagio desde los problemas que atraviesa un tercer país al sector bancario del que ha tomado tales posiciones de carácter, como se ha dicho, más especulativas.

De hecho, esa es la percepción del mercado en el momento de escribir este artículo, cuando los indicadores habituales de tensión financiera reflejan las dudas que tienen los inversores, analistas y otros participantes en los mercados financieros sobre las entidades bancarias de determinados países debido a su exposición, a través de títulos de deuda de terceros países, a los problemas que en efecto atraviesan esos terceros países.

El cuadro 1 muestra la exposición de los bancos europeos a los distintos soberanos europeos.

**CUADRO 1. EXPOSICIÓN DE LA BANCA EUROPEA AL RIESGO SOBERANO
(% de los activos totales)**

País Emisor Deuda											
Tenencia de la banca de	BE	DE	ES	FR	GB	GR	IE	IT	NL	PT	SE
BE	3,59%	1,66%	0,35%	0,46%	0,02%	0,47%	0,03%	2,59%	0,04%	0,25%	0,08%
DE	0,13%	6,47%	0,38%	0,28%	0,15%	0,16%	0,02%	0,76%	0,09%	0,07%	0,02%
ES	0,02%	0,06%	6,91%	0,11%	0,13%	0,01%	0,00%	0,22%	0,01%	0,16%	0,00%
FR	0,60%	0,82%	0,26%	2,13%	0,16%	0,18%	0,04%	0,95%	0,25%	0,09%	0,00%
GB	0,12%	0,69%	0,24%	0,89%	2,35%	0,05%	0,02%	0,51%	0,24%	0,05%	0,07%
GR	0,00%	0,11%	0,00%	0,04%	0,00%	14,43%	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%
IE	0,06%	0,18%	0,10%	0,36%	0,94%	0,01%	3,72%	0,25%	0,16%	0,07%	0,01%
IT	0,02%	1,01%	0,16%	0,04%	0,01%	0,07%	0,01%	8,11%	0,01%	0,02%	0,00%
NL	0,61%	1,32%	0,11%	1,18%	0,07%	0,06%	0,02%	0,51%	2,26%	0,04%	0,00%
PT	0,00%	0,00%	0,07%	0,16%	0,00%	0,40%	0,15%	0,29%	0,00%	5,61%	0,00%
SE	0,02%	1,98%	0,01%	0,16%	0,00%	0,01%	0,00%	0,03%	0,03%	0,01%	2,90%

Fuente: Información publicada en las pruebas de resistencia bancaria de la EBA, julio de 2011.

En definitiva, el riesgo soberano puede suponer un riesgo de contagio para el sistema financiero, sobre todo cuando los bancos utilizan los títulos de deuda pública de otros países para obtener rentabilidades en el corto plazo (la actividad de la cartera de negociación), y en mucha menor medida si se trata de actividad de financiación ordinaria de su propio soberano (o de otros soberanos financiados a través de filiales) en moneda local.

6. CONCLUSIONES

El riesgo financiero y el soberano han estado, y siguen estado, intrínsecamente relacionados durante la crisis que se inició en verano de 2007. En la medida en que la crisis todavía no ha concluido resultaría, no sólo prematuro, sino probablemente temerario extraer conclusiones definitivas sobre un asunto tan complejo.

No obstante, la propia experiencia de la crisis nos permite al menos algunas reflexiones iniciales. Así, para aquellos países en los que el sistema financiero creció muy rápidamente y llegó a representar un porcentaje del PIB excesivo, el colapso del sector financiero como resultado de la crisis afectó seriamente la sostenibilidad del soberano. Pero también nos enseña que ese contagio directo sólo se produjo cuando se dieron dos factores de manera simultánea, un crecimiento muy fuerte de la actividad en los años previos a la crisis y, como resultado de ese crecimiento de los balances, un tamaño del sistema financiero sobre el PIB extremo.

Fuera de estos casos extremos, las interacciones entre el soberano y el financiero resultan evidentes, aunque quizás no tan distintas de experiencias anteriores. De entre estas, destaca el factor de crecimiento económico: ralentizaciones del PIB llevan a aumentos de la mora y de las



provisiones, que llevan a menores beneficios, y a reducciones en el crecimiento del crédito (tanto por la falta de demanda solvente como por restricciones de oferta). Y esa reducción del flujo de crédito puede llevar a su vez a impactos sobre el crecimiento económico, que de nuevo impactará sobre el sector bancario, etc. En definitiva, que

aunque la fortaleza de las interacciones entre riesgo soberano y riesgo financiero sean motivo de análisis y debate en esta crisis que todavía perdura, lo cierto es que lo que resulta incontrovertido es que la recuperación del crecimiento económico permite romper ese posible círculo vicioso.