



## El riesgo soberano y sus efectos asimétricos sobre la transmisión de la política monetaria

ÁREA: 4  
TIPO: Aplicación

33

*Sovereign risk and its asymmetric effects on the monetary policy transmission*  
*O risco soberano e efeitos assimétricos sobre a transmissão da política monetária*

### AUTORES

**María Cantero-Sáiz<sup>1</sup>**  
Universidad de Cantabria, España.  
maria.cantero@unican.es

**Sergio Sanfilippo-Azofra**  
Universidad de Cantabria, España.  
sergio.sanfilippo@unican.es

**María Begoña Torre-Olmo**  
Universidad de Cantabria, España.  
maria.torre@unican.es

**Carlos López-Gutiérrez**  
Universidad de Cantabria, España.  
carlos.lopez@unican.es

1. Autora de contacto:  
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; Avda. de Los Castros, s/n; 39005 Santander-Cantabria; España.

*Este artículo analiza los efectos que el riesgo soberano está teniendo en la transmisión de la política monetaria en la Eurozona a través del crédito bancario. El estallido de la crisis de deuda soberana en 2010 generó una creciente preocupación por el riesgo soberano, especialmente en los países de la periferia europea (España, Portugal, Irlanda, Italia y Grecia). La apreciación de un mayor riesgo soberano ha deteriorado las condiciones de financiación del sector bancario, dando lugar a asimetrías en el proceso de transmisión monetaria entre países.*

*The objective of this article is to analyze the impact that the sovereign debt crisis has had in the euro zone. Furthermore, this article examines the effects of sovereign risk on the monetary policy transmission in the euro zone through bank credit. The outbreak of the sovereign debt crisis in 2010 led to growing concerns about sovereign risk, especially in the countries of the European periphery (Spain, Portugal, Ireland, Italy and Greece). Greater sovereign risk has worsened the financing conditions of the banking sector, leading to asymmetries in the monetary transmission process across countries.*

*O objetivo deste artigo é analisar o impacto que teve a crise da dívida soberana na zona euro. Além disso, este artigo analisa os efeitos que o risco soberano está a ter sobre a transmissão da política monetária na área do euro através de crédito bancário. A eclosão da crise da dívida soberana em 2010 levou a crescentes preocupações sobre o risco soberano, especialmente nos países da periferia europeia (Espanha, Portugal, Irlanda, Itália e Grécia). A constatação do aumento do risco soberano piorou as condições de financiamento do sector bancário, levando a assimetrias no processo de transmissão da política monetária entre os países.*

DOI  
10.3232/GCG.2015.V9.N1.02

RECIBIDO  
20.11.2014

ACEPTADO  
04.02.2015

## 1. Introducción

La crisis financiera mundial que comenzó en 2008 se ha visto intensificada en Europa, y especialmente en la Eurozona, a raíz del estallido en 2010 de la crisis de deuda soberana. El excesivo endeudamiento en los años previos a la crisis puso en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas de varios países y su riesgo soberano aumentó considerablemente. Este hecho impactó principalmente sobre los países de la periferia europea (España, Portugal, Irlanda, Italia y Grecia). Los mercados soberanos se vieron fuertemente afectados, fruto de la percepción de los inversores sobre la viabilidad presupuestaria de estos países, lo cual se contagió rápidamente a las condiciones de financiación del sector bancario. Este escenario supuso que los impulsos comunes de política monetaria tuviesen efectos asimétricos. Dado que en la Eurozona la financiación procedente del sector bancario desempeña un papel primordial, el deterioro de la transmisión monetaria a través de las instituciones de crédito es un fenómeno que merece especial atención.

A este respecto, el estudio de los efectos que el riesgo soberano tiene sobre los costes de financiación bancaria y la oferta de crédito ha despertado un gran interés recientemente. Así, Albertazzi et al. (2014) muestran que para Italia un aumento de la prima de riesgo conduce a un incremento de los costes de financiación bancaria y a una reducción de la oferta crediticia. Babihuga y Spaltro (2014) encuentran, en un análisis sobre los principales bancos de Estados Unidos, Europa y Australia, que el riesgo soberano es uno de los principales determinantes de los costes de financiación bancarios. Por su parte, Gennaioli et al. (2014) muestran como el incumplimiento de los pagos derivados de la deuda pública se traduce en una caída del crédito privado. Finalmente, Cantero-Saiz et al. (2014) encuentran que en la Eurozona una contracción monetaria conduce a una reducción de la oferta crediticia más importante en países con elevado riesgo soberano.

El objetivo de este artículo es realizar un análisis de las repercusiones que ha tenido la crisis de deuda soberana en la Eurozona. Asimismo, este trabajo identifica los factores que explican las asimetrías generadas por el riesgo soberano en el proceso de transmisión de la política monetaria. Por último, se examina como las medidas que se están aplicando para atajar la crisis de deuda pueden contribuir a reducir las divergencias en el mecanismo de transmisión monetaria. También se aportan medidas complementarias debido a que las soluciones implantadas hasta el momento se han caracterizado por una falta de agilidad y por ser insuficientes para solventar la situación. Esto ha demostrado que resulta muy complicada la toma de decisiones en el seno de las instituciones europeas como consecuencia de las diferentes situaciones e intereses de los países, así como por sus distintos niveles de riesgo soberano. Así pues, el análisis de los posibles efectos del riesgo soberano sobre el proceso de transmisión monetaria es importante para identificar la heterogeneidad y las disfunciones que se producen entre países durante dicho proceso. El estudio de dichos efectos no es sólo relevante para Europa sino también para otros muchos países con un elevado riesgo soberano, como los pertenecientes a América Latina. Por otra parte, la crisis de deuda soberana de Europa también tiene importantes implicaciones económicas para otros países, especialmente para Estados Unidos, que es su principal socio comercial y destino de inversiones (Anaraki, 2012). La crisis está afectando especialmente al valor de los activos que los inversores estadounidenses poseen en Europa, principalmente aquellos relacionados con la deuda pública o el sector bancario.

### PALABRAS CLAVE

**Crisis de deuda soberana, Riesgo soberano, Política monetaria, Crédito bancario**

### KEY WORDS

**Sovereign debt crisis, Sovereign risk, Monetary policy, Bank credit**

### PALAVRAS-CHAVE

**Crise da dívida soberana, Risco soberano, Política monetária, Crédito bancário**

### CÓDIGOS JEL:

**E440; E520; G210**

Aparte de este primer apartado introductorio, la segunda sección realiza una breve revisión de la evolución de la crisis de deuda en Europa. En la sección tercera se explica el canal de crédito de la política monetaria, se esbozan los efectos que el riesgo soberano ha tenido sobre las condiciones de financiación del sector bancario y se analizan las posibles relaciones que pueden existir entre el riesgo soberano y la transmisión de la política monetaria a través de los bancos. La sección cuarta muestra las principales conclusiones del artículo y plantea posibles soluciones que permitan devolver la normalidad a los mercados financieros y restablecer la adecuada transmisión de la política monetaria.

.....

## 2. Origen y desarrollo de la crisis de deuda soberana

### 2.1. Primera etapa: los años pre-crisis (1999-2008)

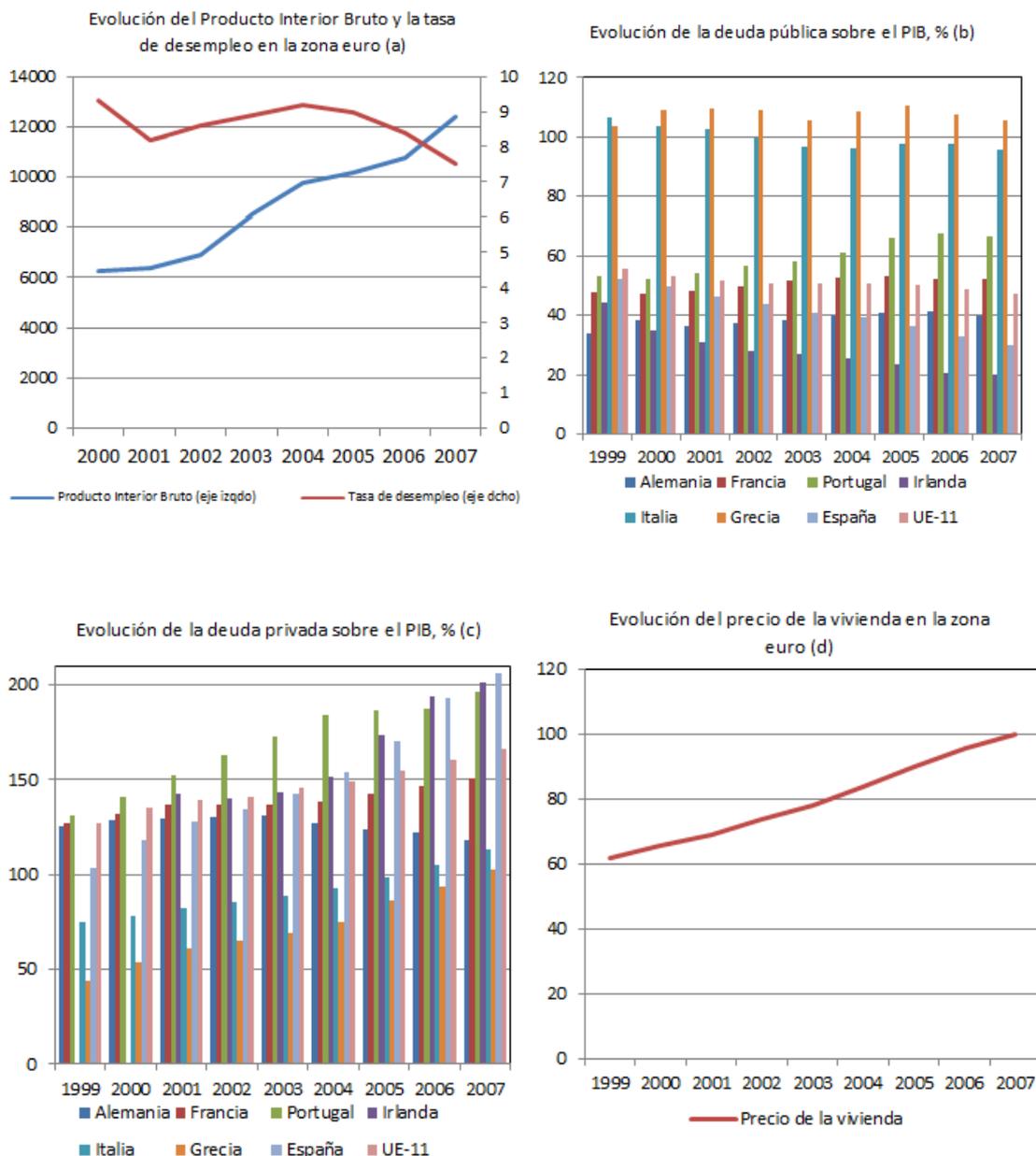
El largo proceso de integración entre los países que componen la Unión Económica y Monetaria (UEM) culminó en 1999 con la adopción del euro como moneda común. A partir de entonces el Banco Central Europeo (BCE) se responsabilizó de la política monetaria del conjunto de la UEM, quedando la política fiscal en el ámbito de competencias de cada uno de los países miembros.

Una de las consecuencias más destacables de todo este proceso de integración fue la convergencia de los rendimientos de los bonos emitidos por los distintos países miembros hacia el nivel de Alemania, el país más seguro. Esta situación impulsó notablemente los movimientos de capitales entre los países en busca de nuevas oportunidades de inversión rentables. Además, se produjo un recalentamiento de las economías, las cuales experimentaron diferenciales positivos de inflación y, en consecuencia, menores tipos de interés reales. Esto propició la existencia de crédito abundante en condiciones benignas, lo cual dio lugar a un espectacular crecimiento económico (véase [Gráfico 1a](#)). No obstante, este boom económico estuvo acompañado de un excesivo endeudamiento por parte del sector público, fundamentalmente en Italia y Grecia (véase [Gráfico 1b](#)), y del sector privado, principalmente en Irlanda, Portugal y España (véase [Gráfico 1c](#)). En este escenario de gran expansión económica el precio de los activos se incrementó de forma exponencial, especialmente el de la vivienda, lo que llevó a la aparición de burbujas inmobiliarias (véase [Gráfico 1d](#)).

En esta situación los gobiernos carecieron de la disciplina presupuestaria necesaria. La asignación del mismo riesgo de crédito a todos los países, pese a las importantes diferencias observadas en su situación presupuestaria, da cuenta de la infravaloración de riesgos que se produjo durante este período. Esta situación no contemplaba, por tanto, la posibilidad de que se produjese una crisis de deuda soberana. En consecuencia, el entorno institucional comunitario carecía de herramientas de gestión adecuadas para hacer frente a perturbaciones asimétricas que se pudiesen producir entre los países.

Todo este proceso de integración supuso también una mayor interdependencia entre los estados miembros, lo cual unido al fuerte endeudamiento y a un laxo sistema de prevención de crisis, generó el cóctel ideal para que potenciales shocks económicos se contagiasen rápidamente entre los países.

Gráfico 1. Evolución de las principales variables macroeconómicas en la zona euro



(a) El eje de la izquierda representa el Producto Interior Bruto en billones de dólares a precios corrientes. El eje de la derecha representa la tasa de desempleo (%) sobre el total de la población activa. (c) La UE-11 no incluye Luxemburgo. (d) Índice del precio medio de los inmuebles residenciales de la zona euro (2007 = 100).

Fuente: elaboración propia a partir de datos del World Development Indicators, la OCDE, EuroStat y el BCE.

## 2.2. Segunda etapa: la crisis económico-financiera (2008-2010)

El estallido de la crisis *subprime* en Estados Unidos y la caída de *Lehman Brothers* en 2008 golpearon fuertemente a los mercados de capitales y generaron graves problemas de liquidez a los bancos. El sistema financiero se colapsó y los bancos dejaron de prestarse entre sí, marcando el inicio de la crisis económico-financiera.

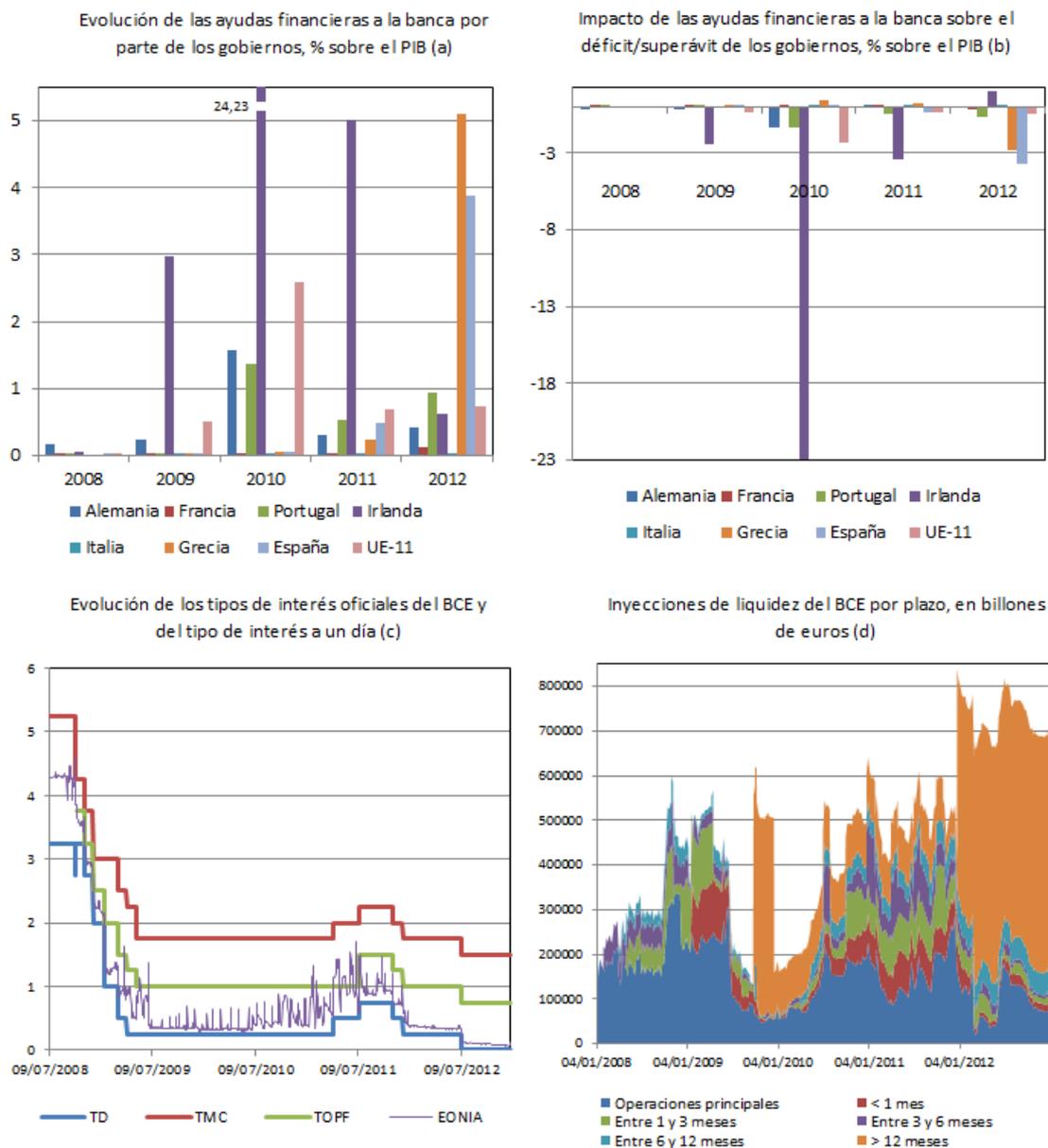
En Europa la crisis se consideró inicialmente un problema puramente bancario, por lo que los gobiernos de cada país pusieron cuantiosos recursos financieros a disposición de los bancos en aras de devolver la confianza al sector bancario e impulsar el crédito a la economía. El caso más notable de apoyo financiero a la banca fue el de Irlanda. Sin embargo, otros países como España y Grecia también han tenido que recurrir recientemente a los fondos públicos para costear el rescate de sus bancos (véase [Gráfico 2a](#)). Las ayudas financieras a la banca tuvieron un serio impacto sobre el déficit público de los países (véase [Gráfico 2b](#)).

El BCE también intervino para estabilizar los mercados financieros a través de la reducción de tipos de interés hasta mínimos históricos (véase [Gráfico 2c](#)). Asimismo, puso en marcha medidas no convencionales como complemento a la bajada de tipos. En concreto, modificó las subastas a tipo de interés variable por subastas a tipo fijo con volumen ilimitado de liquidez, amplió el sistema de activos de garantía, aumentó el plazo de las operaciones de financiación, realizó inyecciones de liquidez e instauró un programa de adquisiciones de bonos garantizados (véase [Gráfico 2d](#)).

Por otro lado, la incertidumbre sobre la valoración de algunos activos de los balances de las entidades (activos tóxicos) fomentó el desarrollo de dos tipos de sistemas de apoyo a los activos: los sistemas de aseguración de los activos y los sistemas de extracción de activos que se transferían a una institución separada (los llamados bancos malos).

En este contexto de gran apoyo a la banca, no se consideró el efecto que los rescates bancarios podían tener sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Este hecho tuvo graves repercusiones al precipitar la crisis de deuda que se desencadenó posteriormente.

Gráfico 2. Medidas de apoyo al sector bancario



(a) Para el cálculo de la cuantía total de las ayudas se considera: 1) Los intereses asociados a la financiación empleada para costear la ayuda, principalmente los derivados de las emisiones de deuda; 2) Las concesiones de fondos en forma de inyecciones de capital y 3) Los pagos derivados de las garantías que el gobierno otorga a las instituciones financieras. (c) TMC: Tipo marginal de crédito; TD: Tipo de depósito; TOPF: Tipo de las operaciones principales de financiación. EONIA (Euro Interbank Offered Rate): índice medio del tipo del euro a un día fruto de las operaciones de crédito interbancarias.

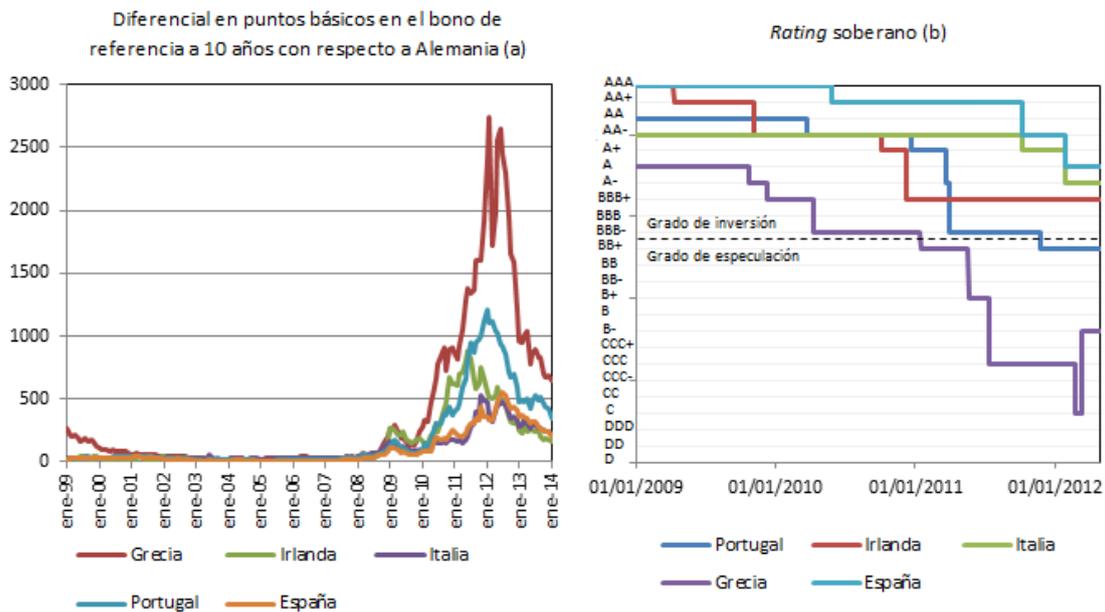
Fuente: elaboración propia a partir de datos de EuroStat, la OCDE y el BCE.

### 2.3. Tercera etapa: la crisis de deuda soberana (2010-actualidad)

En primavera de 2010 Grecia solicitó asistencia financiera a la Eurozona y al Fondo Monetario Internacional al conocerse que su déficit fiscal era mucho más elevado de lo que se pensaba. La crisis financiera pasó entonces a tener un nuevo cariz, convirtiéndose en una crisis de deuda soberana. La fuerte interconexión entre los mercados financieros, junto con la gran acumulación de deuda y las debilidades en la estructura institucional de la UEM, hizo que la crisis se propagase rápidamente a otros países, afectando principalmente a la periferia europea (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España).

Las tensiones soberanas impactaron negativamente en la confianza de los inversores, generando una creciente preocupación por el riesgo soberano. Esto se reflejó en los considerables incrementos en los rendimientos de deuda pública de los países más afectados, así como en las progresivas rebajas de su calificación crediticia por parte de las agencias de *rating* (véase Gráficos 3a y 3b). Las debilidades del sector público se contagiaron a las condiciones de financiación del sector bancario, lo cual supuso un riesgo para la estabilidad financiera y la transmisión de la política monetaria.

Gráfico 3. Evolución del riesgo soberano en la zona euro



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la OCDE y Fitch Ratings.

Esta situación tan problemática propició la adopción de varias medidas. Así, en junio de 2010 se constituyó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera con el propósito de financiar a los países de la UEM con dificultades para acceder a los mercados de capitales. Este fondo se utilizó para financiar los rescates de Irlanda en noviembre de 2010 y Portugal en mayo de 2011.

A su vez, el BCE introdujo medidas para favorecer el acceso a financiación de los bancos. En este sentido, prolongó la vigencia de sus medidas no convencionales, anunció un nuevo programa de adquisición de

bonos garantizados, extendió la vigencia de sus operaciones de financiación en moneda extranjera y adoptó medidas en materia de activos con garantía para asegurar el acceso a liquidez de los bancos. Asimismo, introdujo el Programa de Compra de Valores para hacer frente al mal funcionamiento de algunos mercados de valores y garantizar la correcta transmisión de los impulsos monetarios. Estas medidas supusieron un alivio temporal para la crisis de deuda, pero no solucionaron el problema de fondo.

### 3. Política monetaria y riesgo soberano: efectos asimétricos sobre el crédito bancario

El estallido de la crisis de deuda soberana generó una creciente preocupación por el impacto que el riesgo soberano puede tener sobre los intermediarios financieros, sus balances y su capacidad para conceder crédito. El empeoramiento del riesgo soberano ha incrementado los costes y reducido la disponibilidad de financiación de algunas entidades bancarias de la Eurozona, dando lugar a una fuerte diferenciación de precios entre países. Estos mayores problemas de financiación van a condicionar el proceso de transmisión de la política monetaria a través del crédito que concedan las entidades. En esta sección se realiza, en primer lugar, una breve revisión del canal de crédito como mecanismo de transmisión de la política monetaria. En segundo lugar, se muestran los efectos que el riesgo soberano ha tenido sobre las condiciones de financiación del sector bancario. En tercer lugar, se analizan las relaciones existentes entre el riesgo soberano y el canal de crédito de la política monetaria.

#### 3.1. El canal de crédito de la política monetaria

La presente crisis ha demostrado que los intermediarios financieros son una pieza vital en el proceso de transmisión de los impulsos monetarios a la economía real, dado el papel que desempeñan como oferentes de crédito. Esto ha suscitado un creciente interés por el estudio del canal de crédito como mecanismo de transmisión de la política monetaria<sup>1</sup> (véase Opiela, 2008; Altunbas et al., 2010; Gambacorta y Marques-Ibanez, 2011). El canal de crédito surge debido a la presencia de imperfecciones en los mercados financieros y se divide principalmente en dos sub-canales: el canal de hojas de balance y el canal de préstamos bancarios.

El canal de hojas de balance (*balance sheet channel*) se basa en los efectos que la política monetaria tiene sobre el patrimonio neto de las empresas. Una subida de tipos de interés, fruto de una política monetaria contractiva, deteriora los balances de los prestatarios ya que aumenta el servicio de su deuda y reduce el valor de los activos que pueden ser utilizados como colaterales en las operaciones crediticias. Este hecho induce a los prestamistas a exigir mayores tipos de interés y a restringir su oferta de préstamos (Bernanke y Gertler, 1995).

El canal de préstamos bancarios (*bank lending channel*) se centra en la influencia de las variaciones de política monetaria sobre el acceso de las instituciones bancarias a fondos prestables, tales como

1. Se denomina mecanismo de transmisión a los procesos por los que las decisiones de política monetaria del Banco Central afectan a la economía y al nivel de precios. Los principales mecanismos de transmisión incluyen el canal de tipo de interés, el canal de tipo de cambio, el canal del precio de otros activos, el canal de crédito y el canal de las expectativas de los agentes económicos (Mishkin, 1995). El canal de las expectativas es un mecanismo implícito en el resto de canales, pero dada su importancia la literatura lo ha considerado como un canal adicional. Todos estos canales no son mecanismos independientes sino que están interrelacionados entre sí.

depósitos o financiación de mercado. Una política monetaria restrictiva incrementa el nivel de reservas bancarias que las instituciones de crédito deben mantener en el Banco Central, lo que reduce la base de depósitos para poder satisfacer las nuevas exigencias de reservas. Además, una política monetaria contractiva reduce el rendimiento de los depósitos en relación a otros activos, lo que disminuye la preferencia de los depositantes por mantenerlos. Dado que los depósitos son una importante fuente de financiación para las entidades bancarias, una disminución de los mismos originará una contracción de la oferta de préstamos (Bernanke y Blinder, 1988). Asimismo, los shocks monetarios también afectan a la financiación de mercado de las entidades bancarias. En este sentido, una restricción monetaria incrementa la prima de financiación externa de los bancos y, por tanto, sus costes de financiación. Estos mayores costes se trasladarán en una disminución de la oferta crediticia (Disyatat, 2011).

### 3.2. Riesgo soberano y condiciones de financiación del sector bancario

La crisis actual ha puesto de manifiesto las deficiencias en el diseño institucional de la UEM y ha supuesto un retroceso importante en el proceso de integración de los mercados financieros que tuvo lugar desde la creación de la moneda única en 1999. La fragmentación de los mercados financieros se ha visto agudizada por la irrupción de la crisis de deuda en la primavera de 2010 y la consiguiente preocupación por el riesgo soberano de algunos países de la Eurozona. La apreciación de un mayor riesgo soberano se ha transmitido a las condiciones de financiación de la banca nacional a través de diversos canales (CGFS, 2011): canal de tenencias de activos, canal de liquidez/colateral, canal de *rating* soberano y canal de garantías del gobierno.

En primer lugar, el canal de tenencias de activos (*asset holdings channel*) demuestra que un empeoramiento del riesgo soberano reduce el valor de los bonos de deuda pública que mantienen las entidades en su balance, lo que conlleva un debilitamiento del mismo y, por tanto, un acceso a financiación más costoso (Gennaioli et al., 2014). Este mecanismo es especialmente relevante en Europa donde los bancos están altamente expuestos a la deuda de su país de origen. En segundo lugar, el canal de liquidez/colateral (*liquidity/collateral channel*) afirma que un mayor riesgo soberano limita el valor de los títulos de deuda pública como colateral que las entidades pueden utilizar en las operaciones de financiación (Allen y Moessner, 2012). En tercer lugar, el canal de *rating* soberano (*sovereign rating channel*) sostiene que las rebajas en el *rating* de deuda soberana van frecuentemente acompañadas de rebajas en el *rating* individual de los bancos nacionales, lo cual incrementa su riesgo y restringe su acceso a financiación (Alsakka et al., 2014). En cuarto lugar, el canal de garantías del gobierno (*government guarantees channel*) revela que un deterioro del riesgo soberano reduce los beneficios que las entidades sistémicas obtienen de garantías por parte de sus respectivos gobiernos, las cuales han contribuido tradicionalmente a reducir sus costes de financiación. Sin embargo, dadas las recientes tensiones de deuda soberana, el valor de dichas garantías se ha visto mermado en los países más débiles de la Eurozona, lo cual ha repercutido negativamente sobre las condiciones de financiación de sus bancos (Acharya, et al., 2014). Por otro lado, la aversión al riesgo y la mayor incertidumbre también han contribuido al encarecimiento de los costes de financiación de las entidades en países con riesgo soberano.

### 3.3. Riesgo soberano y canal de crédito de la política monetaria

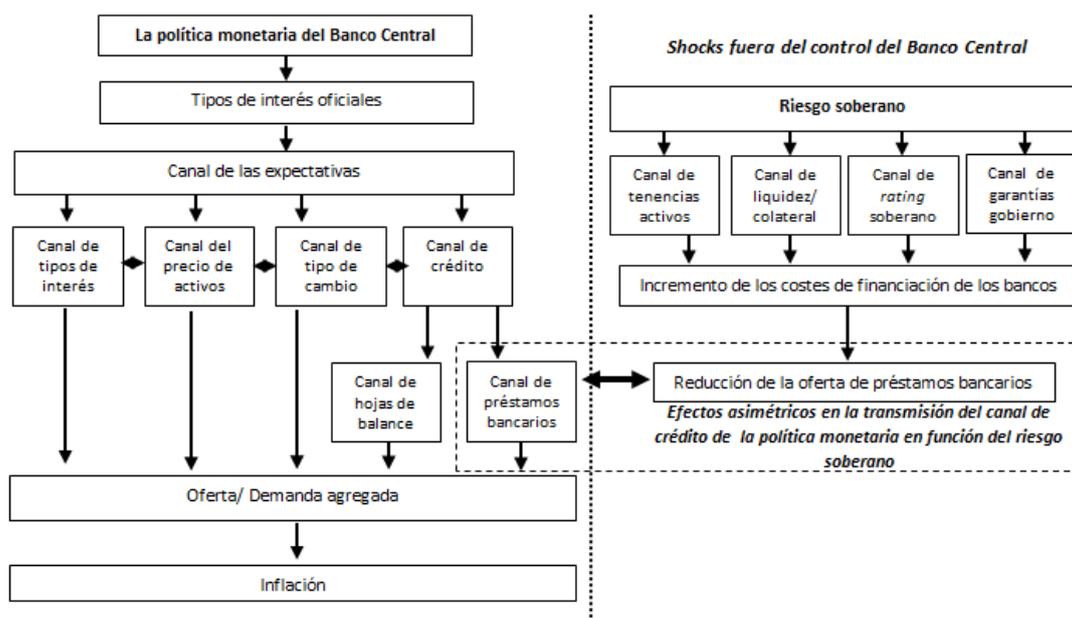
De los canales desarrollados en el epígrafe anterior, se desprende que las condiciones de financiación son más desfavorables para las entidades bancarias que operan en países con mayor riesgo soberano,

lo cual va a tener repercusiones sobre el canal de préstamos bancarios de la política monetaria. La Figura 1 resume las relaciones que se producen entre la política monetaria y el riesgo soberano a través del crédito bancario. En el lado izquierdo de la Figura 1 se presentan los canales de transmisión de la política monetaria recogidos en el epígrafe 3.1. El lado derecho de la Figura 1 refleja los canales por los que el riesgo soberano afecta a las condiciones de financiación de los bancos, los cuales han sido descritos en el epígrafe 3.2.

A partir de estos planteamientos, el riesgo soberano va a condicionar el canal de préstamos bancarios de la política monetaria a través de su efecto sobre las siguientes variables:

1. Los costes de financiación de las entidades bancarias.
2. Las reservas de liquidez por precaución de las entidades bancarias.
3. La oferta crediticia de las entidades bancarias y los tipos de interés aplicados a sus clientes.

Figura 1. Cuadro-resumen de las relaciones entre la política monetaria y el riesgo soberano



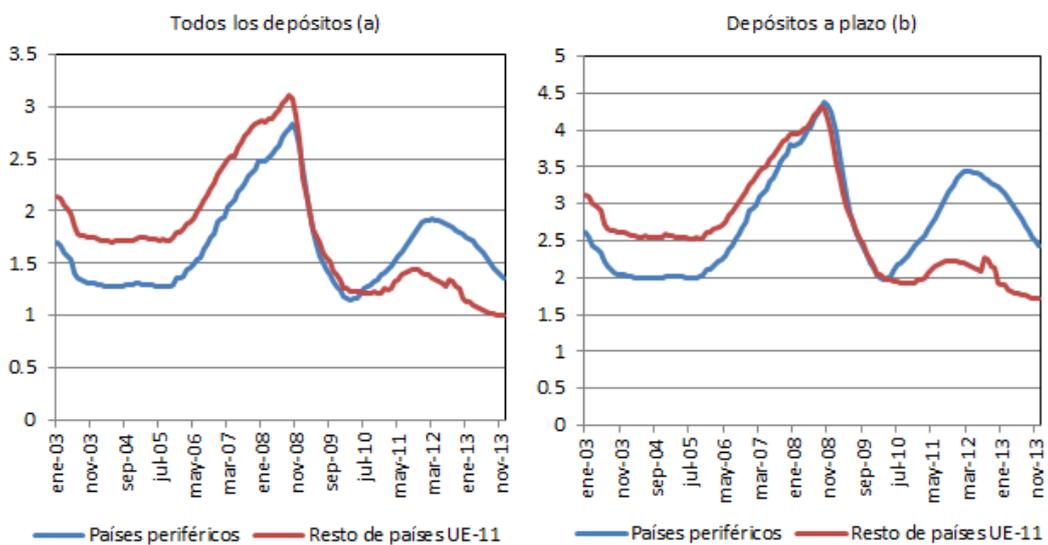
Fuente: elaboración propia.

A continuación se analizan los efectos que tiene el riesgo soberano sobre cada una de las tres variables mencionadas anteriormente.

En primer lugar, se analiza la influencia que ejerce el riesgo soberano sobre los costes de financiación de las entidades bancarias (depósitos y financiación de mercado). Los Gráficos 4a y 4b recogen la evolución de los tipos de interés sobre los depósitos bancarios de los hogares y empresas no financieras. Los resultados muestran que durante la crisis todos los bancos han experimentado notables presiones financieras. Sin embargo, los países de la periferia han soportado mayores tipos de interés a la hora de emitir depósitos, principalmente depósitos a plazo (véase Gráfico 4b). Las diferencias en el coste de

los depósitos entre países periféricos y el resto de países de la UE-11 son más pronunciadas a partir de 2010, coincidiendo con el estallido de la crisis de deuda soberana. Esto refleja las mayores primas exigidas por los depositantes para compensar el aumento del riesgo soberano. Estos resultados pueden revelar también los intentos de los bancos de ofrecer condiciones más atractivas para atraer depósitos y contrarrestar la reducción de financiación de mercado que ocasionó el riesgo soberano.

**Gráfico 4. Evolución de los tipos de interés (%) sobre los depósitos bancarios de los hogares y las empresas no financieras**

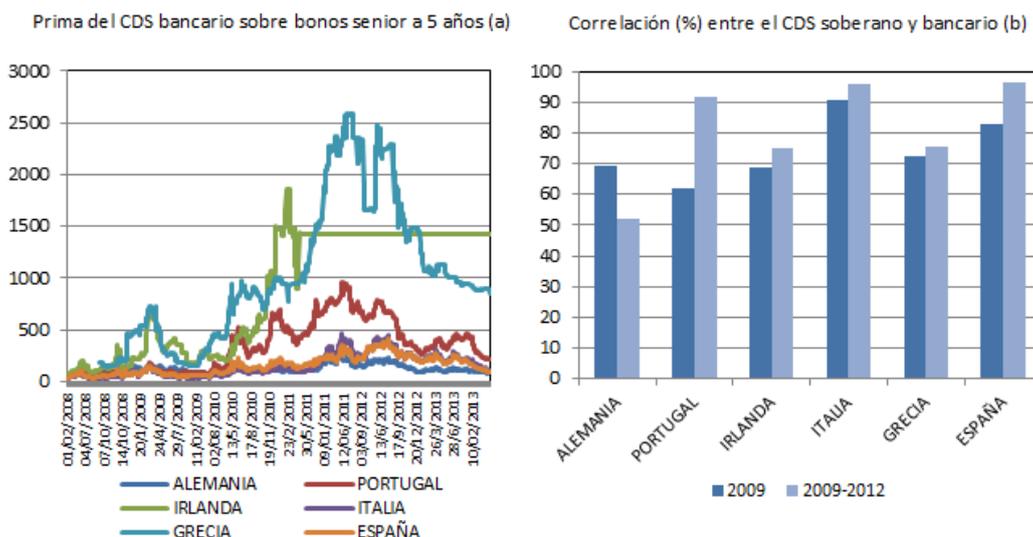


Datos mensuales promedio ponderado para cada grupo de países. Países periféricos: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España. Resto de países UE-11: Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Holanda y Luxemburgo. (a) Incluye depósitos a la vista y depósitos a plazo.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCE.

El Gráfico 5a muestra la evolución de los costes de financiación en los mercados mayoristas a través de la prima sobre los CDS (*Credit Default Swap*) de los principales bancos de cada país. Concretamente, se comparan los CDS de los principales bancos de los países periféricos con el CDS del principal banco de Alemania (el país con el nivel de riesgo soberano más bajo de la Eurozona). La prima sobre los CDS se incrementó en todos los países a raíz de la crisis de deuda en 2010, sin embargo, los aumentos han sido mucho más notorios en los países periféricos. De acuerdo al BCE (2012), antes del estallido de la crisis de deuda soberana, el acceso a financiación de mercado por parte de las entidades dependía básicamente de su calificación crediticia individual. Sin embargo, posteriormente este acceso pasó a estar condicionado principalmente por el *rating* soberano de su país de origen. En el Gráfico 5b se aprecia que la correlación entre el CDS soberano y bancario fue muy alta en la Eurozona, siendo especialmente fuerte en los países de la periferia. Teniendo en cuenta solo el año 2009, año previo al estallido de la crisis de deuda, se observa para los países periféricos que esta correlación era menor en comparación con el período que incluye también la crisis de deuda (2009-2012).

**Gráfico 5. Evolución de los costes de financiación de los bancos en los mercados mayoristas**



Entidades bancarias: Deutsche Bank, Banco Espírito Santo, Allied Irish Bank, Intesa Sanpaolo, Alpha Bank y Banco Santander.

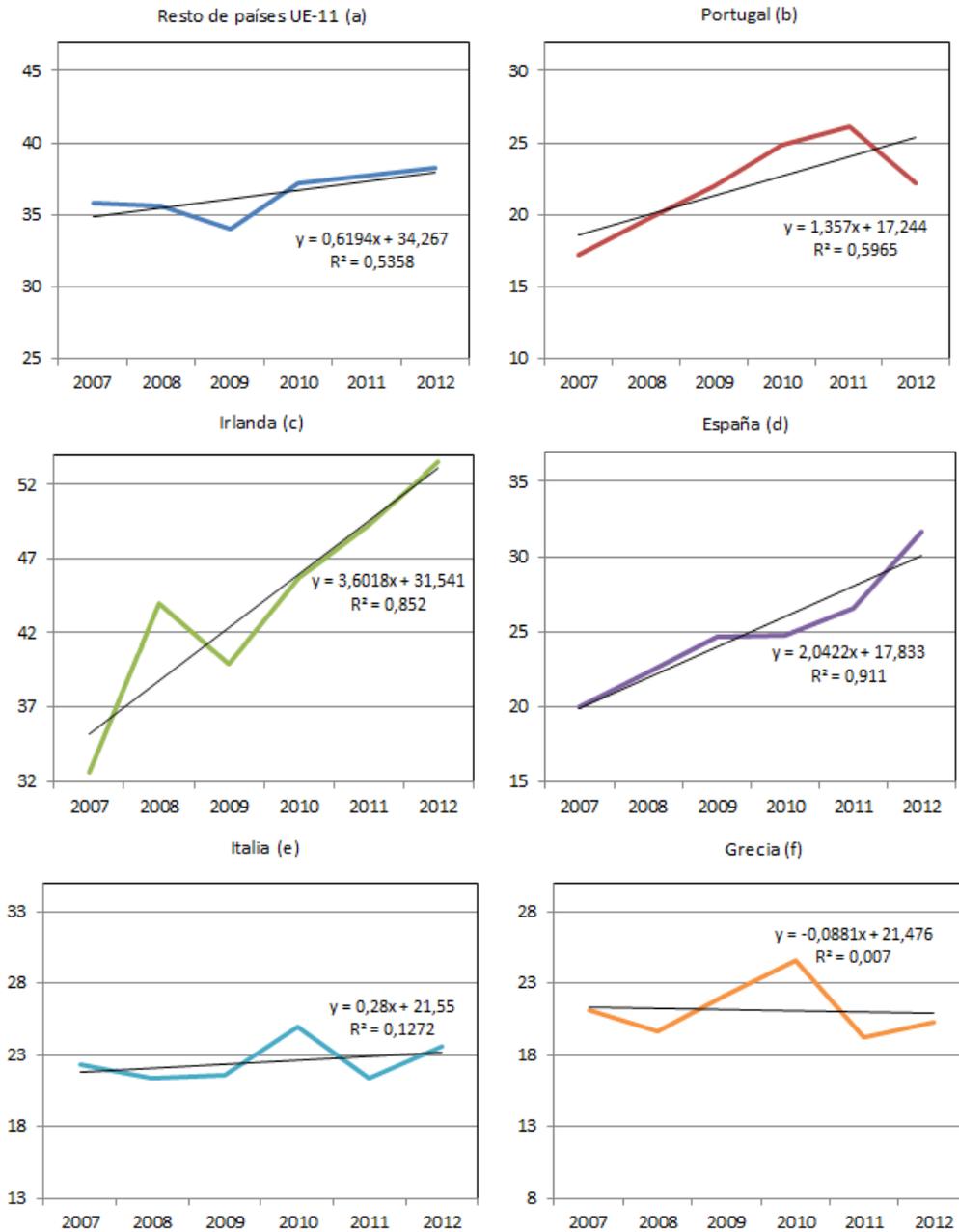
Fuente: elaboración propia a partir de datos de Datastream.

En segundo lugar, se examina la incidencia del riesgo soberano sobre la liquidez por precaución que mantienen las entidades. La reciente crisis ha generado importantes perturbaciones en los mercados de crédito, lo cual ha inducido a las entidades a acumular liquidez en perjuicio de su oferta de préstamos (Benmelech y Bergman, 2012). Sin embargo, las entidades más afectadas por el riesgo soberano han incrementado sus reservas de liquidez de forma más pronunciada debido a la gran incertidumbre que soportan a la hora de acceder a fuentes de fondos (Zawadowski, 2011) y a su mayor riesgo de refinanciación fruto de sus elevados costes financieros<sup>2</sup> (Unsal y Cáceres, 2011).

El Gráfico 6 muestra la evolución de la proporción media de liquidez sobre activos. En general, la banca de todos los países ha incrementado sus reservas de liquidez durante la crisis. Sin embargo, dicho incremento ha sido más pronunciado en varios países de la periferia (Portugal, Irlanda y España), dado que la pendiente de la recta referente a su evolución de liquidez es superior a la que se obtiene para el resto de países de la UE-11 (véase Gráficos 6a, 6b, 6c y 6d). Esta mayor pendiente indicaría que la liquidez ha aumentado de manera más rápida en Portugal, Irlanda y España, posiblemente debido a las mayores dificultades de financiación y la mayor aversión al riesgo. Sin embargo, no todos los países de la periferia se han visto afectados por este hecho. La liquidez de los bancos italianos posee una tendencia ligeramente creciente, aunque menos notoria que la de otros países (véase Gráfico 6e). El riesgo soberano en Italia aumentó en menor medida y de forma más tardía en comparación con el resto de países de la periferia, lo cual podría explicar este hecho. Por otro lado, Grecia es el único país periférico que ha seguido un comportamiento de liquidez distinto durante la crisis, manteniendo en términos generales una tendencia prácticamente plana (véase Gráfico 6f). Esto puede deberse a que el Banco Central griego empleó el paquete de rescate y la liquidez proporcionada por el Eurosistema para impulsar el crédito interno y retrasar así la recesión (Tornell y Westermann, 2011).

2. El riesgo de refinanciación surge cuando existen activos a largo plazo financiados con pasivos a corto. Es el riesgo de que al vencimiento las deudas sean más costosas o imposibles de refinar. Mayores costes financieros incrementan el riesgo de refinanciación, ya que la deuda tiene que ser refinanciada a un coste superior.

Gráfico 6. Evolución de la proporción de liquidez mantenida por las entidades de crédito

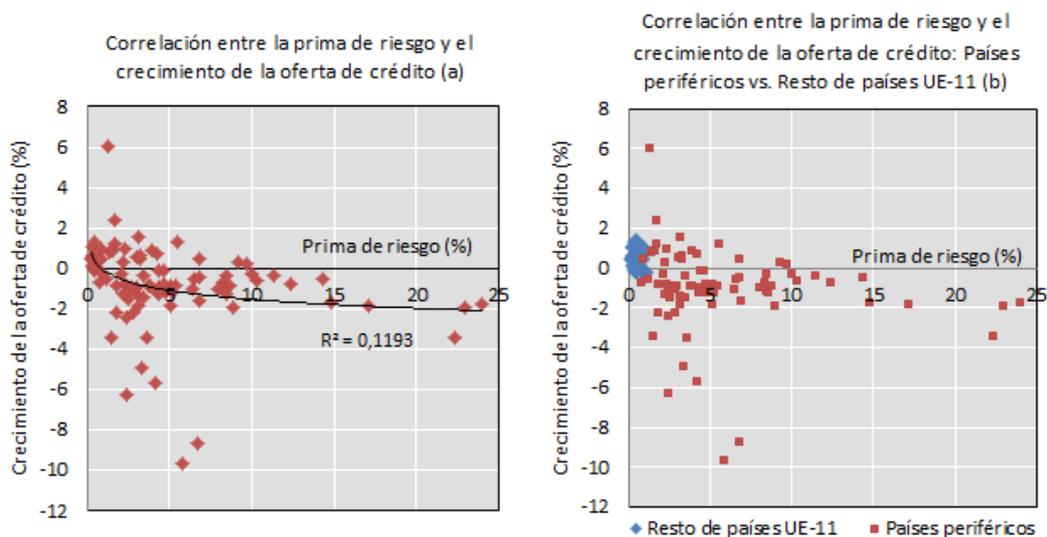


El eje vertical representa la proporción media anual de liquidez sobre el total activo (%) ponderada por el tamaño de las entidades de crédito de cada país. Muestra de 22.191 entidades. (a) Resto de países UE-11: Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Holanda y Luxemburgo.

Fuente: elaboración propia a partir de datos de BankScope.

En tercer lugar, se estudia el impacto que el riesgo soberano ejerce sobre la oferta crediticia y los tipos de interés de los préstamos. Los Gráficos 7a y 7b muestran la relación entre el riesgo soberano y el crecimiento de la oferta de préstamos bancarios al sector privado no financiero. El Gráfico 7a refleja que existe una correlación negativa entre ambas variables, lo que indica que los países con mayor riesgo soberano han experimentado menores tasas de crecimiento de préstamos. Esto podría venir motivado por las restricciones de financiación a las que ha tenido que hacer frente la banca de dichos países y por el mayor acaparamiento de liquidez. El Gráfico 7b muestra que la correlación negativa entre el riesgo soberano y la variación de la oferta de préstamos ha sido más notable en los países de la periferia europea. Como se puede observar, las tasas negativas de crecimiento del crédito (parte inferior del eje) afecta principalmente a los países periféricos. En cambio, la oferta crediticia del resto de países de la UE-11 ha experimentado modificaciones más moderadas.

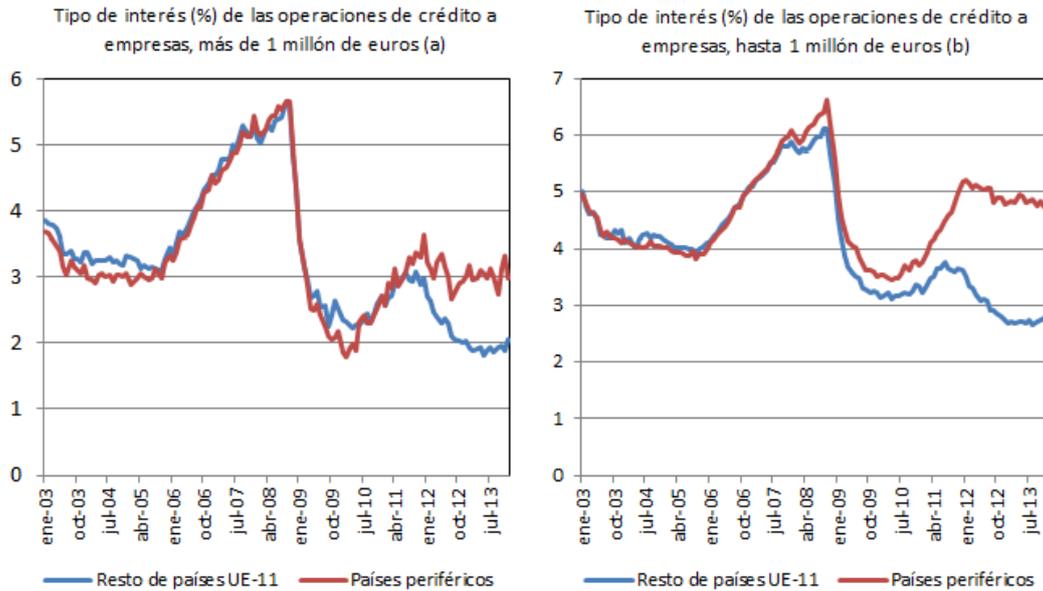
**Gráfico 7. Relación entre el riesgo soberano y el crecimiento de la oferta de préstamos**



La prima de riesgo (eje horizontal) representa el diferencial en el bono de referencia a 10 años con respecto a Alemania. (a) Datos para la UE-11 y Grecia durante el período T12010-T42013. (b) Resto de países UE-11: Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Holanda y Luxemburgo. Países periféricos: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España. Período considerado: T12010-T42013.

*Fuente: elaboración propia a partir de datos del BIS y la OCDE.*

Los Gráficos 8a y 8b muestran la evolución de los tipos de interés del crédito a empresas. Los tipos han aumentado en los países de la periferia y han disminuido en el resto de países de la UE-11, lo que revela las distintas condiciones de financiación que han aplicado las entidades a sus clientes. Asimismo, las pequeñas y medianas empresas han sido las más perjudicadas por la crisis de deuda ya que dependen principalmente de la financiación bancaria, al no tener acceso a los mercados de capitales (véase Gráfico 8b).

**Gráfico 8. Evolución de los tipos de interés de las operaciones de crédito a empresas**

Datos mensuales promedio ponderado para cada grupo de países. Países periféricos: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España. Resto de países UE-11: Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Holanda y Luxemburgo. (a) El resto de países UE-11 no incluye Bélgica. Los préstamos por cuantía superior a 1 millón de euros se suelen asociar a las grandes empresas. (b) Los préstamos por cuantía inferior a 1 millón de euros se suelen vincular a las pequeñas y medianas empresas.

*Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCE.*

El análisis de los efectos del riesgo soberano sobre las tres variables desarrolladas anteriormente, permite concluir que el canal de préstamos bancarios de la política monetaria no se va a transmitir igual entre países. Otro posible efecto que hay que tener en cuenta es que la influencia del riesgo soberano sobre el canal de préstamos bancarios va a ser distinta durante restricciones y expansiones monetarias (Cantero-Saiz et al., 2014).

Una política monetaria restrictiva conduce a una disminución de la oferta de préstamos, ya que repercute sobre el acceso de las entidades a fondos prestables (depósitos y financiación de mercado) y su coste. Esta reducción del crédito debiera ser más acusada para las entidades que operan en países con riesgo soberano elevado, dados los mayores costes y restricciones que soportan para acceder a financiación, así como su mayor acaparamiento de liquidez.

Por otra parte, el efecto beneficioso de una política monetaria expansiva sobre la oferta de crédito va a ser menor en países con riesgo soberano. Una bajada de tipos de interés a raíz de una expansión monetaria, alivia las fricciones financieras e incrementa los activos que las entidades pueden prestar (Boivin et al., 2010). Asimismo, tipos de interés más bajos reducen el riesgo de la cartera de préstamos de las entidades, lo cual las incentiva a expandir su oferta de préstamos y a relajar sus normas de concesión de créditos (Paligorova y Santos, 2012). Sin embargo, las entidades en países con riesgo soberano alto podrían verse menos beneficiadas de una bajada de tipos de interés, ya que su acceso a

financiación es más limitado y costoso y que, además, tienden a mantener mayores reservas de liquidez por cautela. En consecuencia, dichas entidades serían menos capaces de transmitir plenamente los efectos expansivos que sobre el crédito tiene la relajación de las condiciones monetarias.

El [Gráfico 9](#) muestra la evolución del crédito en relación a los tipos de interés del BCE en la UE-11 y Grecia. Como se puede comprobar, el BCE redujo drásticamente sus tipos de interés para fomentar los flujos de crédito. Sin embargo, estas medidas solo han tenido el efecto expansivo deseado en los países menos afectados por el riesgo soberano (véase [Gráfico 9a](#)). En cambio, los países periféricos experimentaron tasas de crecimiento de préstamos mayoritariamente negativas (Italia principalmente a partir de 2012), pese a la gran expansión monetaria que aplicó el BCE (véase [Gráfico 9b](#)). Estos resultados demuestran que el riesgo soberano ha podido contrarrestar los efectos beneficiosos de una reducción de tipos de interés, precisamente en aquellos países que más necesitan de los impulsos monetarios.

#### 4. Conclusiones e implicaciones

La fragmentación financiera que se produjo durante la crisis y la constatación de un vínculo entre los riesgos soberano y bancario han reducido la efectividad de la política monetaria única. En este contexto las acciones de política monetaria han tenido distinto impacto en los países, donde los estados con mayor riesgo soberano se han visto menos beneficiados de la fuerte bajada de tipos de interés aplicada por el BCE. Este escenario ha dejado al descubierto las principales carencias de la Unión Europea y ha demostrado la imposibilidad de crear una auténtica UEM solo en base a una moneda y política monetaria común.

A pesar de los esfuerzos realizados, todavía queda un largo camino por recorrer para conseguir una unión monetaria firme. Se hace necesario, por tanto, aplicar una serie de medidas en aras de reducir las divergencias observadas en el proceso de transmisión de la política monetaria.

En este sentido, la Unión Bancaria Europea representa un paso importante y necesario en el proceso de integración. Dicho proyecto nace en verano de 2012 con el propósito de aplicar las mismas normas a todos los bancos independientemente de su país de origen, restaurando así la confianza en el sector bancario. El mencionado proyecto se articula en torno a tres pilares: Mecanismo Único de Supervisión, Mecanismo Único de Resolución y Directiva sobre Sistemas de Garantía de Depósitos común.

El Mecanismo Único de Supervisión se basa en el establecimiento del BCE como supervisor único para garantizar la seguridad y la solidez del sistema bancario. Supone la transferencia a nivel europeo de las funciones supervisoras que tradicionalmente han desempeñado los supervisores nacionales. El BCE asume la supervisión directa de los bancos significativos de cada país y delegará la supervisión del resto de bancos a los supervisores nacionales.

El Mecanismo Único de Resolución pretende centralizar todas las decisiones y acciones que hagan posible la resolución ordenada de las entidades en dificultades a partir de unos criterios unificados. Este mecanismo de resolución tendrá el mismo ámbito de actuación que el mecanismo de supervisión y el coste de las intervenciones bancarias será financiado mediante un Fondo Único de Resolución Bancaria. Dicho fondo provendrá de aportaciones del sector bancario.

La Directiva sobre Sistemas de Garantía de Depósitos establece una normativa común con el objetivo de mejorar la protección de los depósitos, mantener la confianza de los depositantes y fortalecer la red de seguridad. Los depósitos estarán cubiertos hasta 100.000 euros salvo casos especiales (venta de vivienda, matrimonio, divorcio, jubilación, etc.), en los que los depositantes disfrutarán de una mayor cobertura, pero temporalmente limitada (máximo 12 meses). Asimismo, se protegerán todos los depósitos de particulares y empresas independientemente de su tamaño y se mejorará la información que reciben los depositantes. Finalmente, en caso de quiebra, el plazo en el que los depositantes recibirán sus fondos se reducirá progresivamente hasta ser de 7 días hábiles a partir del 1 de enero de 2024.

La unión bancaria representa un objetivo sumamente ambicioso, pero plantea numerosas incógnitas. La entrada en vigor de algunos de sus mecanismos se ha dilatado mucho en el tiempo. Por otro lado, puede que el Fondo Único de Resolución Bancaria no cuente con suficientes recursos. Además, la supervisión bancaria única del BCE puede todavía generar numerosas interferencias con la consecución de los objetivos de política monetaria, pese a las medidas adoptadas al respecto.

Ante estos problemas es necesario adoptar otras medidas complementarias que rompan con la espiral de riesgo soberano y bancario y frenen la fragmentación financiera. Así, el sistema bancario debe ser reforzado a través de las mayores exigencias de capital y el conjunto de reformas vinculadas a la adopción de Basilea III, lo cual disminuirá la posibilidad de que se produzcan crisis bancarias. Además, los países con excesivo déficit deben establecer un mejor control de sus finanzas con el fin de reducir los diferenciales en el rendimiento de los bonos soberanos.

La implantación de todos estos cambios es un proceso largo y complejo, pero cuando sea realidad el mercado único se dispondrá de un sector bancario más estable con unas condiciones de financiación más homogéneas entre países, se contribuirá a romper el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario y, en definitiva, se contará con una Europa más integrada desde el punto de vista monetario, bancario, fiscal y político.

El conocimiento de las diferencias en la transmisión de la política monetaria debidas al riesgo soberano, mostradas en este trabajo, es sumamente relevante para los países de América Latina, ya que muchos de ellos cuentan con elevados riesgos soberanos o han atravesado crisis de deuda soberana. En Europa, el apoyo financiero proporcionado por el BCE a los bancos de los países en dificultades ha sido crucial para evitar un agravamiento de la crisis. A diferencia del BCE, cuyos fondos provienen de aportaciones de numerosos países, los bancos centrales de los países Latinoamericanos no disponen generalmente de los recursos suficientes para realizar una actuación similar (Cavallo, et al, 2014). Sin embargo, a diferencia de los países europeos, los países de América Latina cuentan con una política monetaria y cambiaria propia con la que contrarrestar los efectos de un elevado riesgo soberano.

.....

## Bibliografía

- Acharya, V.; Drechsler, I. y Schnabl, P. (2014): "A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk", *The Journal of Finance*, Vol. 69, núm. 6, pp. 2689-2739.
- Albertazzi, U.; Ropele, T.; Sene, G. y Signoretti, F.M. (2014): "The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 46, pp. 387-402.
- Allen, W.A. y Moessner, R. (2012): "The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis". *BIS Working Papers*, núm. 390.
- Alsakka, R.; Gwilym, O. y Vu, T.H. (2014): "The sovereign-bank rating channel and rating agencies' downgrades during the European debt crisis", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 49, pp. 235-257.
- Altunbas, Y.; Gambacorta, L. y Marques-Ibanez, D. (2010): "Bank risk and monetary policy", *Journal of Financial Stability*, Vol. 6, núm. 3, pp. 121-129.
- Anaraki, N.K. (2012): "What does the EU crisis mean for the U.S. economy?", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, núm. 7, pp. 105-116.
- Babibuga, R. y Spaltro, M. (2014): "Bank funding costs for international banks", *IMF Working Paper*, WP/14/71.
- Benmelech, E. y Bergman, N.K. (2012): "Credit traps", *American Economic Review*, Vol. 102, núm. 6, pp. 3004-3032.
- Bernanke, B.S. y Blinder, A.S. (1988): "Credit, money and aggregate demand". *The American Economic Review*, Vol. 78, núm. 2, pp. 435-439.
- Bernanke, B.S. y Gertler, M. (1995): "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, núm. 4, pp. 27-48.
- Boivin, J.; Kiley, M.T. y Mishkin, F.S. (2010): "How has the monetary transmission evolved over time?" *National Bureau of Economic Research*, núm. W15879.
- Cantero-Saiz, M.; Sanfilippo-Azofra, S.; Torre-Olmo, B. y Lopez-Gutierrez, C. (2014): "Sovereign risk and the bank lending channel in Europe". *Journal of International Money and Finance*, Vol. 47, pp. 1-20.
- Cavallo, E.A.; Fernández-Arias, E. y Powell, A. (2014): "Is the Euro-zone on the Mend? Latin American examples to analyze the Euro question", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 47, pp. 243-257.
- CGFS (2011): "The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions". *CGFS Papers*, núm. 43.
- Disyatat, P. (2011): "The bank lending channel revisited". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 43, núm. 4, pp. 711-734.
- European Central Bank (2012): "Financial integration in Europe". *European Central Bank, Eurosystem*.
- Gambacorta, L. y Marques-Ibanez, D. (2011): "The bank lending channel: lessons from the crisis". *Economic Policy*, Vol. 26, núm. 66, pp. 135-182.
- Gennaioli, N.; Martin, A. y Rossi, S. (2014): "Sovereign default, domestic banks, and financial institutions". *The Journal of Finance*, Vol. 69, núm. 2, pp. 819-866.
- Mishkin, F.S. (1995): "Symposium on the monetary transmission mechanism". *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, núm. 4, pp. 3-10.
- Opiela, T. (2008): "Differential deposit guarantees and the effect of monetary policy on bank lending". *Economic Inquiry*, Vol. 46, núm. 4, pp. 610-623.
- Paligorova, T. y Santos, J.A.C (2012): "Monetary policy and bank risk taking: evidence from the corporate loan market". *Working paper*, Federal Reserve Bank of New York.
- Tornell, A. y Westermann, F. (2011): "Greece: the sudden stop that wasn't", en *VOX CEPR's Policy Portal*.
- Unsal, D.F. y Cáceres, C. (2011): "Sovereign spreads and contagion risks in Asia". *International Monetary Fund*, núm. 11.
- Zawadowski, A. (2011): "Interwoven lending, uncertainty and liquidity hoarding". *Boston U. School of Management Research Paper*, núm. 2011-13.