



Crisis de Deuda Soberana Europea y el Sistema Bancario Dual Español

La relación entre solidez soberana, macroeconómica y bancaria es alta. La caída de la estabilidad financiera y económica de los países europeos, ha llevado a la disminución de sus clasificaciones de riesgo sobre la deuda soberana. Esto, a su vez, ha llevado a una disminución en las clasificaciones de los bancos, reflejando no sólo la débil capacidad de apoyo al sistema bancario por parte de los gobiernos, sino también el debilitamiento de la resistencia propia de las entidades financieras, junto con un deterioro de la calidad de los activos y restricciones, disponibilidad y costo al acceso de financiamiento.

La mayoría de los bancos y las cajas de ahorro en España originan sus propios activos, los cuales generalmente son portafolios compuestos por deuda en hipotecas residenciales, préstamos a empresas grandes, medianas y pequeñas o préstamos de consumo no protegidos. El riesgo que asumen al incurrir en dichos instrumentos, genera una fuerte necesidad de respaldo, en caso de verse afectados por una estrechez de liquidez del mercado. Dicho respaldo ha sido, en el mejor de los casos, insuficiente. Esto ha inducido a que la crisis de la deuda soberana se traduzca en un cambio en la estructura financiera de España, afectando, ampliamente, el acceso al financiamiento.

Efectos de la deuda soberana sobre la estructura financiera

Existe una fuerte relación entre las finanzas gubernamentales, las condiciones macroeconómicas y el sector bancario.

Un caso que permite entender de forma significativa esta relación, es la burbuja inmobiliaria española que mantuvo un “boom” de propiedades inmobiliarias, por cerca de una década. Cuando una burbuja del sector inmobiliario colapsa, el sector bancario debe asumir fuertes pérdidas. Aumenta la incertidumbre con respecto a la posibilidad de poder resistir dichas pérdidas por parte del sistema bancario, lo que

El sentimiento anti-bancario se perfila como el mayor impedimento para reestructurar de forma adecuada el sistema financiero, en especial por avanzar hacia nuevas elecciones.

lleva a una disminución en la confianza y genera una mayor dificultad de financiamiento. Mientras mayor sea la dependencia de los bancos en estos casos, puede conllevar a un deterioro de las finanzas públicas, si es que el gobierno decide apoyar al sistema financiero, lo que generalmente ocurre. Si la carga resulta ser mayor a la esperada, el gobierno opta por reparar su propia condición financiera mediante medidas de austeridad fiscal, causando un mayor debilitamiento de las condiciones macroeconómicas, ya que esto se traduce en una disminución del gasto, pero no en un mayor ahorro.

La disminución de los rendimientos de los activos refleja el ambiente económico del país en el cual las políticas fiscales actuarán. En el caso actual de España, el gobierno puede introducir fuertes medidas de austeridad, diseñadas para mejorar las finanzas públicas. No obstante, a un alto costo de mayor desempleo, menores sueldos y aumento en las tasas de créditos sobre default, efectos que ya están manifestándose en la dinámica económica y que limitan una mirada más optimista.

La mayor inquietud a nivel macroeconómico, puede reducir severamente el valor de los activos, principalmente por la disminución del deseo por asumir riesgo o proveer financiamiento. Es muy probable que en economías con un consumo más restringido, las ventas sean menores y por ende los flujos de efectivo se transen a un menor nivel, por lo que se modifican los equilibrios por instrumentos a distintos plazos y se exige una mayor prima por riesgo de liquidez.

Por otra parte, una disminución severa en el otorgamiento de créditos debido a una contracción financiera o macroeconómica, afectará a las transacciones que dependen de la habilidad de los deudores para obtener financiamiento o refinanciar en forma permanente. Tal es el caso de las pequeñas y medianas empresas, las cuales generalmente utilizan líneas de crédito rotativo o préstamos bullet de corto plazo provenientes de bancos locales.

En conclusión, podemos considerar tres factores principales que explican la actual situación en algunos países de Europa como España. Primero, el detrimento de las finanzas públicas, que requiere austeridad fiscal, un aumento de impuestos, genera mayores costos de endeudamiento para el gobierno y aumenta el riesgo de contagiar a otros países que se relacionen financieramente. Segundo, el deterioro de las condiciones macroeconómicas, con una disminución en el ingreso y el consumo, una menor recaudación fiscal, alto desempleo, baja capacidad de los consumidores y empresas para pagar préstamos, inhabilidad para refinanciar deuda y mayores tasas de default, debido a una disminución del valor de los activos. Tercero, el menoscabo en el sector bancario, disminución del leverage, dificultad de acceso al mercado de capitales lo que genera mayor dependencia del Estado y contagio a otros bancos ligados a instituciones financieras afectadas.

España: riesgo soberano y preocupaciones bancarias

La clasificación de riesgo sobre el gobierno español fue disminuida de Aa1 a Aa2, el 10 de marzo de 2011 por la agencia Moody's. Esta disminución surge como respuesta a dos factores de riesgo. En primer lugar, el costo de reestructurar el

sistema bancario parece que excederá las estimaciones del gobierno español. Segundo, el desafío de disminuir el déficit fiscal y estabilizar la deuda enfrenta muchas dificultades, principalmente, porque el gobierno tiene escaso control y además otros gobiernos parecen tener problemas similares, por lo que la región está siendo severamente afectada socavando un mayor apoyo internacional.

Además, las finanzas públicas del gobierno español se encuentran altamente vulnerables ante cualquier shock económico que pueda surgir producto de una agudización de la crisis que afecte aún más el mercado de capitales y provoque una menor oferta a la alta demanda por financiamiento del gobierno, gobiernos regionales y bancos.

Sin embargo, el análisis de la clasificación da muestra de algunas fortalezas, en especial por el avance en reformas laborales, pensiones y reestructuración de la banca, las cuales esperan impactar positivamente en el crecimiento al mediano y largo plazo. Por otra parte, el riesgo de que la deuda española se vuelva insostenible, sigue siendo relativamente bajo, consistente con un Aa2. Por esto, es esperable que España no deba acudir aún a financiamiento multilateral.

Tras disminuir la clasificación sobre la deuda soberana de España, en marzo de 2011 se disminuyeron las clasificaciones de riesgo de 30 bancos españoles sobre emisiones respaldadas por el gobierno de parte de bancos y otras entidades financieras. 15 bancos recibieron una disminución de dos niveles y 5 cayeron 3 o 4 clasificaciones. La caída en la clasificación es reflejo de la combinación de altas presiones financieras sobre los soberanos y un fuerte debilitamiento de una gran parte de la banca española, declinando la posibilidad de financiamiento de bancos más pequeños que han optado por fusionarse para poder capitalizar sus pasivos.

El impacto de la crisis es parcial en España, a diferencia de Irlanda o Grecia. El mayor daño ha sido causado por la baja calidad de los colaterales. Tal es el caso de la mayoría de los bancos y cajas en España que originan sus propios activos, los cuales generalmente son portfolios compuestos por deuda en hipotecas residenciales, préstamos a empresas medianas y pequeñas o préstamos de consumo no protegidos.

Presión por reestructurar el sistema bancario

Las más de 45 cajas y bancos de ahorros sabían el año pasado, que eventualmente se enfrentarían a la más fuerte reestructuración y medidas de austeridad en sus 175 años de existencia. Hoy, la cantidad de cajas se ha reducido a menos de 15, ya que se han dado cuenta que la crisis actual es tan intensa, que la única probabilidad de supervivencia es mediante la fusión y creación en un banco comercial.

José Luis Rodríguez Zapatero, Primer Ministro español socialista, y Elena Salgado, su ministra de Finanzas, han acelerado dramáticamente desde inicios de 2011 los planes para reestructurar el sector que aún provee más del 50% de las operaciones bancarias por activos. Esta aceleración la han realizado con la amenaza de

nacionalizar las cajas durante 2011 si no refuerzan su capital mediante una mayor atracción de inversión privada. El resultado ha sido una mayor creación de bancos comerciales saliendo a bolsa para financiar sus requerimientos de capital.

Mientras los directores de grandes bancos, como Santander y BBVA, se encuentran a favor de estos cambios, los ejecutivos de las cajas han manifestado su molestia de apurar este proceso, el cual podría subvaluar el real valor de las cajas y, al momento de su privatización, se estaría incurriendo en un “menoscabo del beneficio social”.

Parece que ha llegado el momento para que el gobierno español provea de más capital (ya ha entregado 1% del PIB en ayuda, equivalente a 11 mil millones de euros) a los bancos de ahorros para restaurar la confianza en la industria y la economía, en especial si consideramos que las cajas son instituciones regionales manejadas como fundaciones, bastante politizadas, que otorgan cerca de la mitad de los préstamos españoles. No obstante, el desafío de Zapatero no es tan simple, ya que no existe en primera instancia un apetito por los activos de las cajas más riesgosas, y si bien el gobierno puede dar incentivos fiscales, no puede obligar a los inversionistas a comprar.

El 11 de abril de 2011, la Caja de Ahorros del Mediterraneo fracasó al intentar fusionarse con otras 3 cajas para recaudar cerca de los US\$ 4,03 mil millones que necesita para su recapitalización. Esto empezó a generar dudas en el mercado sobre la real posibilidad de que las cajas pudiesen refinanciarse. Tras esta situación, la mayoría de las cajas entregó planes de capitalización al Banco de España, señalando que buscarán unirse con instituciones financieras que cumplan con los requisitos de capital necesario, en segundo lugar optarán por obtener recursos de la venta de activos y que en última opción optarán por acudir al fondo de rescate FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria).

Elecciones Presidenciales 2012

Zapatero anunció el 2 de abril que no buscará una segunda reelección, forzando a su partido a buscar un nuevo candidato para las elecciones de marzo de 2012. Los socialistas tendrán primarias el 22 de mayo, de las cuales se espera surja un candidato definitivo.

Los inversionistas han confiado en las medidas de austeridad de Zapatero, las más estrictas en los últimos 30 años, lo cual ha disminuido considerablemente los costos de préstamo, incluso cuando su vecino Portugal, sufre aumentos records sobre sus bonos. La cuarta economía más grande de Europa hoy sufre además de los embates de la crisis de deuda soberana, un futuro político incierto, el cual puede socavar la frágil confianza en la economía española.

El conjunto principal de medidas adoptadas por Zapatero ha sido la reducción de un 5% en los salarios públicos, junto con una disminución de las pensiones y beneficios sociales. Estas reformas han reducido los costos para despedir trabajadores y han permitido flexibilizar en algo, el rígido mercado laboral español. Las medidas son

bienvenidas por los inversionistas, no obstante son fuertemente impopulares y generaron un fuerte malestar social, el cual dio inicio a la primera huelga general tras 8 años de cierta estabilidad social, dañando la popularidad del actual partido gobernante. Mientras, el alto desempleo de España, mayor al 20%, se ha sumado a la fuerte erosión del apoyo hacia los socialistas.

Rápidamente diversos indicadores reaccionaron a la mayor inestabilidad social, la confianza del consumidor declino a su menor nivel durante el año en marzo y el partido opositor, liderado por Mariano Rajoy, obtuvo un 44,1% de apoyo, comparado con el 28,3% de los socialistas

Los favoritos por ahora para suceder a Zapatero según indican las encuestas son el vice-primer ministro Alfredo Perez Rubalcaba, seguido por la ministra de Defensa, Carmen Chacón.

Algunos creen que la decisión de Zapatero de anunciar tempranamente su no disponibilidad a la candidatura presidencial es para poder tener una mayor libertad de adoptar medidas de austeridad más profundas, sin tener que preocuparse sobre el apoyo de los votantes. Esto, porque para guiar la economía española al crecimiento, luego de 2 años de recesión, se necesitará una mayor disciplina fiscal que la ya prevista, sobre todo, si consideramos que las proyecciones del gobierno parecen ser muy optimistas, en especial sobre el déficit presupuestario, el cual pronostican que será de 6% del PIB, mientras que el Banco de España espera un 6,2%.

El actual respaldo del gobierno al rescate del sistema bancario, ha sido percibido por la ciudadanía como una fuerte injusticia, principalmente por el sentimiento de que los bancos han sido uno de los grandes culpables de la actual crisis. A esto se le suma la percepción de que el sistema es rígido, porque de esta forma, las consecuencias de los errores no las deben sufrir los que la causaron, sino el Estado con los recursos de la Nación. El sentimiento "anti-bancario" ha generado un serio riesgo para el país, ya que podría nublar el juicio de los políticos al momento de tomar elecciones difíciles que puedan resultar impopulares por miedo de perder votos en las próximas elecciones.

Los costos de socorrer a los bancos de ahorro españoles, con préstamos del fondo de gobierno, han aumentado a una cifra estimada por el Banco de España de \$14 mil millones de euros. Por ahora, este monto parece razonable si consideramos que países como Reino Unido, el Royal Bank of Scotland estima necesarios cerca de \$45 mil millones de libras para el rescate del fisco, mientras que en Irlanda la cifra asciende a \$100 mil millones de euros.

Factores Claves a Considerar

Existen diversos factores que en los próximos meses darán señales claras sobre la dirección hacia la cual cambiará la estructura financiera española. Sin dudas, esto aún está evolucionando y existen grandes dudas que llevan a tener una mirada más escéptica que optimista.

Los esfuerzos de España por respaldar los bancos, contener el gasto y evitar un mayor contagio de deuda soberana podrán consolidarse, en parte, si la oferta pública inicial de Bankia (banco formado por la fusión de Caja Madrid, Bancaja y cinco bancos de ahorro más) resulta atractiva para los inversionistas. Liderado por Rodrigo Rato, ex ministro de economía español y ex director gerente del FMI. Bankia espera recaudar \$4 mil millones de euros (US\$5,6 mil millones) por una oferta pública a realizarse a mediados de julio, lo que será una prueba a la resistencia actual del sistema financiero. La oferta del mercado financiero mostrará si España ha logrado persuadir sobre la estabilidad del sistema a los inversionistas, a pesar de que cuenta con una carga grande de pérdidas, de las cuales han reconocido \$96 mil millones de euros en el último informe del Banco de España, publicado el 3 de mayo. Una operación exitosa bajará las presiones sobre el Estado para disminuir el tercer mayor déficit fiscal, y podrá mejorar la confianza en la economía.

Uno de los principales interesados en comprar cajas de ahorro españolas es Barclays, quien espera adquirir US\$ 8,2 mil millones en títulos. Por otra parte, se espera que el fondo FROB adquiera títulos de la Caja de Ahorros del Mediterráneo en julio, en vez de esperar a la fecha límite de septiembre.

España como país probablemente logrará escapar de la crisis. No obstante, es más incierto saber si el sistema bancario español está cerca de lograrlo. Es por esto que es esperable que los siguientes meses, la coyuntura estará abocada más a la dinámica de la reestructuración del sistema bancario, y menos en la deuda soberana, ya que el segundo requiere un mercado de capitales estable, que permita soslayar una posible agudización de la crisis.

Se espera que comiencen a surgir nuevas propuestas regulatorias, que traten de incrementar los requerimientos de capital y liquidez, por encima de los fijados por Basilea III, para dar paso a impuestos y tasas que reflejen el costo social del riesgo sistemático existente o establecer mecanismos de intervención que agilicen los rescates para generar una mayor garantía sobre el sistema. En este sentido, las propuestas destinadas a compensar el sistema financiero, probablemente se concentrarán en exigir medidas contracíclicas como mantener una cierta reserva en épocas de bonanza económica.

No obstante, es importante señalar, que el objetivo no es sólo mejorar la respuesta del sistema financiero ante posibles embates de la economía. Para ser justos, es preciso considerar cuál es el rol de la ciudadanía española durante los últimos 10 años antes de buscar culpables en los políticos o los bancos. Mientras muchos culpan a los bancos por sus políticas de ofrecer créditos de muy fácil acceso, ahora que el crédito ha sido restringido, muchos más se quejan por los altos costos de endeudamiento, lo cual ha aumentado la rabia en el país generando un movimiento social de quienes buscan mantener sus beneficios, sin tener que asumir los costos.

Muy probablemente, la mayoría de las 28.000 personas que protestan en la Puerta del Sol en Madrid, tienen una cuenta bancaria, que no están pensando cerrar.

El sentimiento anti-bancario se perfila como el mayor impedimento para reestructurar de forma adecuada el sistema financiero, en especial por avanzar hacia nuevas elecciones. Muy probablemente, algunos políticos usaran los bancos como culpables del mal momento y buscarán consolidarse popularmente, mediante mensajes de “castigos” al sistema financiero, lo cual no ayuda a la solución, sino que, más bien, agrava los problemas y dilata la reestructuración y recuperación financiera.

Cuadro Nº 1

Bancas solicitando capital al Banco de España

Bancas solicitando capital al Banco de España*	Mill.euros
Bankia**	5.775
Novacaixa galicia	2.622
Catalunya Caixa	1.718
Banco Base	1.447
Banca Civica	847
Mare Nostrum	637
Unnim	568
Barclays Bank	552
Caja España de Inversiones	463
Bankinter	333
Deutsche Bank	182
Bankpyme	8
Total***	15.152

Fuente: Banco de España

*Capital adicional estimado que necesitarán al final de septiembre cuando se cumpla la fecha límite. Estos montos son lo que debiesen necesitar para lograr los niveles de capital de ratio 8% o 10% para bancos no listados.

**Bankia: Conglomerado formado a partir de Caja Madrid (52,06%), Bancaja (37,7%), La Caja de Canarias (2,45%), Caja de Ávila (2,33%), Caixa Laietana (2,11%), Caja Segovia (2,01%) y Caja Rioja (1,34%).

***El total solicitado es mayor a los 9.000 millones de euros que dispone actualmente el FROB, no obstante, el monto del cual puede disponer mediante la administración general del Estado son 27.000 millones de euros.

Cuadro Nº 2

Clasificación de Riesgo

Bancos de Ahorros	Anterior Clasificación	Nueva Clasificación
Banco Pastor	A3	Ba1
Catalunya Caixa	A3	Ba1
Banco Popular Español	A3	A2
Banco Español de Crédito	A3	A2
Santander Consumer Finance	A2	Baa1
Caja Madrid	A1	Baa1
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	Aa2	Aa2
Banco Santander S.A.	Aa2	Aa2
Bancaja	Baa1	Posible Disminución

Fuente: Moody's

Cuadro Nº 3

Inversión Chilena Directa en la Unión Europea

País	Monto de Inversión (US\$Mill.)	Participación (%)
España	441,3	50,9%
Francia	218	25,1%
Bélgica	90	10,4%
Malta	38	4,4%
Italia	29,3	3,4%
Alemania	26,5	3,1%
Letonia	15	1,7%
Portugal	6	0,7%
Holanda	1,2	0,1%
Dinamarca	0,8	0,1%
Inglaterra	0,4	0,05%
Polonia	0,3	0,03%
Total UE	866,8	100%

Fuente: Direcon

Cuadro Nº 4

Exportaciones Chilenas: Principales Países Europeos (US\$ Mill.)

	Mar-10	Abr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11
Holanda	217,3	206,3	252,2	179,1	240,1	190,7	199,2	233,5	189,9	246,4	250,8	312,7	258,8	335,9
Italia	123,1	184,9	190,4	188,8	166,2	152,5	272,4	215,0	241,7	281,8	189,7	367,8	333,0	301,0
España	100,5	106,9	77,7	99,6	159,4	69,3	168,2	66,5	122,3	88,8	131,0	88,6	159,8	191,3
Francia	134,2	87,2	101,3	102,9	76,0	74,0	113,0	118,7	114,2	96,6	109,2	117,8	149,9	146,3
Bélgica	92,3	98,8	149,7	98,1	150,5	136,1	174,2	178,8	195,8	199,3	165,4	113,5	167,7	100,0
Alemania	52,9	39,1	55,1	49,8	68,6	82,4	66,0	80,8	63,8	141,2	176,7	77,7	64,9	89,1
Inglaterra	55,4	65,8	55,9	42,5	48,8	54,2	47,6	54,2	48,0	41,0	52,2	58,4	72,6	72,5
Suiza	29,6	33,2	26,2	32,8	56,3	28,3	48,4	44,4	45,4	75,7	46,7	33,1	65,7	82,5

Fuente: Aduana

Cuadro Nº 5

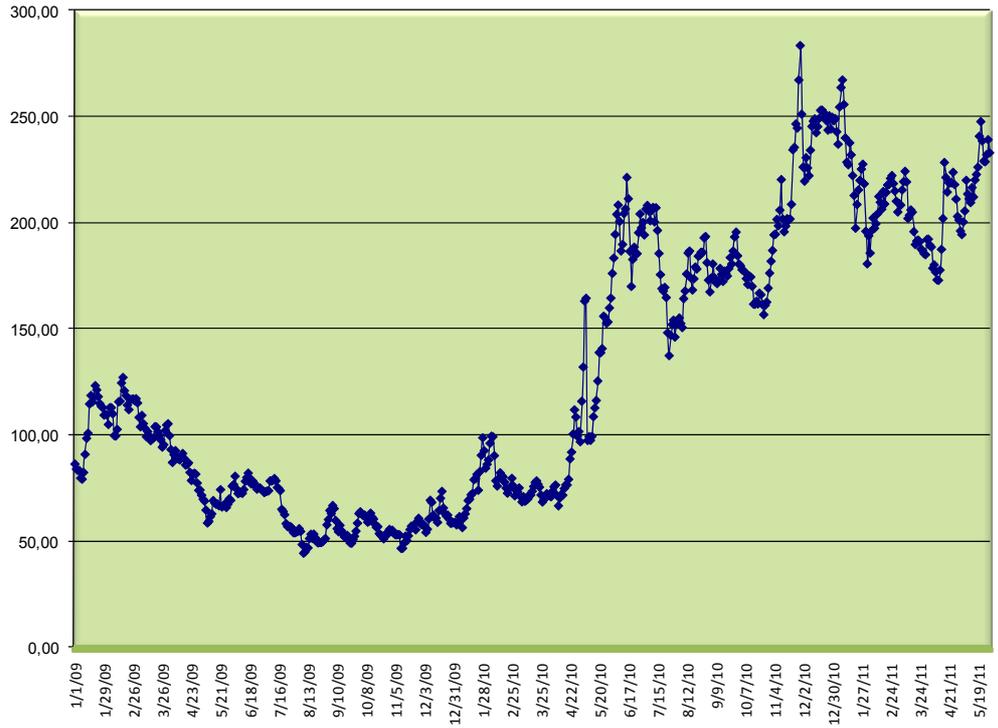
Importaciones Chilenas: Principales Países Europeos (US\$ Mill.)

	Mar-10	Abr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11
Alemania	141,5	168,7	163,5	162,4	167,2	179,3	154,6	189,6	189,9	200,3	179,7	175,5	203,5	219,4
Inglaterra	33,5	35,2	26,0	105,8	37,6	122,5	39,7	200,7	38,3	41,4	48,8	36,6	155,3	285,5
Italia	64,3	71,5	104,4	65,1	89,8	71,1	77,4	67,7	88,5	79,1	85,2	64,9	102,0	87,6
España	79,3	74,6	95,7	66,4	73,1	78,8	72,1	83,1	79,1	91,3	67,2	54,3	99,9	94,0
Francia	72,7	62,5	68,0	64,7	58,8	74,8	69,2	56,8	105,0	75,7	96,8	71,8	114,8	81,9
Suecia	29,8	39,9	34,6	32,0	45,3	34,0	28,6	55,5	48,1	52,3	54,9	33,9	46,4	42,7

Fuente: Aduana

Gráfico Nº 1

Spread entre Bonos de España y Bonos de Alemania



Fuente: Elaboración LyD con datos de Bloomberg Finance