

Ensayos Económicos

¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?

José Antonio Ocampo

Reformas financieras e inestabilidad financiera

Pablo Gluzmann, Martín Guzman

Diversificación de las reservas internacionales

Ousmène Mandeng

Un análisis de cointegración del principio de la demanda efectiva en Argentina (1980-2007)

Florencia Médici

Apuntes de la crisis global

Crisis de la deuda en la Eurozona y situación

de los bancos europeos | José Manuel Duarte Inchausti

Política monetaria de los principales bancos centrales

durante la crisis 2007-2011 | Nerina Reyna,

Carlos F. Suárez Dóriga, Matías Vicens

Premio Raúl Prebisch 2010

Banco Central, una institución indispensable

para el desarrollo | Federico Tassara, Pablo Borio

Raúl Prebisch, entre la teoría y la práctica | Guillermo E. Nakhlé

61

62

Enero - Junio de 2011



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Crisis de la deuda en la Eurozona y situación de los bancos europeos

José Manuel Duarte Inchausti*

Banco Central de la República Argentina

Resumen

La crisis de la deuda soberana en Europa se profundizó en lo que va de 2011 y con más fuerza desde mediados de año. El continuo deterioro obedece a una combinación de vulnerabilidades en los fundamentos macroeconómicos (con cuestionamientos a la sustentabilidad de la deuda en Grecia y en otros países), dudas con respecto a la efectividad de las respuestas de política hasta el momento y la posibilidad de que los efectos negativos se derramen hacia otros sectores y países. La situación de los bancos europeos cobra particular relevancia, en función de su exposición a la deuda de economías en problemas y su dependencia del fondeo mayorista. Aunque el análisis de las entidades bancarias evidencia que existe una importante heterogeneidad, la interconexión existente entre los bancos entre sí y en los mercados financieros en general lleva a que aumenten los riesgos percibidos para la estabilidad financiera en Europa, con potenciales efectos a nivel global.

Clasificación JEL: F01, G01, G21.

Palabras clave: crisis financiera, bancos, Europa, riesgo soberano.

* Este trabajo no habría sido posible sin la colaboración de Manuel del Pozo, Mauro Ferraro y Pablo Vizcaíno en la recopilación de información y el armado de gráficos y tablas. Se agradecen los valiosos aportes y comentarios de Jorge Carrera, Verónica Goynich, Fernanda Martijena, Marcelo Raffin y Alejandra Anastasi. Las opiniones vertidas en este artículo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: jduarteinchausti@bcra.gov.ar.

The Euro Zone debt crisis and the situation of the European banks

José Manuel Duarte Inchausti

Central Bank of Argentina

Summary

The sovereign debt crisis in Europe has deepened so far in 2011 and even more so since mid year. The reason behind this continuous deterioration is a combination of vulnerabilities in macroeconomic fundamentals (including some questionings about debt sustainability in Greece and other countries), misgivings about the effectiveness of the policy responses up to date and also the possibility of a spillover of the negative effects to other sectors and countries. The situation of the European banks is especially relevant due to their exposure to the debts of the economies in distress and to their dependence on wholesale funding. Though the analysis of the banking institutions reveals that their condition is highly heterogeneous, the current interconnection among the banks themselves and with the financial markets in general leads to higher perceived risks for the financial stability in Europe, with a potential impact at global level.

JEL: F01, G01, G21.

Key words: banks, Europe, financial crisis, sovereign risk.

I. Introducción

La crisis financiera internacional, con su impacto sobre la actividad económica, terminó afectando la situación fiscal de varias economías desarrolladas, generando cautela con respecto al riesgo soberano. Así, el contexto de preocupación por las finanzas del sector público de ciertas economías de la Eurozona y de dudas sobre su capacidad para financiarse en los mercados comenzó a configurarse a fines de 2009, con el anuncio de un déficit fiscal mucho mayor al esperado en Grecia. Aunque inicialmente los temores estaban fuertemente concentrados en el caso griego, cuando en abril de 2010 el país consiguió pautar un esquema de asistencia conjunta por parte de la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), la preocupación ya abarcaba a diversos países, incluyendo a Irlanda y Portugal, lo que obligó a las autoridades a crear un mecanismo más amplio para contener las tensiones en mayo de aquel año. Sin embargo, la incertidumbre siguió acrecentándose, y en la práctica se concretaron nuevos rescates en noviembre de 2010 (Irlanda) y a comienzos de abril de este año (Portugal), al tiempo que se intensificaron los temores con respecto a otras economías (con casos de envergadura como España y, más recientemente, Italia y Francia).

A casi un año del primer rescate a Grecia, y a pesar de las diversas respuestas de política generadas para tratar de contener la crisis, la situación en el país heleno (contracción del PIB y alto endeudamiento, entre otros factores) y las dificultades que implica resolver el problema de la sustentabilidad de su deuda continuaron presionando sobre la generalidad de los mercados financieros.¹ De esta manera, en julio de este año las autoridades europeas anunciaron un segundo rescate a Grecia (incluyendo esta vez la participación de acreedores privados) y medidas específicas para evitar el contagio, con particular énfasis en las entidades bancarias. La situación de los bancos, afectados por la exposición a títulos públicos de países en problemas, genera un riesgo considerable para la estabilidad de los mercados en Europa, que se suma a otros focos de incertidumbre existentes en otras regiones. Estas debilidades pueden terminar condicionando la evolución del nivel de actividad en términos globales (posibilidad de recaída en Estados Unidos, enfriamiento de la economía china, etc.).

¹ Incluyendo a los mercados de capitales (bonos, acciones), además de los mercados de *money market* y el bancario (depósitos, préstamos), si bien –como se detalla a lo largo del documento– el impacto hasta el momento ha sido más marcado en los primeros.

Así, la presente nota ofrece un acercamiento al estado actual de los bancos europeos y los riesgos que genera en el marco del proceso de recuperación de la crisis financiera internacional 2008-2009. Al igual que en entregas previas de “Apuntes de la crisis”, se intentará ofrecer una visión más objetiva que crítica de los hechos. Primero se describe brevemente la evolución más reciente de la crisis de la deuda en la zona del euro y los principales riesgos remanentes, entre los cuales sobresalen aquellos asociados a la situación de los bancos europeos. A partir de allí se hará hincapié en las distintas dimensiones que abarca la problemática de estos bancos, con énfasis en su exposición a deuda emitida por países en situación más comprometida y en la presencia de ciertas debilidades en materia de fondeo que vuelve a las entidades financieras particularmente vulnerables ante situaciones de creciente aversión al riesgo.² Luego se analiza a grandes rasgos la evolución de la solvencia de los bancos. Finalmente, se comenta como ha evolucionado la percepción de los mercados sobre los bancos europeos, extendiendo el análisis hasta fines de agosto de 2011.

II. Crisis de la deuda en economías de la Eurozona – Evolución reciente

Hacia fines del primer cuatrimestre de 2011 la situación en la zona del euro parecía relativamente contenida en función de dos factores. Por un lado, en marzo se amplió el alcance del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés)³ que estará vigente hasta mediados de 2013 y se acordó el establecimiento del Mecanismo de Estabilidad Europeo (*European Stability Mechanism* o ESM) de carácter permanente que funcionará después de esa fecha. Por otra parte, a principios de abril Portugal anunció su pedido de asistencia a la UE y al FMI, de forma tal que los rescates pasaban a abarcar a las tres economías con perfil más vulnerable: Grecia, Irlanda y Portugal (GIP). La percepción de una situación más contenida en términos relativos se vio reflejada, en parte, en cierto desacople de los rendimientos de la deuda española –tanto

² Limitando, en el marco de este trabajo, el concepto de entidad financiera a los bancos.

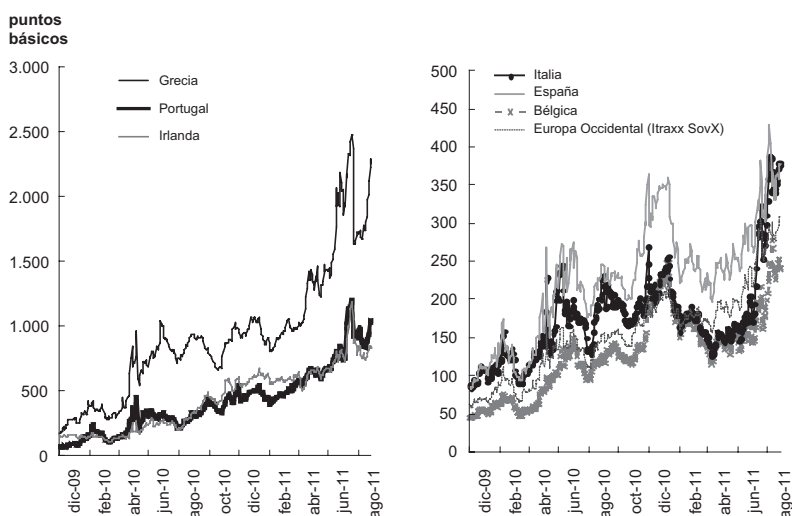
³ *European Financial Stability Facility*. El EFSF, con garantía de los países miembros, y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera de la comunidad Europea (EFSM, por sus siglas en inglés) fueron introducidos en mayo de 2010 con el fin de proveer financiamiento a países en situación comprometida y estarán vigentes hasta 2013. Para proveer financiamiento el EFSF coloca bonos en el mercado con garantías de los países miembros, mientras que el EFSM hace lo propio a través de la Comisión Europea (garantizado por el presupuesto de la UE). En la misma fecha el Banco Central Europeo lanzó su programa de compras de títulos públicos (*Securities Market Programme*). También se introdujeron *swaps* de dólar entre los principales bancos centrales. Ver apartado sobre “Crisis en la Eurozona y Respuestas de Política” en BCRA (2011) y Banco Central Europeo (2010c).

en las colocaciones como en el mercado secundario— con respecto a los de la deuda de GIP. Sin embargo, hacia principios de mayo se reanudó el proceso de deterioro en los mercados de deuda soberana de Europa (ver Gráfico 1).

El renovado debilitamiento a partir de mayo estuvo en buena parte vinculado a la no reversión de la situación de Grecia. Mientras que se verificaba un sucesivo empeoramiento de las perspectivas por parte de las calificadoras de riesgo (ver Gráfico 2), y en un escenario socio-económico complejo a nivel local (que llevó a poner en duda la factibilidad de seguir avanzando en las medidas de ajuste fiscal exigidas a Grecia), comenzó a tomar fuerza el debate en torno a la necesidad de implementar medidas específicas para recortar la carga de la deuda de ese país.⁴

En efecto, con una alta carga de endeudamiento (ver Tabla 1) y con la situación económica comprometida por los sucesivos ajustes fiscales, se esperaba que el ratio de deuda sobre PIB mantuviese su tendencia ascendente en los próximos años.⁵ Así, en los mercados los indicadores de la deuda griega seguían debilitándose.

Gráfico 1 / Evolución de precios de *Credit Default Swaps* soberanos a 5 años

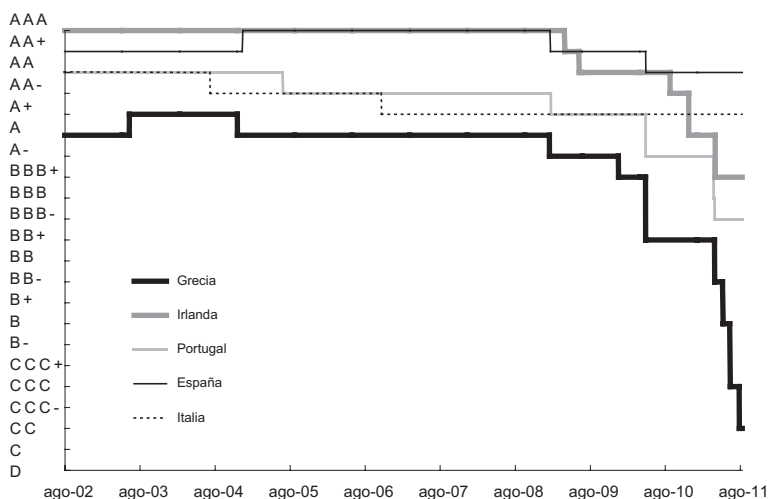


Fuente: Bloomberg.

⁴ En este marco se han profundizado las críticas al carácter procíclico del accionar de las calificadoras de riesgo.

⁵ Por ejemplo, según un análisis de sustentabilidad de la deuda llevado a cabo por el Banco Central Europeo (BCE 2011b) el ratio de deuda sobre PIB —que era de 120% en 2010— marcaría un pico de 160% en 2012. Standard & Poors's encontró que un pico similar se daría recién en 2013.

Gráfico 2 / Calificaciones de deuda soberana de largo plazo según S&P



Fuente: Bloomberg.

Por ejemplo, el precio del *credit default swap* (CDS) a 5 años superó la barrera de los 1.500 puntos básicos en junio, mientras que la curva de rendimientos se mostraba claramente invertida.

En este contexto, resultaba evidente que: a) no iba a ser posible que Grecia volviese a los mercados de deuda en 2012 como se había estipulado al momento de diseñar el plan de asistencia de UE-FMI por tres años en 2010; b) debía pactarse un nuevo plan de asistencia para permitir que el gobierno de Grecia pudiese cubrir sus necesidades de financiamiento en los próximos años; y c) los mercados ya descontaban que la deuda griega sería reestructurada en el corto/mediano plazo.

A medida que el debate en torno a la eventual reestructuración de la deuda griega se iba profundizando, fueron poniéndose en evidencia las dificultades existentes para compatibilizar posiciones heterogéneas. Así, por ejemplo, mientras que desde el gobierno alemán se impulsaba una línea más estricta que implicaba una participación considerable por parte de los inversores privados, desde el Banco Central Europeo (BCE) se buscaba desincentivar cualquier tipo de iniciativa que pudiese decantar en que las calificadoras de riesgo declarasen el *default*

Tabla 1 / Zona del Euro: indicadores seleccionados

	Monto de deuda 2010 consolidada (miles de millones de €)	Deuda 2009 (% PIB)	Deuda 2010 (% PIB)	Rdo. fiscal 2010 (% PIB)	Rdo. fiscal 2011 (e) (% PIB)	Necesid. de financiam. 2011 (% PIB)	Necesid. de financiam. 2012 (% PIB)	Crec. PIB 2010 (%)	Crec. PIB 2011 (e) (%)
Alemania	2.080	74	83	-3,3	-2,1	11,4	10,5	3,6	2,6
Austria	205	70	72	-4,6	-3,7	7,8	8,6	2,1	2,4
Bélgica	341	96	97	-4,1	-3,6	22,4	22,6	2,2	2,4
Chipre	11	58	61	-5,3	-4,5	n/d	n/d	1,0	1,5
Eslovaquia	27	35	41	-7,9	-5,1	14,5	12,8	4,0	3,5
Eslovenia	14	35	38	-5,6	-5,6	7,2	7,3	1,2	1,9
España	639	53	60	-9,2	-6,3	19,3	18,7	-0,1	0,8
Estonia	1	7	7	0,1	-0,5	n/d	n/d	3,1	4,9
Finlandia	87	44	48	-2,5	-1,4	11,2	9,7	3,1	3,7
Francia	1.591	78	82	-7,0	-5,6	20,6	19,7	1,5	1,8
Grecia	329	127	143	-10,5	-7,5	24,0	26,0	-4,5	-3,5
Irlanda	148	66	96	-32,4	-10,1	19,5	18,0	-1,0	0,6
Italia	1.843	116	119	-4,6	-3,9	22,8	23,1	1,3	1,0
Luxemburgo	8	15	18	-1,7	-0,9	n/d	n/d	3,5	3,4
Malta	4	68	68	-3,6	-2,9	n/d	n/d	3,2	2,0
Países Bajos	371	61	63	-5,4	-3,7	19,9	16,6	1,8	1,9
Portugal	160	83	93	-9,1	-5,9	21,6	21,0	1,3	-2,2

Nota: las necesidades de financiamiento incluyen déficit fiscal y vencimientos de deuda (según GFSR del FMI, abril de 2011).

Fuente: Eurostat, FMI y Bloomberg.

o cesación de pagos de la deuda pública griega.⁶ A pesar de las divergencias, fueron ganando mayor peso los enfoques que proponían acciones voluntarias para cambiar el perfil de la deuda (canje preventivo para evitar una cesación de pagos –en línea con el implementado en Uruguay en 2003– o un *rollover* o refinanciación de deuda en línea con la denominada “iniciativa de Viena”⁷), pese a que las calificadoras advirtieron que incluso iniciativas de este tipo implicarían un *default* selectivo, al menos temporalmente.

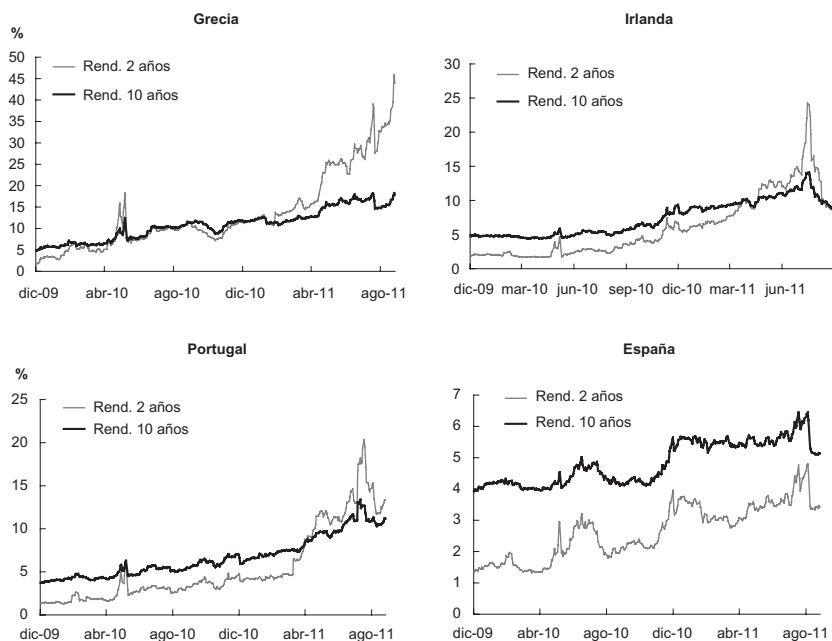
La discusión en torno a la eventual reestructuración de la deuda griega y la falta de consenso de las autoridades acerca de cómo encarar la situación, llevaron a que se intensificaran en los mercados los temores con respecto a la posibilidad de contagio hacia otras economías. De hecho, al momento de notificar las últimas rebajas en las calificaciones de Irlanda y Portugal en julio, las calificadoras de riesgo ya hacían mención explícita a la eventual necesidad de que estos países debieran solicitar asistencia adicional, pudiendo tener que involucrarse al sector privado. Así, a partir de abril las curvas de rendimientos en los mercados secundarios de deuda pública de Irlanda y Portugal también pasaron a mostrarse invertidas, un fenómeno que –en mercados líquidos– suele estar asociado a un mayor riesgo de crédito percibido en el corto/mediano plazo (ver Gráfico 3). Por otra parte, la preocupación se extendió a otras economías europeas con fuertes vencimientos en los meses siguientes, como España e Italia, a pesar de las diferentes medidas que sus autoridades anunciaron con el objetivo de mejorar su situación fiscal. Los *spreads* de la deuda de estos dos últimos países se ampliaron para plazos *benchmark* (5 años) entre 140 y 180 puntos básicos entre fines de abril y mediados de julio, con impacto sobre los rendimientos a los que se colocan nuevos instrumentos en el mercado primario.

En la medida en que se fueron ponderando cada vez con mayor fuerza las posibilidades de un eventual contagio hacia la generalidad de los mercados financieros europeos, la crisis de la deuda en Europa también repercutió –junto con otros

⁶ Mientras que la posición de Alemania se enfocaba en las transferencias de recursos que implicaba un nuevo programa de asistencia y en los problemas de incentivos implícitos para distintos grupos de agentes (incluyendo los bancos), en el caso del BCE se tenía en cuenta los potenciales efectos disruptivos de una cesación de pagos del gobierno griego sobre el funcionamiento de la liquidez en el Eurosistema (dado que los títulos públicos de Grecia pueden ser utilizados como garantías en ciertas operaciones) y sobre la estabilidad financiera de la región.

⁷ En 2009, en el marco del pico de la crisis financiera internacional, la UE el FMI y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo acordaron prestarle a economías en problemas de Europa del Este siempre y cuando los bancos de otros países (por ejemplo, los de países desarrollados de Europa Occidental) mantuviesen el crédito otorgado a la región.

Gráfico 3 / Rendimientos de bonos soberanos



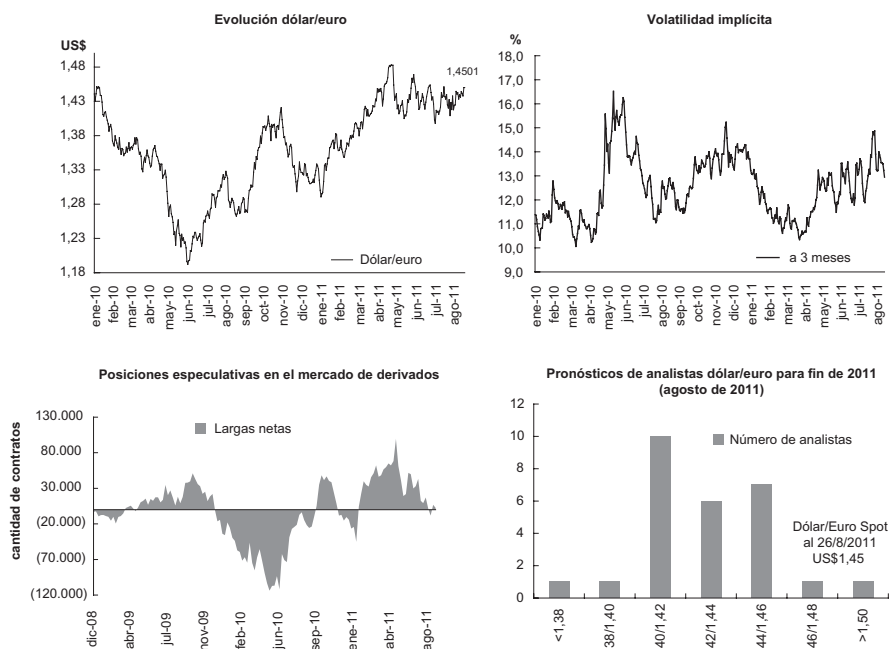
Fuente: Bloomberg.

factores— sobre la evolución del euro (ver Gráfico 4), que evidenció un comportamiento errático contra el dólar desde fines de 2009. Este patrón de comportamiento recoge tanto los vaivenes con respecto a la gravedad percibida en lo que respecta a la crisis de la Eurozona (llegando, bajo las hipótesis más extremas, a postular la eventual salida de ciertas economías del esquema del euro⁸), como a las expectativas divergentes sobre la política monetaria para la zona del euro y de Estados Unidos, entre otros. Así, la implementación de nuevas medidas de estímulo monetario en Estados Unidos (el llamado *quantitative easing 2* finalmente anunciado a fines de agosto del año pasado) y las expectativas de tasas de interés sostenidas en niveles históricamente bajos en aquel país (al tiempo que el BCE finalmente comenzaba a subir su tasa de interés de referencia en 2011), llevaron a que el euro se apreciara contra el dólar desde mediados de 2010.⁹

⁸ En función de los problemas existentes para que ciertos países adopten un modelo de crecimiento con importante dinamismo de las exportaciones en un contexto de baja productividad (y restricciones para mejorarla rápidamente a través de reformas estructurales) y limitaciones para recibir una continua asistencia externa.

⁹ Con eventuales efectos sobre la recuperación económica.

Gráfico 4 / Variables del mercado de tipo de cambio: Dólar/Euro



Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, esta tendencia sufrió varios reveses con el correr de los meses. Por ejemplo, desde principios de mayo de 2011 el euro pasó a mostrar un patrón de comportamiento menos claro contra el dólar, al tiempo que se incrementaba la volatilidad esperada para esta paridad en los mercados de derivados. Por otra parte, en estos últimos mercados los agentes no comerciales (con fines especulativos o de arbitraje), que habían mantenido una posición neta larga en euros durante el primer trimestre del 2011 –apostando a una revalorización de la moneda europea–, la recortaron fuertemente en el segundo y tercer trimestre.

Así, el 21 de julio de 2011 las autoridades europeas anunciaron un nuevo programa de asistencia a Grecia que incluía €109.000 millones de fondos oficiales (UE-FMI), que le permitirían cubrir sus necesidades de financiamiento estimadas hasta mediados de 2014. Adicionalmente se pautó:

- Una rebaja en las tasas de interés y un incremento en los plazos de la asistencia oficial (hasta entre 15 y 30 años, con 10 años de gracia para el pago de capital).

- La participación voluntaria del sector privado a través de la combinación de un futuro canje de deuda por títulos de largo plazo, el refinanciamiento al vencimiento con títulos públicos de largo plazo y un programa de recompra de deuda a ser llevado a cabo por el gobierno griego.¹⁰ Al lanzar el plan las autoridades europeas hicieron hincapié en que este tipo de iniciativas respondía a la naturaleza excepcional del caso griego (*Council of the European Union*, 2011).

- El establecimiento de un grupo de trabajo junto con las autoridades griegas para analizar la posibilidad de movilizar la economía a través de una estrategia que apunte al crecimiento y la inversión.

Adicionalmente, se tomaron medidas tendientes a minimizar la posibilidad de contagio a otras economías y al sector financiero, incluyendo:

- La extensión a Irlanda y Portugal de la rebaja en el costo de las asistencias de la UE y el FMI pautadas para Grecia.

- El eventual otorgamiento de garantías para evitar que, si se produjese una cesación temporal de pagos de la deuda griega en el marco de las operaciones de canje propuestas, las transacciones operadas a través del Eurosistema se vieran alteradas.¹¹ Por otra parte, de ser necesario se otorgarían fondos para capitalizar a los bancos griegos (sujetos a problemas de solvencia dada su exposición a la deuda pública).

- La ampliación del accionar del EFSF para poder asistir en forma preventiva a economías en dificultades (sin que sea necesario tener pautado un programa de asistencia con la UE y el FMI), proveer fondos a los gobiernos para capitalizar entidades financieras e intervenir en los mercados secundarios.

Si bien la reacción inicial ante estos anuncios fue positiva, los mercados volvieron a retomar rápidamente su tendencia negativa, lo que obligó al BCE a volver a comprar títulos públicos a mediados de agosto de 2011, después de varios meses sin

¹⁰ Si los bancos venden a su valor de mercado títulos públicos que compraron antes de la crisis y actualmente tienen en cuentas de inversión (valuados a costo de adquisición acrecentado por el devengamiento de su rendimiento) deberán reconocer pérdidas –en la medida en que no hubiesen efectuado provisiones suficientes.

¹¹ El BCE ha realizado modificaciones a las normas vigentes para permitir que, pese a la degradación de la nota de los títulos públicos griegos, éstos pudiesen seguir siendo utilizados como colateral para acceder a sus líneas de liquidez.

operaciones en el marco de su *Securities Market Programme* (ver Gráfico 5).¹² Esto obedeció, en primer lugar, a la falta de detalles con respecto a los grandes lineamientos planteados y al riesgo de implementación, lo que afectó la credibilidad de las medidas. Por ejemplo, la ampliación de las atribuciones del EFSF requería de la aprobación por parte de cada uno de los estados miembros.¹³ Al mismo tiempo, existían dudas con respecto a los supuestos de participación voluntaria en las operaciones de canje y refinanciamiento de la deuda griega. Por otra parte, no quedaba en claro hasta qué punto estas medidas serían efectivas. En el caso específico de Grecia, las acciones con efecto potencial sobre la carga de la deuda implicaban un avance parcial, dado que las quitas previstas no resolvían el problema de fondo.¹⁴ En términos más generales, se mantenían las dudas con respecto a si las medidas anunciadas eran suficientes para evitar el contagio. Por ejemplo, si bien se establecieron facultades más amplias para el EFSF, su capacidad prestable no se modificó (hasta €750.000 millones considerando el accionar conjunto con el FMI), lo que podría restarle eficacia en la medida en que los problemas se extendieran.¹⁵ Por otra parte, en agosto cobraba fuerza el debate acerca de la posibilidad de realizar emisiones conjuntas de eurobonos, si bien en principio las principales autoridades europeas rechazaron la idea en la medida en que las versiones más consistentes de esta alternativa implicaban un mayor grado de coordinación (incluyendo, eventualmente, el avance hacia una unión fiscal).

En tal sentido, persistían diversos riesgos, entre los que se destacaban:

a) Potenciales problemas en la administración de la crisis por parte de las autoridades. Los efectos de eventuales errores/limitaciones en la combinación de respuestas de política seleccionada y de dificultades en su aplicación.

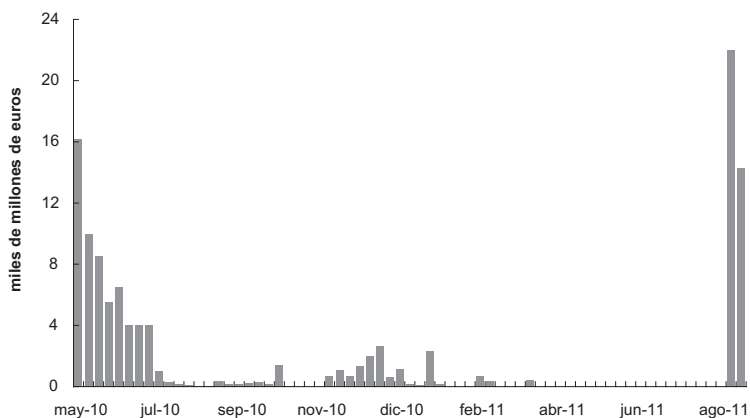
¹² Incluyendo, esta vez, deuda española e italiana.

¹³ Se espera completar este proceso hacia septiembre/octubre de este año.

¹⁴ La propuesta en la que se está avanzando incluye una combinación de distintas alternativas (refinanciamiento por bono a 30 años sin quita de capital, canje por bonos sin quita a 30 años o con descuento a 15 ó 30 años). En el caso de los bonos con descuento, la quita pautada para el capital sería del 20%. Los bonos contarían con diversos sistemas de garantías. Sin embargo, en función de los montos que estarían involucrados y los supuestos de participación del sector privado vertidos en la propuesta, estas medidas reducirían el peso de la deuda aproximadamente 10 puntos porcentuales en términos del PIB (esto se sumaría al impacto de las menores tasas de interés pautadas, estimado en otros 10 p.p. del PIB). Para que la deuda pasase a ser sustentable estos aportes deberían ser acompañados por una considerable mejora en las finanzas públicas y en el ritmo de crecimiento en los próximos años.

¹⁵ EFSF, EFSM y FMI. De este monto casi €145.000 millones ya estaban comprometidos antes del anuncio del segundo paquete de asistencia a Grecia.

Gráfico 5 / Banco Central Europeo: compra de títulos públicos (Securities Markets Programme)



Fuente: Reuters y Bloomberg.

b) La posibilidad de que algunas grandes economías europeas con importantes vencimientos de deuda en el corto y mediano plazo (España, Italia y –eventualmente– Francia) se viesen afectadas por la continua erosión en los mercados, magnificando la dimensión del problema.

c) El potencial efecto de un mayor deterioro sobre los mercados financieros, dada la situación de los bancos en materia de exposición a las economías en situación más vulnerable y la sensibilidad de su estructura de fondeo ante cambios bruscos en las condiciones de mercado.

d) A su vez, dada la interconectividad de los mercados, la eventual transmisión de la inestabilidad hacia otros mercados y regiones, con impacto a nivel global (tal como quedó en evidencia con la crisis *subprime* de Estados Unidos y tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008).

e) La posibilidad de que la incertidumbre (y, eventualmente, los efectos de un entorno de inestabilidad en los mercados financieros) termine afectando las perspectivas económicas a nivel global. Esto se da en el marco de la proliferación de dudas con respecto al proceso de recuperación económica en Estados Unidos y al efecto de la política de sesgo más restrictivo que viene implementándose en China desde fines de 2010.

f) Más a mediano plazo, los problemas de competitividad en varias economías de la zona del euro y las restricciones que implica el uso de una moneda común, lo que genera dudas con respecto al futuro de dicha moneda.¹⁶

g) Por último, el mantenimiento de tasas de interés de política monetaria en niveles inusualmente bajos para las principales economías desarrolladas, estimula la búsqueda de altos rendimientos, lo que puede terminar generando nuevos desequilibrios a nivel global.

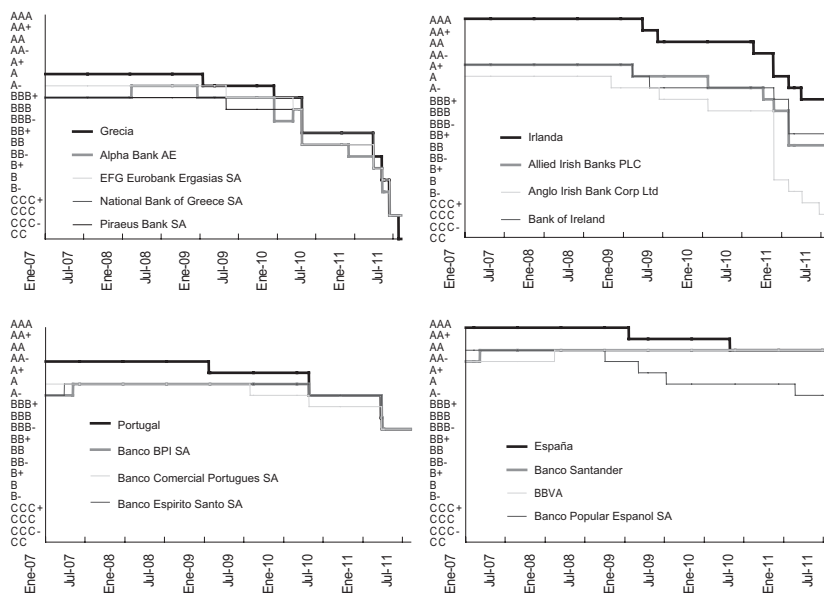
III. Situación de los bancos europeos

Las perspectivas con respecto a los bancos europeos se han venido deteriorando en función de la crisis de la deuda soberana en la región. Así, por ejemplo, la rebaja en las calificaciones de la deuda soberana de GIP (y de otros países que no tuvieron que pedir asistencia, como España) fue acompañada por movimientos similares en las calificaciones de la deuda de muchos bancos de esos países (ver Gráfico 6).

Este vínculo entre el deterioro de la deuda soberana y el riesgo percibido sobre ciertos bancos europeos se da a través de múltiples canales, pudiendo llegar a afectar al sistema bancario europeo en su conjunto y a la generalidad de los mercados financieros. El más directo está dado por la exposición de las entidades a las economías en situación más vulnerable (siendo el listado de economías más vulnerables dependiente de cuanto se profundice el efecto contagio entre países) y el consiguiente incremento en los riesgos asociados en un contexto de erosión en la calidad de sus activos. Aunque la exposición de los bancos a los países en situación más vulnerable es heterogénea, ya sea entre los distintos países de la región o entre las entidades financieras de un mismo país, la interconexión entre los distintos participantes del mercado bancario lleva a que –más allá de la exposición directa a los soberanos y la diversificación de la cartera de cada entidad– eventuales efectos de segunda ronda puedan tener un impacto generalizado, comprometiendo a la estabilidad financiera en la región. Adicionalmente, con relación a las exposiciones, importan tanto aquellas en préstamos

¹⁶ En tal sentido, en agosto se intensificó el debate con respecto a las perspectivas para la Eurozona, con posiciones divergentes que incluían desde la posibilidad de que ciertas economías abandonasen el uso de la moneda común hasta la necesidad de avanzar hacia un esquema de mayor integración (que incluyese la integración fiscal).

Gráfico 6 / Calificaciones de deuda de bancos



Fuente: Bloomberg.

o títulos públicos o productos estructurados en base a ellos (afectadas por las peores perspectivas para la deuda soberana de las economías en problemas) como las financiaciones otorgadas al sector privado (cuya capacidad de pago eventualmente puede verse afectada por los efectos de las medidas implementadas para mejorar la situación fiscal).

El impacto del deterioro en la calidad del activo se da en un momento en el cual las entidades financieras aún estaban recomponiéndose de los efectos de la crisis internacional 2008-2009 (cuando tuvieron que ser, en muchos casos, respaldadas por los diferentes gobiernos). Así, en casos particulares esto se sumó a la incertidumbre con respecto a la calidad de la cartera de préstamos vinculados al sector inmobiliario y de la construcción. Efectivamente, en países como Irlanda, España y el Reino Unido, la cartera de hipotecas creció acompañando el fuerte dinamismo de las cotizaciones de *real state* antes de la crisis financiera internacional. Así, el saldo de hipotecas sobre PIB casi se triplicó entre 1998 y 2009 para Irlanda y España, mientras que en el caso del Reino Unido casi se duplicó (Irlanda y el Reino Unido tienen ratios de hipotecas sobre PIB que están entre los más altos

de las economías desarrolladas).¹⁷ En un escenario de cotizaciones más adverso (los precios de las viviendas llegaron a caer en un rango de 15%-30% en Irlanda, España y el Reino Unido desde los picos marcados antes de la crisis financiera internacional), esto implica la materialización de riesgos adicionales, tal como lo evidencia el incremento en la cartera irregular de hipotecas residenciales en el Reino Unido y en España.

La posibilidad de que la calidad del activo se vea fuertemente comprometida (pudiendo generar, en ciertos casos, problemas de solvencia) incrementa el riesgo percibido con respecto a los bancos, tal como se refleja, por ejemplo, en los precios de los CDS para el agregado del sector financiero europeo (ver Gráfico 7). Esto influye sobre el costo de fondeo de las entidades financieras y su acceso a diferentes fuentes de financiamiento¹⁸ (incrementando así el riesgo de tasa de interés y el riesgo de liquidez, dependiendo de cómo estén estructurados el activo y el pasivo de las entidades bancarias), en un contexto en el cual la rentabilidad de los bancos todavía está recuperándose del impacto de la crisis financiera internacional.¹⁹ A su vez, dificultades para fondearse a un costo razonable pueden terminar repercutiendo sobre la disponibilidad de crédito para el sector privado. Sin embargo, hasta el momento los balances de las entidades financieras muestran que el crédito al sector privado (familias y sector no financiero) no ha sido impactado por la crisis de la deuda soberana en Europa, manteniéndose un patrón de recuperación con posterioridad al deterioro de 2008-2009. Esto se debe, en parte, a la asistencia brindada por el BCE en materia de liquidez. En la medida en que la crisis de la deuda en Europa continúe profundizándose y se terminen observando tensiones generalizadas en los mercados financieros, es esperable que el crédito al sector privado se vea debilitado, con impacto sobre el nivel de crecimiento.

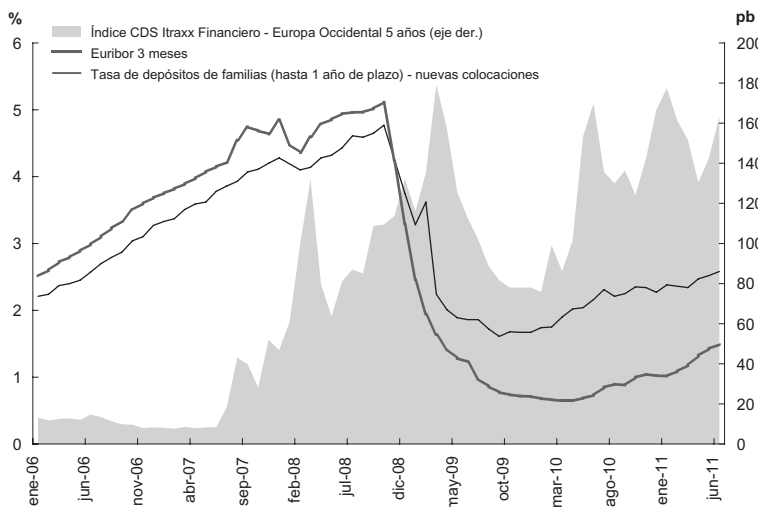
Adicionalmente, en un contexto más adverso en los mercados los bancos pueden ver afectadas líneas de negocio que no estén vinculadas con la intermediación financiera (como el cobro de comisiones por actividades en los mercados de capitales). Esto se da en forma contemporánea con el replanteo del marco normativo y regulatorio de las entidades bancarias a nivel global (incluyendo la implementación

¹⁷ Ver FMI, 2011 (Capítulo 3).

¹⁸ El efecto negativo incluye las dificultades que se generan en la medida en que los títulos públicos bajo presión son usados como colateral para obtener fondeo (por ejemplo, para solicitar asistencia al BCE o para entrar en operaciones de *repo*) o en transacciones con derivados.

¹⁹ Ver sección III.3.

Gráfico 7 / Tasa de interés y CDS del sector financiero



Fuente: BCE y Bloomberg.

de Basilea III), que introduce un elemento adicional de incertidumbre con respecto al entorno de negocios de los bancos europeos.

En las próximas subsecciones, sujeto a las limitaciones impuestas por la disponibilidad de información homogénea y reciente, se intentará dar un panorama general de cuál es la exposición de los bancos con respecto a las economías cuya deuda más se ha debilitado y cuáles son los principales riesgos implicados por la estructura del fondeo actual de las entidades financieras. Por último, se abordará el tema de la solvencia de los bancos europeos.

III.1. Exposición de los bancos europeos a economías en situación vulnerable

Como ya fuera mencionado, la incertidumbre con respecto a la calidad de los activos de los bancos europeos se incrementó en los últimos meses, acompañando la aceleración del deterioro de la deuda no sólo de GIP, que ya han solicitado asistencia a UE-FMI, sino también de otras economías cuya situación puede verse comprometida en un escenario de mayor tensión. En particular, el debate en torno al eventual involucramiento del sector privado en un segundo paquete de asistencia a Grecia generó un claro interés acerca de la magnitud de la exposición de los bancos europeos a la deuda de este país y cómo se vería afectada

su solvencia en un escenario de cesación de pagos de parte del gobierno griego.²⁰ En igual sentido jugaron los recortes adicionales en las calificaciones de Irlanda y Portugal, que fueron acompañados por comentarios explícitos con respecto a la posibilidad de que estos países pudieran necesitar nuevos paquetes de apoyo (con potencial participación, también en este caso, de los inversores privados). Finalmente, en un entorno de márgenes (*spreads*) crecientes en los mercados de renta fija, se comenzó a considerar con más detenimiento el posible contagio tanto a países de tamaño reducido (Chipre, Bélgica) como a economías grandes (España, Italia y –en un caso más extremo– Francia).

Una forma de estimar la magnitud del problema está dada por las estadísticas del BIS sobre financiamiento externo de los bancos a nivel consolidado, con datos sobre la exposición de sistemas financieros de determinados países a activos de otras economías desagregados por sector (lo que permite identificar las acreencias con el sector público).²¹ Aunque estos datos poseen ciertas limitaciones (por ejemplo, sólo incorporan información del activo de los bancos y no reflejan el efecto de posiciones deudoras o “cortas” en el pasivo, sobreestimando la exposición final), permiten una primera aproximación a la magnitud de los montos involucrados en forma amplia.²² Así, según la información provista por el BIS, a fines del año pasado las acreencias de sistemas financieros extranjeros con respecto a cada uno de los gobiernos de GIP ascendían a más de €80.000 millones.²³ Este monto de

²⁰ En julio de 2010 la publicación de las pruebas de tensión de los bancos europeos conducidas por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) ya había permitido reducir en parte la incertidumbre que existía con respecto a la exposición de los bancos a las economías en situación más comprometida, si bien la información provista presentaba ciertas limitaciones (que intentaron corregirse con la publicación de las pruebas de 2011). Ver Banco Central Europeo (2010a).

²¹ Las estadísticas se publican trimestralmente en el *Quarterly Review* del BIS. Los datos tienen en cuenta la exposición a activos extranjeros de bancos por país, considerando la nacionalidad de cada banco en función de la localización de sus oficinas centrales. Se consolida para incluir exposiciones de filiales y subsidiarias y netear posiciones entre unidades de un mismo banco. Por otra parte, los números aquí reportados corresponden a la exposición en base a la asunción de riesgo global (criterio de “*ultimate risk basis*” según la definición del propio BIS) que netea las transferencias entre países y sectores (en oposición a lo que el BIS llama criterio de deudor directo, que no realiza este neteo). Para mayor información ver “*What the BIS banking statistics say (and what they do not) about banking system’s exposures to particular countries and sectors*” (BIS, 2011a).

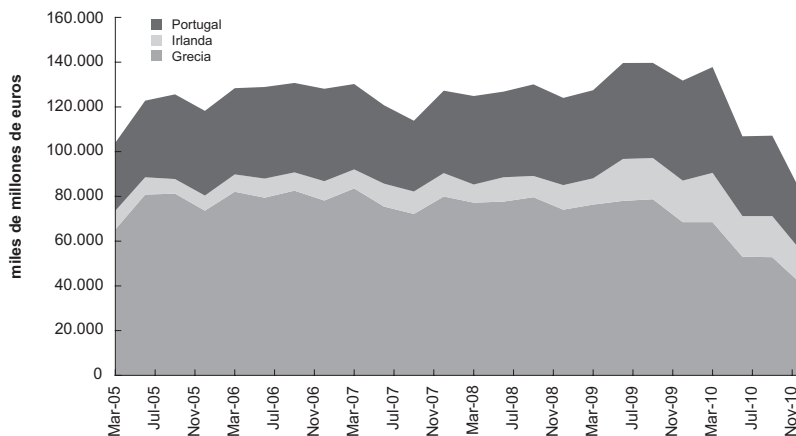
²² La discriminación por sector no incluye a las posiciones fuera de balance, que están incluidas en forma agregada en el ítem “otras exposiciones”. Este ítem incluye los derivados (los derivados de crédito son tenidos en cuenta sólo en la medida en que sean adquiridos con objetivos de *trading* por parte de un banco que compra protección), las garantías extendidas y los compromisos de crédito.

²³ El concepto de extranjero tenido en cuenta en esta sección incluye la sumatoria de todas las financiaciones de bancos extranjeros (europeos y no europeos) a Grecia, Irlanda y Portugal considerando cada caso por separado. Así, el monto agregado incluye, por ejemplo, las acreencias de los bancos Portugueses con respecto a Grecia.

finis de 2010 implica una merma de casi 40% en ese año (ver Gráfico 8), con más de la mitad de esta caída explicada por la reducción a la exposición de la deuda del gobierno griego. La merma en la exposición durante 2010 estaría reflejando el efecto combinado de varios factores, incluyendo la continua caída en los precios de los activos considerados y el cambio en las cantidades en cartera de los bancos.²⁴

Los volúmenes de acreencias contra sectores públicos de países vulnerables por parte de las entidades financieras de otros países se incrementan fuertemente si se incluye en el análisis las tenencias de deuda de economías que no han solicitado asistencia pero que presentan *spreads* de deuda crecientes. Tal es el caso de países como España y Bélgica, cuyas deuda total en poder de sistemas financieros de otros países asciende a más de €75.000 millones en cada caso. La situación cobra otra dimensión al incorporar a Italia entre los países cuya deuda se encuentra en situación vulnerable; los bancos europeos tienen en sus carteras deuda de este país por un monto cercano a €165.000 millones. Esto implica que en la medida en que se termine

Gráfico 8 / Exposición de bancos extranjeros al sector público de GIP



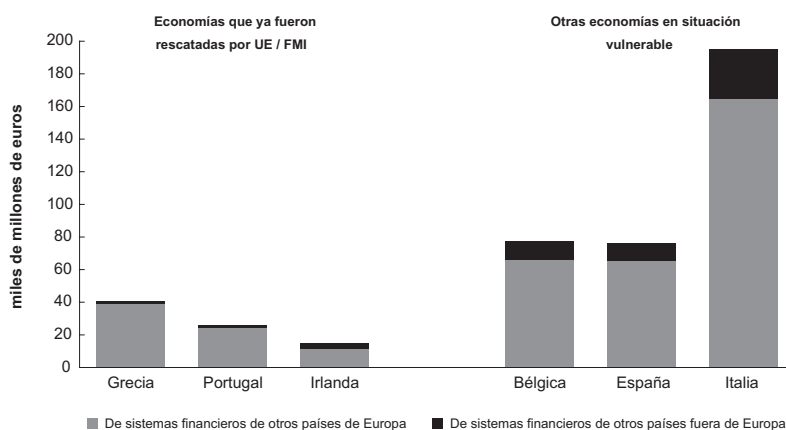
Fuente: BIS.

²⁴ Sin embargo, la forma en la que está presentada la información no permite discriminar la magnitud de cada uno de estos efectos. No se discrimina entre qué activos están en cuentas de inversión y cuáles están en cuentas de *trading* (valuados a mercado). La información tampoco discrimina por moneda de emisión (los datos oficiales se reportan en dólares, pero con fines expositivos para el presente artículo se han reexpresado en euros usando el tipo de cambio vigente al cierre de cada trimestre).

verificando un efecto contagio de magnitud tal que comprometa la situación de economías de mayor tamaño, el problema de la exposición de los bancos europeos se torna de índole sistémica para la región. En tal sentido, más del 90% del total de acreencias de entidades financieras del extranjero con los gobiernos de GIP estaba a diciembre de 2010 explicado por entidades del propio continente europeo (ver Gráfico 9), con una participación marginal de entidades financieras de economías desarrolladas en otras regiones (EE.UU., Japón).²⁵ Esto ayuda a explicar por qué hasta el momento los inversores se han concentrado en la situación de los bancos europeos en particular, al tiempo que los mercados de otras regiones no han registrado fuertes cambios en función de la crisis de la deuda en la zona del euro – excepto en momentos en los que se verificaron episodios de fuerte incertidumbre y alta volatilidad con efectos sobre el apetito por riesgo a nivel global–.²⁶

Desagregando la información por país, los sistemas financieros de Francia y Alemania (y, en menor medida, el Reino Unido, España y Bélgica) son los que presentan mayor exposición a la deuda soberana de los países que han debido

Gráfico 9 / Deuda de gobiernos de economías europeas seleccionadas con bancos de otros países



Fuente: BIS, en base a exposición de sistemas financieros. En cada caso, no incluye a los sistemas financieros del propio país.

²⁵ Exceptuando el caso de Irlanda, donde más del 10% de las acreencias de las entidades financieras del exterior con respecto al gobierno irlandés está explicado por entidades norteamericanas.

²⁶ Por ejemplo, en mayo de 2010 y en agosto de 2011.

pedir asistencia a UE-FMI en general y de Grecia en particular (ver Gráfico 10). En todos los casos la exposición de los sistemas financieros a este grupo de países implica un porcentaje bajo de sus respectivos activos totales. Los ratios de exposición a gobiernos de Grecia, Irlanda y Portugal en forma agregada son en todos los casos menores a 0,5% del activo consolidado de cada sistema financiero en consideración, aunque a nivel individual –de concretarse un escenario de cesación de pagos por parte de diversos gobiernos– esto implicaría importantes necesidades de capitalización entre los bancos (ver Sección III.3).

Gráfico 10 / Deuda de gobiernos de GIP con bancos de otros países

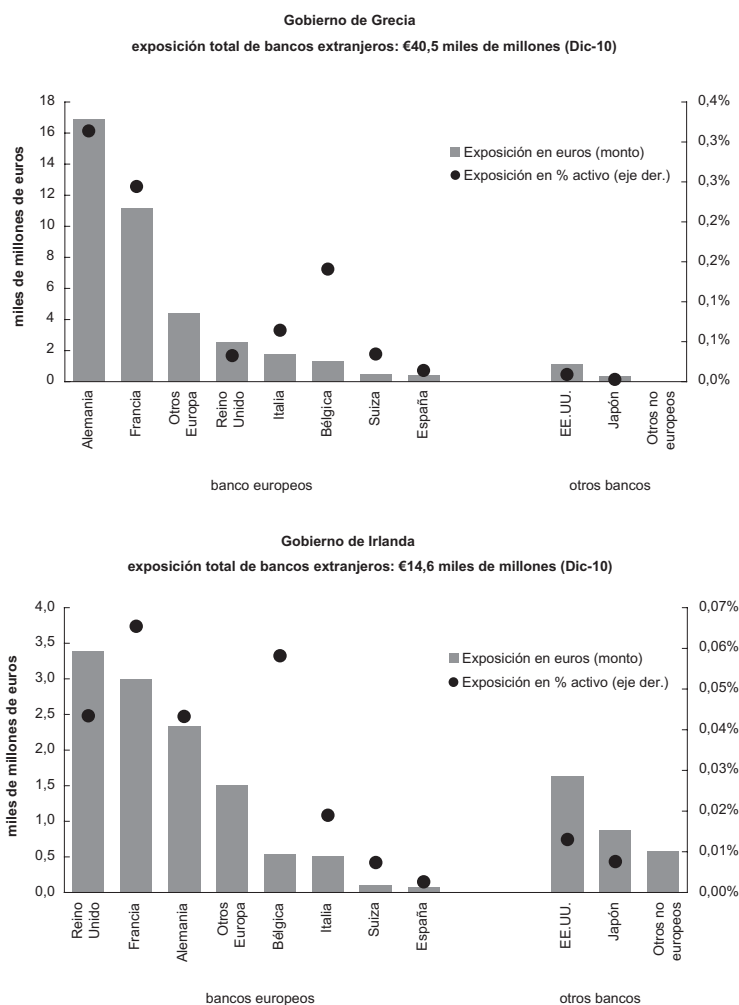
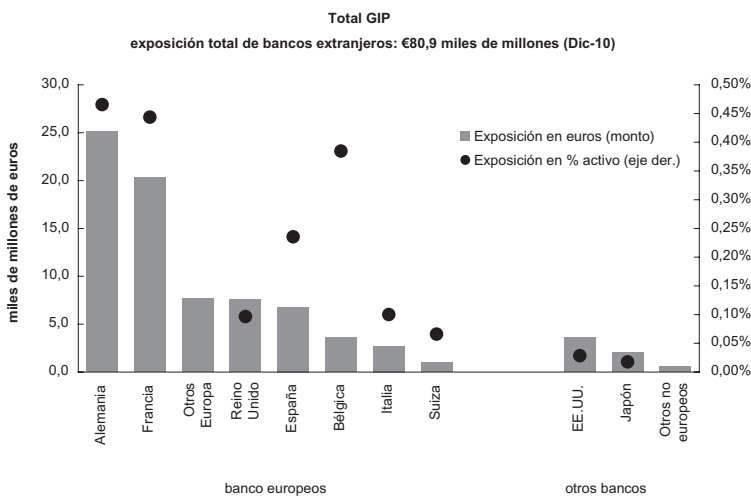
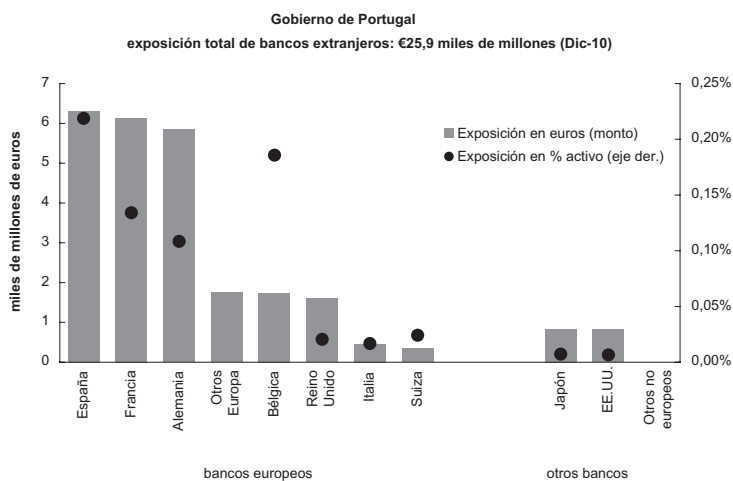


Gráfico 10 / Deuda de gobiernos de GIP con bancos de otros países (continuación)



Fuente: BIS y FMI.

La situación se vuelve más compleja si se incorporan al análisis las acreencias con respecto a otros gobiernos cuya deuda también se ha resentido en 2010, como España, Bélgica e Italia (considerando sólo el caso de la deuda española la exposición de los bancos europeos a este país equivale a casi el 90% de la exposición agregada a Grecia, Irlanda y Portugal). Así, para las entidades finan-

cieras de Francia y Alemania la exposición agregada a los gobiernos de estas seis economías que han estado en la mira de los inversores desde que se desató la crisis de la deuda en la Eurozona representa casi 3% y 2% del activo consolidado, respectivamente.

Las estadísticas del BIS reflejan, a su vez, un patrón disímil para los distintos sistemas financieros con respecto a la exposición a cada uno de los países que han debido recurrir a UE-FMI. Así, mientras las entidades financieras francesas muestran acreencias con respecto a Grecia que son casi el doble de aquellas con respecto a Portugal y que a su vez son casi el doble de aquellas con respecto a Irlanda, en el caso de las entidades financieras alemanas la exposición a Grecia tiene una ponderación mucho mayor (es casi tres veces aquella con respecto a Portugal, que a su vez es casi el doble de la exposición con respecto a Irlanda). Por su parte, el Reino Unido muestra una exposición más equilibrada a los tres países considerados (con menor ponderación relativa de la exposición a Portugal). Finalmente, considerando las acreencias con economías que no han recurrido a la asistencia de UE-FMI, en el caso de la deuda española las entidades financieras de Alemania y Francia también son las que tienen exposiciones más grandes en términos absolutos (de un tamaño similar y que, en ambos casos, implican un monto cercano al de sus exposiciones agregadas a GIP). Nuevamente, esto evidencia la gravedad de un eventual contagio de la situación en GIP a otras economías de mayor tamaño, dada su capacidad de impactar a entidades financieras grandes como las francesas y las alemanas.

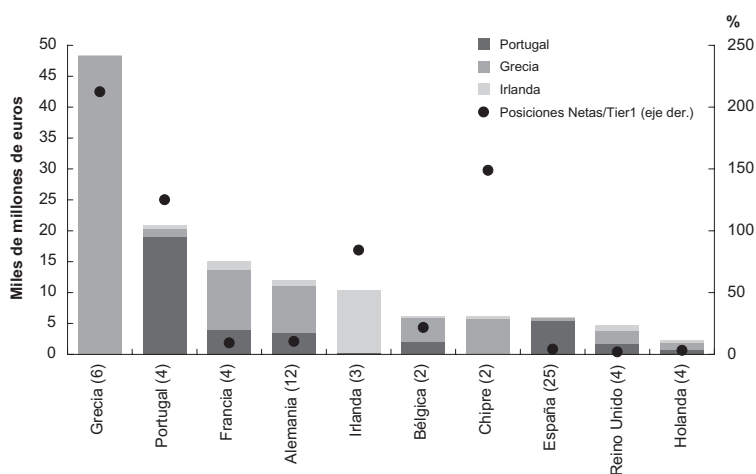
Las cifras totales reportadas por el BIS para las entidades financieras europeas y la composición por nacionalidad del acreedor resultan, en líneas generales, consistentes con los datos provistos por los propios bancos en el marco del ejercicio de pruebas de tensión (*stress tests*) que se realizó en julio de 2011. La información publicada junto con estos ejercicios también incluye datos sobre cuánta deuda de los países que fueron asistidos tienen los bancos locales (información que no está contenida en las estadísticas del BIS), evidenciando que en este caso la exposición en términos del capital básico (*Tier 1*) es mucho mayor que para otros bancos de Europa, lo que explica buena parte de las necesidades de capital que se estiman actualmente para el agregado de los bancos europeos (ver Gráfico 11).²⁷

²⁷ Aunque la información de las pruebas de tensión es mejor que la del BIS en muchos aspectos, sólo incluye información detallada de la exposición de los bancos en deuda soberana. Esto justifica el análisis de ambas fuentes de información llevado a cabo en esta sección.

Adicionalmente, el análisis de una muestra de los bancos más representativos en lo que respecta a las exposiciones a GIP revela que la mayor parte de las tenencias están en cuentas de inversión (a valor contable) y no en cuentas de compra-venta o *trading* (a valor de mercado). Esto implica que los bancos no deben reconocer inmediatamente en sus balances las pérdidas vinculadas a la erosión en el precio de estos títulos públicos.²⁸

Las pruebas de tensión aportan además información por entidad. Entre los bancos con mayor exposición en términos nominales a GIP (excluyendo a los bancos de esos mismos países) figuran muchas entidades financieras europeas de gran porte activas internacionalmente. En línea con lo ya comentado, sobresalen los casos de bancos franceses, belgas, alemanes e ingleses. Las exposiciones a estas economías en dificultades representan una porción heterogénea del capital

Gráfico 11 / 10 sistemas financieros con mayor exposición a deuda soberana de GIP



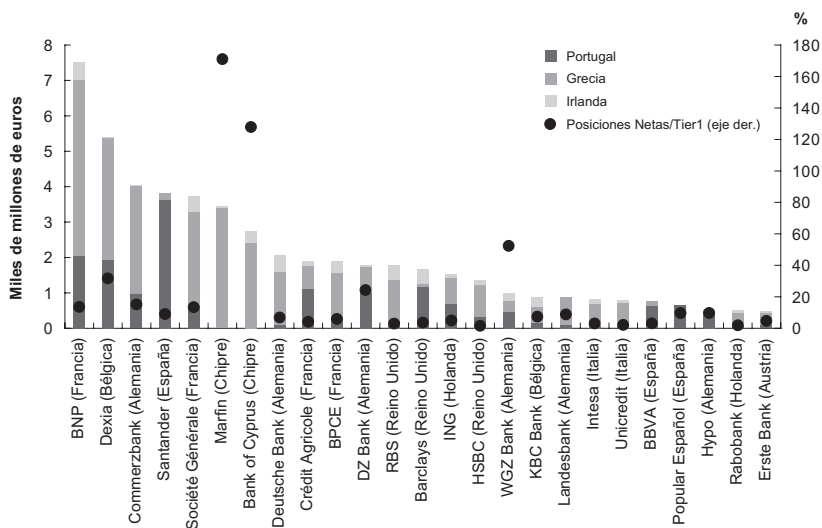
Los datos entre paréntesis indican la cantidad de entidades financieras de cada país que reporta información.
Fuente: EBA.

²⁸ Aunque sí deberían realizar provisiones en función de la probabilidad de cesación de pagos y las pérdidas esperadas una vez que se materializase el evento de *default*. En el marco de las pruebas de tensión se evidenció que existía una importante heterogeneidad entre los bancos en lo que respecta a las metodologías utilizadas para llevar a cabo este tipo de ajustes, lo que llevó a que EBA tuviese que definir lineamientos adicionales (en base a la calificación otorgada por las agencias a la deuda de las distintas economías) para unificar criterios.

de los bancos (ver Gráfico 12).²⁹ Por ejemplo, los 10 bancos de mayor tamaño en la muestra tienen exposiciones a GIP en un rango de 1,5%-14% de su capital básico (con un promedio ponderado de casi 6%). Como ya se mencionara anteriormente, estas exposiciones crecen fuertemente si se incluye en la muestra de entidades en problemas a países grandes como España e Italia; en este caso el rango de las exposiciones pasa a 6,5%-140% del capital básico (con un promedio ponderado mayor a 40%). En tal sentido, si se verificara un efecto contagio a economías de mayor tamaño las necesidades de capital de los bancos europeos se incrementarían fuertemente.

Los datos de las pruebas de tensión también permiten aclarar hasta qué punto son considerables las exposiciones a economías en problemas a través de derivados. Esta dimensión ha generado importantes dudas a medida que se profundizaba la crisis de la deuda, en función de los problemas de transparencia de los mercados de estos productos (que obligaron a tomar medidas luego de la crisis financiera

Gráfico 12 / 25 bancos europeos con mayor exposición a deuda soberana de GIP(*)



(*) Excluyendo de la muestra a bancos de Grecia, Irlanda y Portugal.

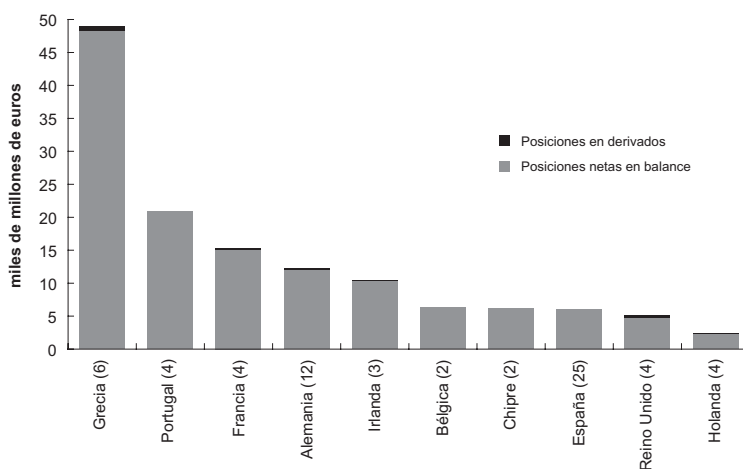
Fuente: EBA.

²⁹ Una excepción la constituyen los bancos de Chipre (una economía estrechamente vinculada a Grecia), aunque se trata de entidades financieras de tamaño menor en términos relativos.

internacional de 2008-2009) y a la posibilidad de que exacerben los efectos del debilitamiento de los títulos públicos. Sin embargo, tomando como parámetro las acreencias con respecto a GIP, se verifica que la exposición a través de derivados es por montos marginales en comparación con la exposición directa a través de la tenencia de instrumentos de deuda (ver Gráfico 13).

Más allá de las exposiciones directas a la deuda soberana, la situación de los bancos europeos también se ve comprometida por las acreencias con los sistemas financieros y el sector no financiero de las economías vulnerables, que son mayores a las mencionadas en primer lugar. Así, por ejemplo, mientras la exposición de los bancos europeos a la deuda del sector público de GIP (excluyendo la de los bancos de los mismos países a su propio soberano) asciende a casi €75.000 millones, su exposición a bancos de estos tres países asciende a casi de €90.000 millones (ver Tabla 2). Esto ayuda a explicar la persistencia de los temores con respecto a la situación de los bancos y la posibilidad de contagio a través de los mercados financieros. Por su parte, la exposición de los bancos al sector privado no financiero de GIP acrecienta el problema en forma considerable, al ampliar la exposición total (sector público, bancos y sector privado no financiero) a un monto por encima de los €500.000 millones (equivalente a un 37% del PIB

Gráfico 13 / 10 sistemas financieros con mayor exposición a deuda soberana de GIP en balance y fuera de balance (derivados)



Los datos entre paréntesis indican la cantidad de entidades financieras de cada país que reporta información.

Fuente: EBA.

Tabla 2 / Exposición de sistemas financieros extranjeros a Grecia, Irlanda y Portugal (Montos en millones de euros – Datos a diciembre de 2010)

	Total	Sector público	Bancos	Empresas	No asignados	Otras exposiciones
Total	605.563	80.912	104.162	419.574	914	277.621
Europa	529.407	74.717	89.565	364.210	915	174.557
Francia	84.643	20.309	12.180	52.154	0	29.849
Alemania	140.876	25.105	34.728	81.043	0	44.908
Reino Unido	129.741	7.544	19.072	103.123	1	51.494
España	71.444	6.793	6.346	58.305	0	18.392
Bélgica	23.059	3.603	1.612	17.726	118	1.722
Suiza	14.779	954	3.887	9.413	525	7.099
Italia	16.181	2.725	3.393	9.862	201	11.840
Resto del mundo	76.156	6.195	14.597	55.365	-1	103.064
Estados Unidos	47.470	3.582	11.623	32.265	0	96.662
Japón	18.303	2.033	1.944	14.326	0	1.473

Nota: corresponde a exposiciones asignadas al país donde el riesgo finalmente recae. Los datos cubren instrumentos en los balances y fuera del balance (derivados, etc.).

Fuente: BIS.

de Europa excluyendo a GIP). Aunque el deterioro de la cartera destinada al sector privado sería más indirecto, dependiendo del mantenimiento de un escenario de sostenida erosión en las condiciones macroeconómicas de estos países, los montos involucrados reflejan que un eventual derrame de los efectos de la crisis de la deuda soberana a la economía real magnificaría fuertemente la dimensión del problema.

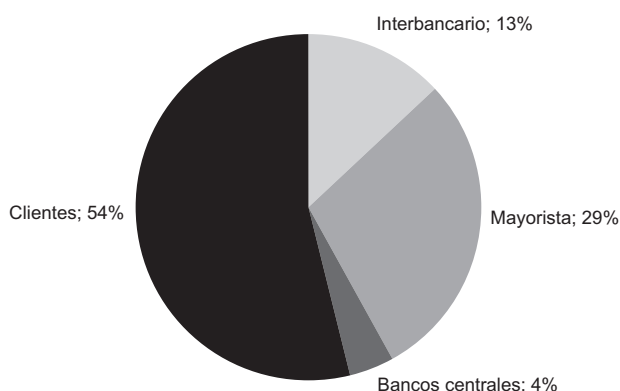
III.2. Vulnerabilidad del fondeo de los bancos europeos

Mientras que la continua erosión de los mercados de deuda soberana en Europa tiene un efecto directo sobre el valor del activo de los bancos de la región, la posibilidad de que este deterioro siga profundizándose y termine afectando a la generalidad de los mercados financieros se potencia en función de las vulnerabilidades que presenta la estructura de fondeo de los mencionados bancos. Esto se debe a que una parte considerable del fondeo es de naturaleza mayorista y de corto plazo (o con importantes vencimientos en los próximos años). Así, la dependencia de este fondeo –con costo más sensible a cambios en la calidad percibida del deudor y a la situación general del mercado– incrementa la probabilidad de que –ante un escenario aún más adverso– los bancos pasen a tener problemas

serios de liquidez, exacerbando a su vez el deterioro de los mercados. La preocupación por este tipo de dinámicas se justifica en función de los problemas evidenciados en la crisis internacional 2008-2009, que a su vez motivó la introducción de requerimientos por riesgo de liquidez entre las reformas planteadas en el marco de Basilea III (BIS, 2010). Estas reformas plantean la introducción de un Ratio de Cobertura de Liquidez que asegure el mantenimiento de un nivel de activos líquidos de alta calidad que permita enfrentar escenarios de tensión de por lo menos un mes y un Ratio de Fondo Estable Neto que incentive el mantenimiento de una base de fondeo estable. Estas medidas están en período de observación.

Según información provista en el marco del ejercicio de pruebas de tensión para los bancos europeos publicado este año, aunque para el agregado de la muestra de entidades participantes los depósitos tienen la principal ponderación en la estructura de fondeo (ver Gráfico 14), las fuentes usualmente categorizadas como mayoristas (incluyendo al mercado interbancario) explican casi el 40% del total a fines de 2010.³⁰ A esto se le suma casi un 5% del fondeo explicado por las líneas del BCE. Estas cifras son similares a las estimadas por el FMI para mediados de 2010 (ver Gráfico 15),³¹ verificándose que: a) la dependencia de los bancos europeos del fondeo mayorista es mayor que para otros sistemas financieros

Gráfico 14 / Estructura de fondeo de bancos europeos a diciembre de 2010



Fuente: European Banking Authority en base a información de 90 entidades.

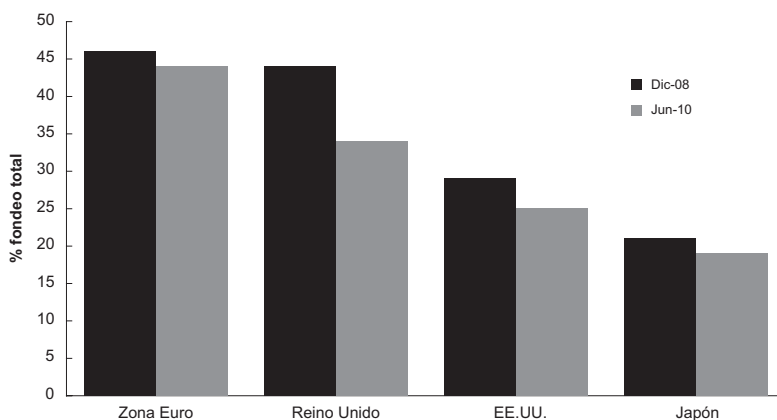
³⁰ Ver European Banking Authority (2011).

³¹ Ver *Global Financial Stability Report* (abril de 2011), capítulo 1, sección C.

como los de Estados Unidos y Japón; y b) si bien luego de la crisis 2008-2009 se observó una merma generalizada en la dependencia del fondeo mayorista (acompañando el movimiento hacia un menor apalancamiento y ciertos esfuerzos por incrementar la base de fondeo a través de depósitos), para los bancos europeos este ajuste ha sido menos profundo.³²

Además de representar una parte importante de la estructura del pasivo de los bancos europeos, el fondeo mayorista es mayormente a corto plazo. Aunque esto implica beneficiarse de un contexto de tasas de interés aún en niveles relativamente bajos (pese a que el BCE comenzó este año un ciclo ascendente en su tasa de interés de referencia), la necesidad de refinanciamiento constante incrementa el riesgo de que, en un escenario de mayor deterioro, el rápido cambio en las tasas de interés pase a erosionar directamente la rentabilidad de los bancos en la medida en que estén fondeando activos a mayor plazo. Así, según los datos presentados para las pruebas de tensión de los bancos en 2011, a fines de 2010 un tercio del total de fondeo mayorista e interbancario tenía un plazo de hasta tres meses y

Gráfico 15 / Dependencia al fondeo mayorista en sistemas financieros seleccionados



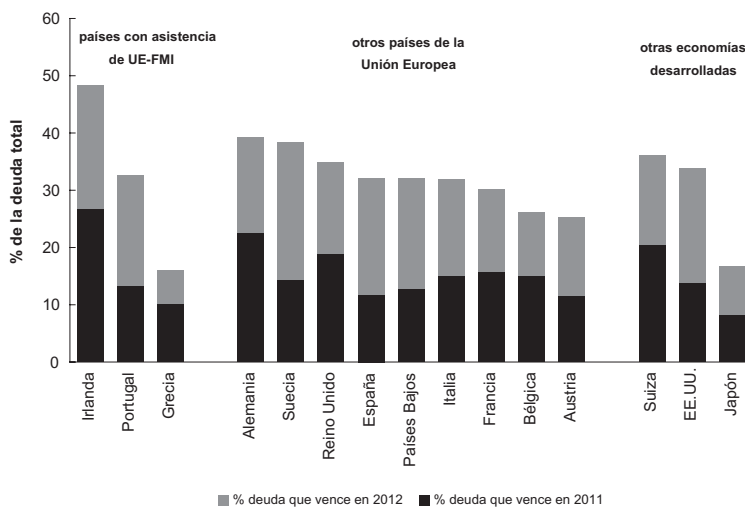
Fuente: FMI, Global Financial Stability Report de abril de 2011.

³² Para evitar la dependencia del fondeo mayorista, en algunos países se ha incrementado la competencia entre los bancos para atraer depósitos minoristas (lo que se evidencia en tasas de interés crecientes para los depósitos en economías como España y Grecia). Sin embargo, la evolución de los depósitos en los diferentes países no ha sido homogénea.

casi la mitad vencía en los 12 meses siguientes. En lo que respecta específicamente a la deuda de los bancos, según cálculos del FMI, aunque la generalidad de los bancos europeos debe encarar importantes vencimientos en los próximos años, la situación es heterogénea (ver Gráfico 16). En tal sentido, casos extremos como el de los bancos de Irlanda contrastan con situaciones más holgadas en lo que respecta a esta variable (como la de los bancos griegos).

En lo que respecta al fondeo a través del mercado de mayor plazo, hasta el momento la evolución ha sido irregular, en un contexto marcado por un incremento en la colocación de deuda soberana, sin que quede en claro hasta qué punto puede llegar a verificarse un proceso de *crowding out* en el futuro. Las colocaciones de bonos del sector financiero en los mercados de deuda en euros crecieron –en términos brutos– en el marco de la crisis financiera 2008-2009.^{33,34} Este incremento estuvo en buena parte vinculado a la emisión de bonos con garantías gubernamentales. En 2010 las emisiones brutas se fueron atemperando (aunque

Gráfico 16 / Vencimiento de deuda de bancos de economías desarrolladas



Fuente: FMI en base a Bloomberg, sobre una muestra de bancos seleccionados.

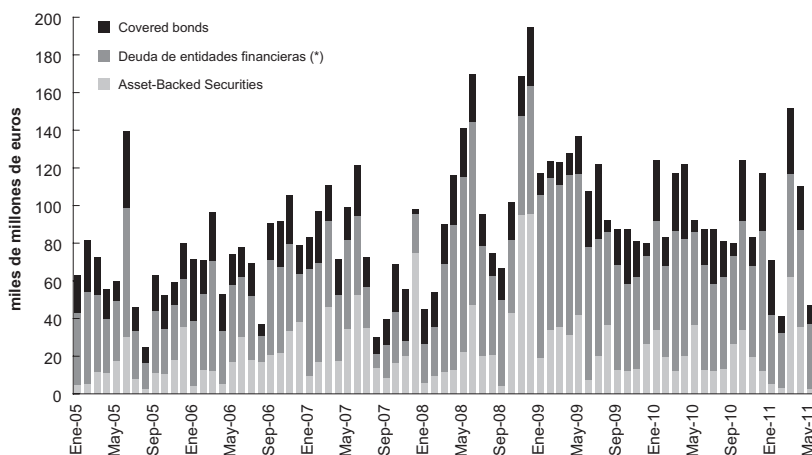
³³ Sin embargo, según datos del BIS correspondientes a la deuda del sector bancario, en términos netos en 2010 la emisión registra una merma con respecto a los valores observados antes de la crisis 2008-2009.

³⁴ Los datos analizados, publicados por la Comisión Europea, incluyen colocaciones del sector no efectuadas por bancos (por ejemplo, compañías de seguros).

se mantuvieron en niveles por encima de los observados antes de la crisis financiera internacional), tendencia que se sostuvo en el primer semestre de 2011. Por su parte, los *covered bonds* (bonos garantizados con activos de alta calidad en cartera de los bancos, usualmente a mediano/largo plazo) mantuvieron cierto dinamismo (ver Gráfico 17), con un incremento en las colocaciones hacia 2010. Se destaca que, según el BCE (BCE, 2011a), a principios de 2011 las colocaciones de deuda tradicional estaban concentradas en operaciones de grandes grupos bancarios, mientras que en el caso de la deuda con garantías las colocaciones eran explicadas por un conjunto más amplio de bancos, que incluía tanto a grandes grupos financieros como a entidades de tamaño mediano o más pequeño. Aunque los *covered bonds* constituyen una alternativa atractiva para conseguir financiamiento a bajo costo y por mayor plazo, su emisión implica tener una cartera de activos tal que permita la sobre-colateralización necesaria para poder conseguir una alta nota al momento de emitir.

Con respecto al fondeo de menor plazo, se observó en el marco de la crisis de la deuda europea un mayor dinamismo del fondeo garantizado, en contraposición al no garantizado. Así, en el caso del mercado de pases (*repo*) se evidenció cierta recuperación a partir de 2010 (luego del impacto negativo sufrido durante el pico de la crisis financiera de 2008-2009), aunque los montos mantuvieron

Gráfico 17 / Colocaciones en mercados de deuda denominada en euros (Instrumentos con plazo mayor a un año – Componentes seleccionados)

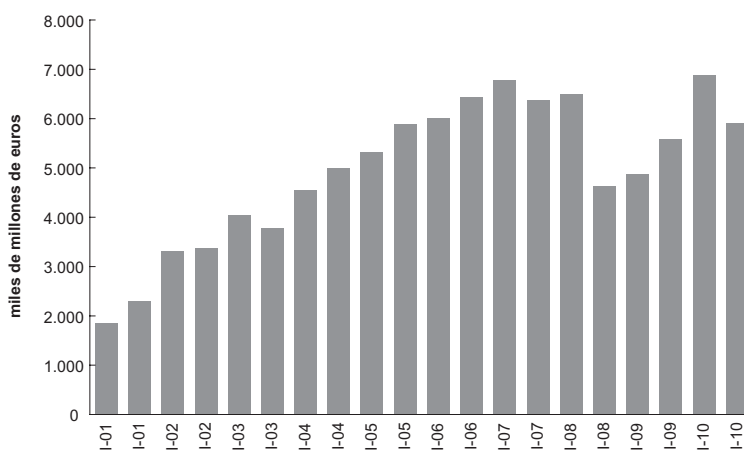


Fuente: Comisión Europea.

(*) incluye entidades que no son bancos (compañías de seguros, etc.).

un comportamiento volátil. Según datos de la *International Capital Markets Association* (2011), a fines del primer semestre de 2010 –coincidiendo con el primer pico de tensión de la crisis de la deuda en Europa– se registró un fuerte avance en el saldo de operaciones de pases activos y pasivos vigentes, aunque en la segunda mitad del año el monto pasó a deteriorarse (ver Gráfico 18). Por su parte, la emisión de papeles de corto plazo evidenció una evolución mixta en 2010, aunque se destacó un incremento en la emisión de certificados de depósito.³⁵ En el caso de la emisión de papeles de corto plazo, existen casos importantes de bancos que no se fondean en moneda local sino en dólares, por ejemplo, a través de fondos de *money markets* norteamericanos (ver Deutsche Bundesbank 2010). Esto podría generar problemas si estas fuentes de financiamiento en dólares se viesan comprometidas, obligando a recurrir a alternativas como el mercado de *swaps* de monedas.³⁶ Finalmente, el financiamiento interbancario continuó cayendo (tras registrar picos en 2008), en la medida en que la mayor preocupación por el riesgo de contraparte llevó a que sólo se prestase a bancos con alta calificación (que usualmente no son grandes demandantes en el mercado de corto plazo no asegurado).³⁷ En este caso, en la segunda

Gráfico 18 / Saldos vigentes en el mercado europeo de *repo*



Datos a fines de cada semestre.

Fuente: encuesta de ICMA.

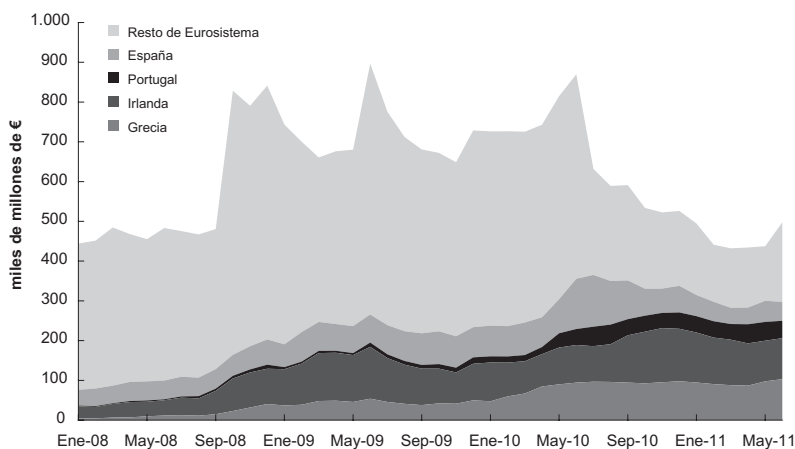
³⁵ La rotación en el mercado secundario también mejoró fuertemente, aunque este comportamiento no habría sido homogéneo (con merma en la liquidez de los papeles de bancos de economías “periféricas”).

³⁶ Los *spreads* para *swaps* de euro-dólar a tres meses se ampliaron fuertemente en agosto.

mitad del año los *spreads* sobre tasas de interés de menor riesgo –usualmente asociados a una mayor percepción de riesgo entre las entidades financieras– pasaron a mostrar una clara tendencia positiva, intensificando los temores con respecto al potencial de deterioro de los *money markets* y sus eventuales efectos sobre las entidades bancarias.

En el caso de los bancos de GIP (con alta exposición a la deuda soberana local y, por lo tanto, alto riesgo percibido), dada la imposibilidad de ampliar la base de depósitos minoristas en la mayoría de los casos y en tanto el acceso al mercado mayorista se volvió casi prohibitivo, se generó una mayor dependencia de las líneas de liquidez del BCE. En efecto, mientras que el saldo agregado de estas líneas se viene contrayendo desde mediados de 2010, los montos para bancos de Grecia, Irlanda y Portugal han tendido a crecer (ver Gráfico 19). Así, el financiamiento a los bancos de estos tres países, que a mediados de 2010 explicaba casi una cuarta parte del total, un año después representaba más de la mitad. Las dudas con respecto a la sustentabilidad de esta situación se han visto agravadas en función de las propuestas de participación del sector privado en el nuevo paquete de asistencia a Grecia (modalidad que podría repetirse si eventualmente

Gráfico 19 / Financiamiento del BCE a sistemas financieros de Europa (operaciones de refinanciamiento y operaciones de largo plazo)



Fuente: BCE y bancos centrales nacionales.

³⁷ Ver el “Euro money market study” de diciembre de 2010 (BCE).

otros países requiriesen más ayuda).³⁸ En la medida en que esta participación, aunque voluntaria, implique un episodio de cesación de pagos –según las calificadoras de riesgo– el acceso de los bancos a este tipo de financiamiento podría verse condicionado, dadas las exigencias existentes en materia de garantías para estas líneas.³⁹ Sin embargo, es esperable que en un escenario de cesación de pagos se implementen medidas para contener la situación. De hecho, en el anuncio del nuevo paquete de medidas las autoridades europeas explicitaron que eventualmente se intervendría para mejorar la calidad del colateral, con el fin de evitar que se interrumpa su uso por parte de los bancos griegos para acceder a las facilidades de liquidez del Eurosistema.

III.3. Rentabilidad y solvencia

En 2010, cuando se desató la crisis de la deuda, los bancos venían avanzando lentamente en un proceso de desapalancamiento y mejora en los ratios de solvencia (ver Gráfico 20), al tiempo que evidenciaban una progresiva recuperación en los resultados (todavía en niveles por debajo de los observados antes de la crisis 2008-2009). Sin embargo, el proceso de desapalancamiento se venía dando con menor dinamismo que, por ejemplo, en los Estados Unidos.⁴⁰ Se trata de un proceso en marcha que requerirá medidas adicionales en función de los desafíos que implica la situación imperante.

Aunque el avance en los ratios de solvencia hasta 2010 fue generalizado, existen diferencias a nivel país (ver Gráfico 21).⁴¹ Así, los ratios del capital de mayor calidad (*Tier 1* en porcentaje de los activos ponderados por riesgo) de los sistemas

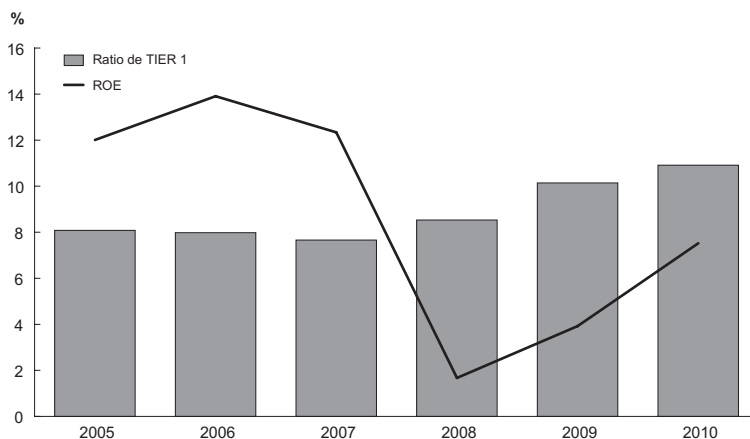
³⁸ El BCE, que esperaba ir implementando hacia fines de 2010 una estrategia de salida de las políticas de estímulo instrumentadas en respuesta a la crisis financiera internacional, ha ido relegando el levantamiento de medidas específicas (por ejemplo, las líneas de refinanciamiento con asignación completa hasta tres meses de plazo).

³⁹ En el marco de la crisis el BCE modificó su criterio de elegibilidad de colateral para atender a las particularidades del caso griego. En términos más generales, el deterioro de los títulos públicos afecta la capacidad de fondeo de los bancos dada su utilización en diversos tipos de operaciones (además del financiamiento a través de los bancos centrales, operaciones de pase, garantías para *covered bonds*, garantías para operaciones con derivados) que pueden generar pedidos de mayores garantías (*margining calls*) o verse dificultadas por la exigencia de mayores aforos (por ejemplo, las establecidas por LHC.Clearnet a lo largo de 2010 y 2011). Ver BIS – CFGS (2011).

⁴⁰ Ver FMI 2011a (capítulo 1) y FMI 2011b (apartado sobre “*Deleveraging in the Euro Area*”).

⁴¹ Las entidades tendieron a implementar medidas para mejorar su solvencia tanto para continuar recomponiéndola luego del pico de la crisis financiera internacional como para ir apuntalando la posición teniendo en cuenta los cambios que implicará la implementación de los criterios de Basilea III. A esto se le suman medidas específicas requeridas para atender casos más críticos (por ejemplo, en España). En igual sentido, la gradual recomposición de la rentabilidad de los bancos contribuyó con la mejora en la solvencia.

Gráfico 20 / Rentabilidad y solvencia de grupos bancarios grandes y complejos en Europa



Ratios en promedio ponderado.

Fuente: BCE.

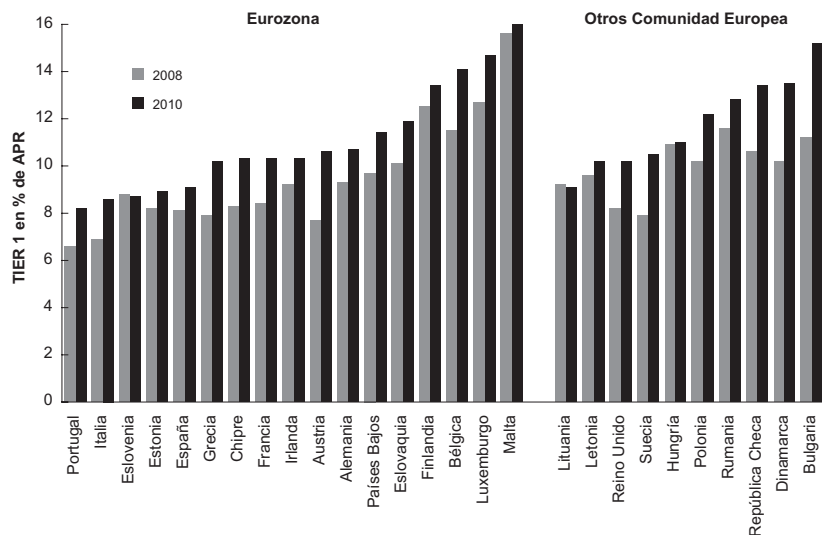
financieros de países como Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia están por debajo de la mediana para toda la región (sobresaliendo el caso portugués, con los ratios más bajos de la muestra).⁴² Por otra parte, los ratios de España e Irlanda son los que menos se recompusieron desde 2008.

El gradual y continuo incremento de estos ratios obedeció a los esfuerzos para incrementar el capital (colocación de acciones en el mercado), los aportes realizados por diversos gobiernos para mejorar la solvencia de sus sistemas financieros, la conversión de componentes del capital de menor calidad (por ejemplo, instrumentos híbridos) y a la retención de utilidades.⁴³ Con respecto a este último factor, la rentabilidad de los bancos tendió a mejorar en 2010 con respecto a los niveles deprimidos de 2008-2009, aunque continúa por debajo de lo observado antes de la crisis. La gradual mejora en la rentabilidad en 2010 se debió en buena parte a la disminución en las provisiones por pérdidas crediticias (acompañando al proceso de recuperación económica), que fue sólo parcialmente compensada

⁴² Datos a junio de 2011, en base a las tablas de *Statistics on Consolidated Banking Data* disponibles en la página web del BCE.

⁴³ Los instrumentos híbridos combinan características propias de las acciones con otras propias de la deuda. Un ejemplo de este tipo de instrumentos son las acciones preferidas.

Gráfico 21 / Ratios de capitalización (Tier 1)



APR son los activos ponderados por riesgo.

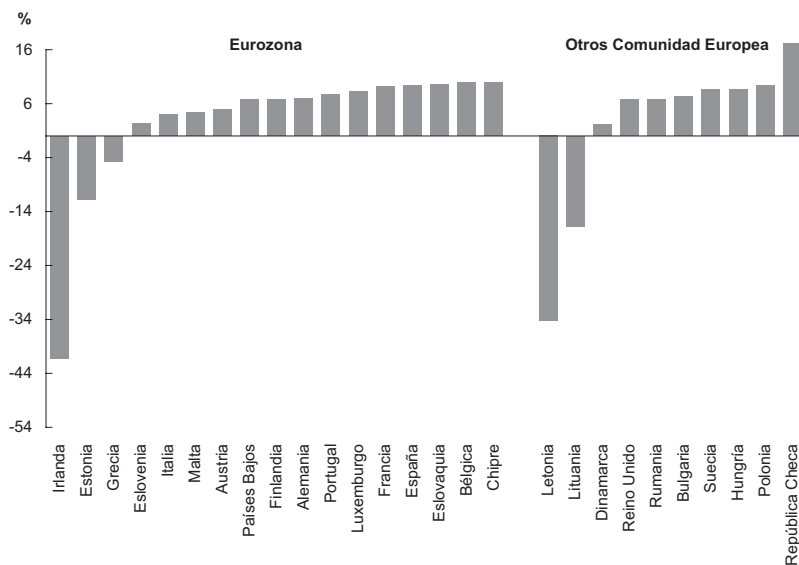
Fuente: BCE.

por mayores provisiones vinculadas a la exposición a la deuda de gobiernos europeos en situación vulnerable. Por su parte, los resultados por intereses mostraron un comportamiento más bien volátil, mientras que los ingresos por compra-venta de activos financieros y las comisiones continuaron en niveles deprimidos. La situación de los bancos por país hasta 2010 muestra una importante dispersión. Así, los bancos de Grecia e Irlanda presentan ROE negativos que están entre los peores de toda la Comunidad Europea (ver Gráfico 22). Finalmente, aunque no se cuenta aún con datos agregados, el agravamiento de la crisis en 2011 impactó negativamente sobre la rentabilidad de los principales bancos europeos (aunque con excepciones), tanto en términos de los datos observados como de las perspectivas.⁴⁴

Con una perspectiva a futuro, las pruebas de tensión coordinadas por la *European Banking Authority*, que fueron publicadas en julio de 2011 en base a información de balances de fines del año anterior, implicaron que de 90 bancos analizados

⁴⁴ Según datos recopilados por Bloomberg, el deterioro fue más marcado para los bancos de Grecia, Portugal, España, Italia y Bélgica. En los casos de Francia, Suiza y el Reino Unido la evolución fue más heterogénea.

Gráfico 22 / Ratios de rentabilidad (ROE) - 2010



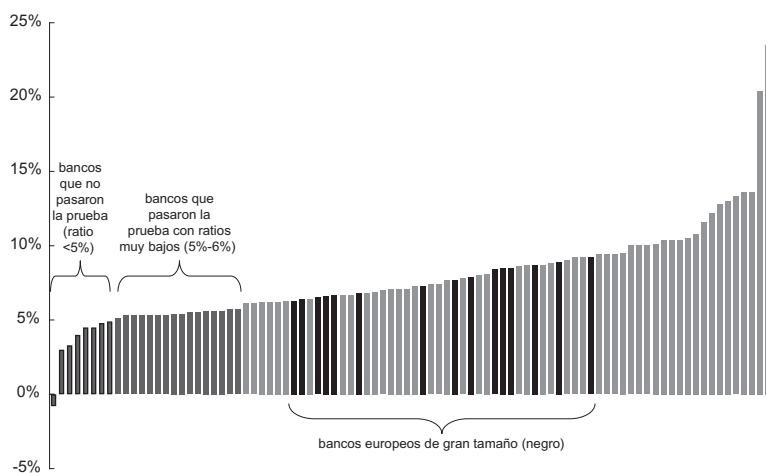
Fuente: BCE.

sólo 8 entidades (ninguna de gran tamaño) debieran incrementar capital por un monto total de €2.500 millones.⁴⁵ A esto se le sumó el caso de 16 bancos más que pasaron las pruebas de tensión con ratios muy bajos (ver Gráfico 23), sugiriendo a las autoridades bancarias de cada país que solicitaran a estas entidades el mejoramiento de su posición de capital. Dado que los montos que se venían estimando de capital adicional necesario eran muy superiores a los que resultaron de las pruebas, hubo varias críticas con respecto al ejercicio realizado, en particular a los supuestos utilizados al momento de diseñar los escenarios de tensión (por ejemplo, no preveían una eventual cesación de pagos por parte del gobierno griego).

Estas pruebas deben ser interpretadas en el marco del proceso de crisis por el que está atravesando Europa y en función de las estrategias implementadas en el proceso de negociación con las entidades financieras. En tal sentido, el ejercicio brindó mayor información con respecto a la exposición de cada banco a la deuda de diferentes gobiernos, posibilitando a los agentes del mercado

⁴⁵ Entidades con ratio de capital *Tier 1* sobre activos ponderados por riesgo por debajo de 5% en el escenario de tensión.

Gráfico 23 / Pruebas de tensión: ratios de capital en el escenario más adverso (Tier 1 en % de activos ponderados por riesgo)

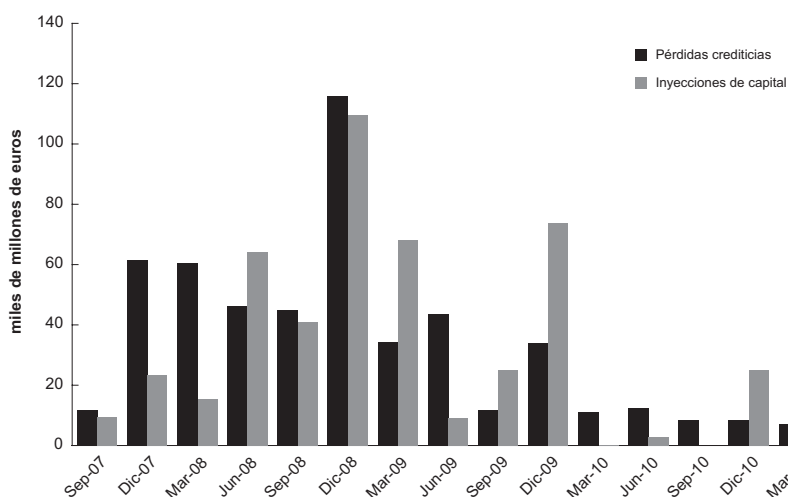


Fuente: EBA.

realizar un análisis pormenorizado de los efectos de eventuales reestructuraciones de deuda siguiendo supuestos *ad hoc*. Así, en línea con lo ocurrido en el marco del anterior ejercicio de pruebas de tensión homogéneas para toda Europa (ver Gráfico 24), su realización y la presentación de los resultados actúa como catalizador para que los bancos mejoren su posición de capital (más allá de los requerimientos específicos que surgen de la evaluación). Por ejemplo, recogiendo el efecto de diversos factores, a fines de 2010 y a comienzos de 2011 se registró un renovado incremento en las inyecciones de capital en los bancos europeos, aunque por niveles muy por debajo de los registrados durante 2008-2009.

A pesar de esto, la crisis de la deuda ha generado dudas con respecto a la solvencia de los bancos y se estima que es necesario avanzar en la recapitalización del sector. En este sentido, con posterioridad a la presentación de las pruebas de tensión, diversos agentes de mercado publicaron cálculos de la magnitud de las necesidades de capitalización de los bancos europeos en función de su exposición a la deuda soberana de economías en problemas. Estos cálculos, basados en supuestos heterogéneos acerca de las posibilidades de *default* para cada país, las quitas que implicarían en la deuda y el ratio de

Gráfico 24 / Pérdidas crediticias e inyecciones de capital en bancos europeos



Las pérdidas crediticias abarcan cargos por préstamos, pérdidas por activos, etc.

Fuente: Bloomberg.

capital mínimo objetivo, llegan a un monto estimado de necesidades que va desde €25.000 millones hasta más de €100.000 millones.⁴⁶

IV. Percepción de riesgo en el mercado

La crisis de la deuda ha tenido un impacto heterogéneo sobre los sistemas financieros de los diferentes países de Europa, en buena parte debido a los distintos grados de exposición al problema de base y a las disparidades preexistentes en lo que respecta a la solidez de los bancos en cada país. La presión estuvo en un primer momento focalizada en los bancos de GIP y España. Así, desde que se desató la crisis los sucesivos recortes en las calificaciones soberanas de estos países fueron seguidos por rebajas en las notas de los bancos locales, afectando su costo de fondeo y las condiciones de acceso a los mercados.⁴⁷

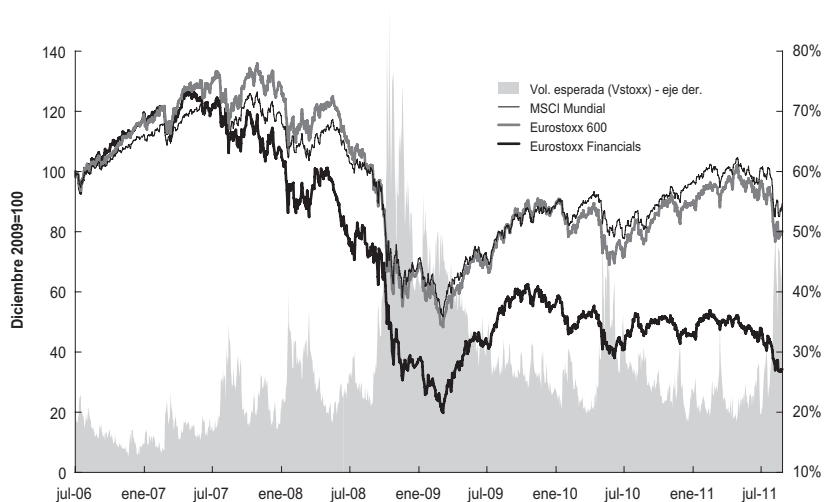
⁴⁶ En base a una muestra de cálculos que incluyen los hechos por entidades como Deutsche Bank, Morgan Stanley, JP Morgan y Bank of America-Merrill Lynch.

⁴⁷ En el caso de Irlanda la problemática de los bancos fue anterior y terminó implicando ella misma el deterioro de las perspectivas para la deuda soberana.

Sin embargo, los bancos de los países mencionados muestran diferencias, destacándose la mayor fortaleza relativa de los de Portugal y, en mayor medida, España.⁴⁸ En este último caso, por ejemplo, las entidades financieras de gran porte muestran calificaciones todavía muy por encima del límite de grado de inversión. Por su parte, las perspectivas de los bancos con alta exposición a las economías en problemas también se vieron afectadas a medida que la situación se iba deteriorando. Así, a mediados de 2011 Moody's puso en revisión – para una eventual rebaja en la calificación– a varios de las principales entidades bancarias de Francia.⁴⁹

En este contexto, las cotizaciones de las acciones de los bancos, que habían logrado recomponerse parcialmente luego del derrumbe observado durante 2008 y principios de 2009, frenaron su tendencia positiva y comenzaron a debilitarse a principios de 2010 (ver Gráfico 25). La tendencia negativa no fue sostenida sino que –acompañando a los índices generales de renta variable para Europa y a nivel global– mostró un patrón cambiante a lo largo del tiempo, en función de los

Gráfico 25 / Índices bursátiles y volatilidad esperada



Índices expresados en dólares.

Fuente: Bloomberg.

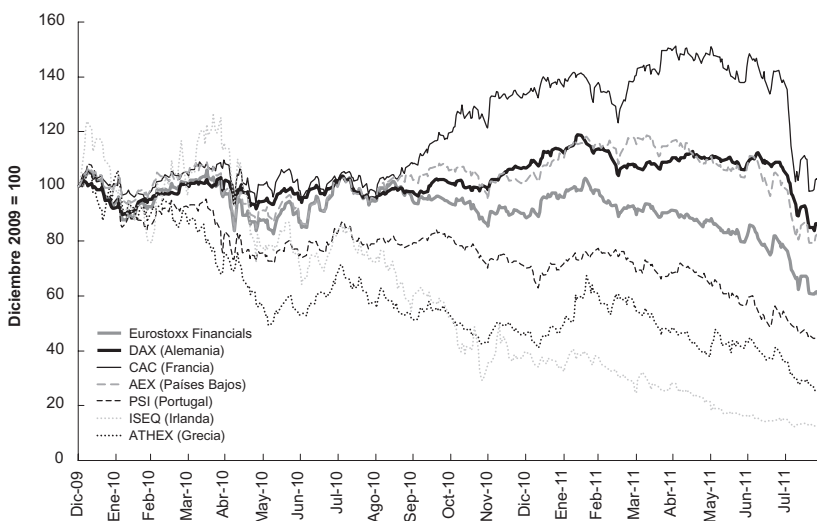
⁴⁸ Más allá de los problemas específicos de las cajas de crédito españolas.

⁴⁹ Los temores con respecto a las entidades francesas se acrecentaron fuertemente en agosto de 2011, frente a especulaciones sobre una posible baja en la calificación de la deuda soberana del mismo país.

altibajos en la preocupación con respecto a la situación en Europa (que se intensificaron en julio-agosto de este año) y en los Estados Unidos. Así, a partir de 2011 se observa una brecha cada vez más amplia entre las cotizaciones de la generalidad de las acciones europeas y las del sector financiero, en función de la agudización de los temores con respecto a la situación de los bancos en particular y la posibilidad de que se verifique un escenario de contagio generalizado a través de los mercados financieros.

La evolución de las acciones de los bancos muestra un comportamiento diferencial por tipo de bancos que también ha ido variando a través del tiempo. Los bancos de GIP, cuyas perspectivas están estrechamente ligadas a las de los soberanos (como lo evidencia, por ejemplo, la rebaja en sus calificaciones siguiendo a los recortes en las notas soberanas), registraron en lo que va de la crisis una erosión mucho más marcada que la observada para el resto de los bancos de la zona del euro (ver Gráfico 26), con mermas de entre 90% (Irlanda) y 55% (Portugal) desde fines de 2009, en un período en que el Eurostoxx 600 financiero se contrajo 40%. Por su parte, las acciones del sector financiero en las economías de gran porte (Alemania, Francia) presentaron un desempeño acumulado mejor al del agregado de las acciones del sector financiero para toda Europa en igual período.

Gráfico 26 / Índices bursátiles de Europa – Sector financiero

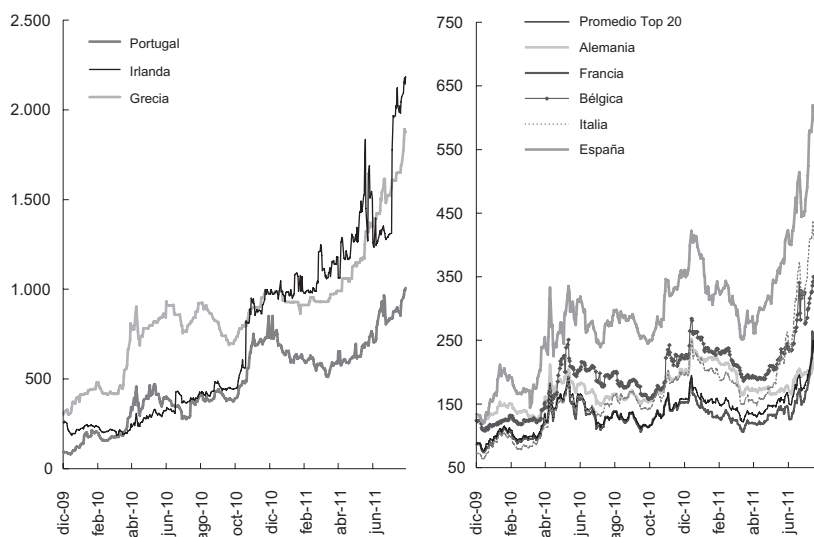


Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, más recientemente su ritmo de deterioro se ha intensificado. Esto fue particularmente notorio en el caso francés durante agosto de 2011, en un contexto de fuerte incremento en la aversión al riesgo, tal como lo evidencia el índice de volatilidad esperada para el agregado de las acciones europeas (que volvió a niveles que no se veían desde mediados de 2010).

En lo que respecta a los *spreads* de deuda, para los bancos de países en situación más vulnerable los precios de los CDS pasaron a estar fuertemente correlacionados con los de los títulos públicos (ver Gráfico 27). En el caso de los bancos de GIP el nivel de los precios (cerca de o por encima de 1.000 p.b.) está revelando la percepción de que existen altas posibilidades de que haya un evento crediticio para la deuda de estas entidades en los próximos años.⁵⁰ El riesgo asociado a bancos de España, Italia, Bélgica y –en menor medida– Francia, también muestra un fuerte incremento. Sin embargo, mientras que en el caso de los bancos españoles ya desde inicio de la crisis los *spreads* se despegaron claramente

Gráfico 27 / CDS de principales bancos europeos por país (*spreads* en puntos básicos)



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg.

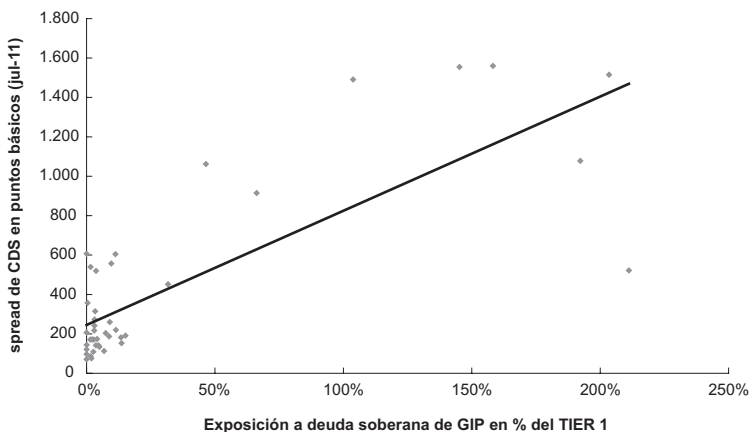
⁵⁰ En el marco de la operatoria de CDS se define como evento crediticio a la ocurrencia de un hecho (por ejemplo, incumplimiento o retraso en los pagos) que activa la protección brindada por el contrato.

de los del resto de los bancos de economías grandes de Europa, en el caso de los bancos italianos este comportamiento se dio recién hacia mediados de 2011. Se destaca que los precios de CDS para los bancos europeos de mayor tamaño –en muchos casos, con presencia internacional–, recién superaron los 200 p.b. en agosto (a fines de ese mes estaban en torno a 250 p.b.). Aunque este nivel está muy por debajo de los observados para los bancos de GIP en promedio, es casi tres veces el *spread* que estos bancos de gran tamaño registraban a fines de 2009, evidenciando el deterioro del riesgo percibido con respecto a estas entidades.

A nivel de entidad, por su parte, se verifica cierta discriminación en función de la exposición de cada banco a las economías en situación más vulnerable. Teniendo en cuenta a los bancos que participaron de las pruebas de tensión y que al mismo tiempo cuentan con CDS sobre su deuda cotizando en los mercados, se observa una relación positiva entre el costo de asegurarse a través de CDS y la exposición de los bancos a GIP en porcentaje del capital (ver Gráfico 28).

El mayor riesgo percibido (tal como lo evidencia la evolución de los precios de los CDS) introdujo una mayor volatilidad en los *spreads* del mercado interbancario tanto en euros como en dólares a partir del segundo trimestre de 2010, aunque recién en agosto de 2011 se verificó un fuerte incremento para esta variable en

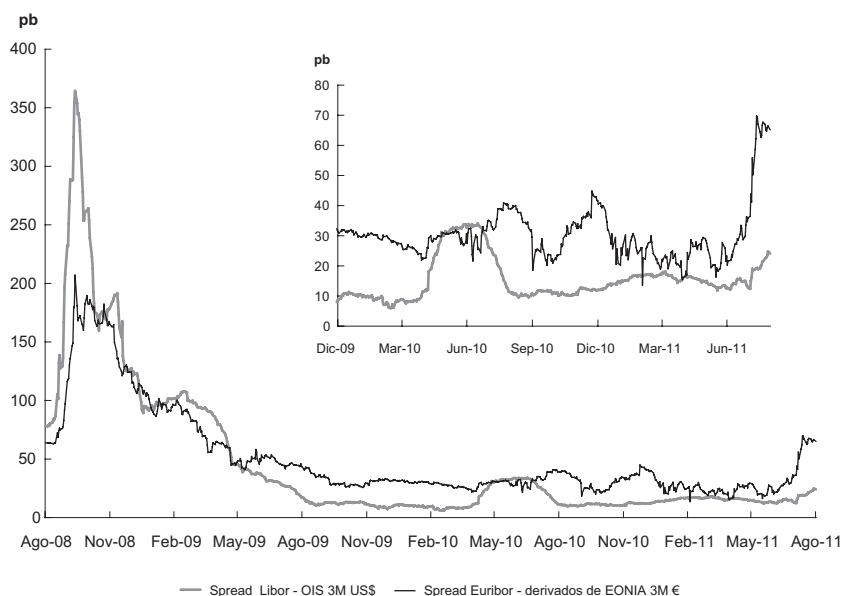
Gráfico 28 / Exposición a GIP y *spreads* de CDS de bancos europeos



Fuente: elaboración propia en base a EBA y Bloomberg.

euros. Así, la Euribor a 3 meses (el plazo de referencia) a fines de agosto mostraba *spreads* sobre tasas de interés consideradas libres de riesgo que eran casi dos veces y media el promedio registrado durante el primer semestre de 2011. Aunque estos indicadores se mantuvieron por debajo de los picos observados en el marco de la crisis financiera de 2008-2009 (ver Gráfico 29), no se descarta la posibilidad de una profundización de esta tendencia, con eventual disrupción de la actividad del mercado interbancario.

Gráfico 29 / *Spreads* de tasas interbancarias



Fuente: Bloomberg.

V. Conclusiones

La situación vulnerable de la deuda de varios países de la zona del euro, su vínculo con el sector financiero (a través de diversos factores interconectados que amplifican la posibilidad de contagio) y los desafíos que esto genera en materia de estabilidad financiera en un contexto de crecimiento en vías de recomposición, implican un riesgo para la consolidación del proceso de recuperación tras la crisis financiera internacional y configura importantes desafíos en materia de política económica.

Así, en lo que respecta a la crisis de la deuda en la zona del euro, si bien se han concretado importantes avances en materia de coordinación y enfoque (hasta reconocer, más recientemente, la necesidad de llevar a cabo acciones concretas que reduzcan la carga de la deuda en las economías en situación más comprometida), las medidas implementadas hasta el momento por parte de las autoridades no terminan de representar una solución de fondo al problema de la sustentabilidad de la deuda en Europa. Al optarse por una estrategia que implica generar las condiciones para que la situación se vaya normalizando en forma gradual, se mantiene una configuración de riesgos que genera incertidumbre y que podría decantar en la materialización de escenarios de inestabilidad a nivel sistémico. En particular, no queda en claro si los problemas se acotarán a economías de menor tamaño relativo (como GIP) o si terminarán comprometiendo la estabilidad de la deuda de economías europeas grandes.

En este contexto, a pesar de la mayor transparencia que introdujeron las pruebas de tensión y de las medidas anunciadas recientemente (que en el caso de los bancos incluyen, por ejemplo, la disponibilidad de fondos oficiales para capitalizar entidades), se mantienen dudas con respecto a ciertos bancos europeos y, en la medida en que persiste la posibilidad de problemas sistémicos, al sistema bancario europeo en su conjunto. La situación de los bancos más vulnerables se ve comprometida tanto por el lado del activo (exposición a deuda soberana y del sector privado de economías en problemas, eventuales efectos de segunda ronda en un contexto de mayor deterioro de los mercados financieros con impacto sobre un nivel de actividad económica en vías de recuperación) como del pasivo (con alta participación del fondeo mayorista, susceptible a verse fuertemente restringido en un escenario más adverso). Así, eventuales problemas de solvencia (que hacen que actualmente se estime que los bancos europeos necesitan inyecciones de capital mucho mayores a las requeridas por las pruebas de tensión elaboradas este año) y de liquidez en el sistema bancario pueden terminar propagándose, con potenciales efectos disruptivos para los mercados financieros de otras regiones (por ejemplo, en EE.UU.). En tal sentido, mientras que la situación de los bancos europeos es heterogénea (lo que a su vez ha generado una erosión dispar en las cotizaciones de mercado), en julio y agosto de 2011 se ha evidenciado un debilitamiento más marcado en forma generalizada, evidenciando el creciente riesgo percibido de que se materialice un nuevo escenario de inestabilidad en los mercados financieros.

En suma, es esperable que la situación en la zona del euro continúe siendo una fuente de volatilidad en los mercados, ya sea en períodos específicos (por ejemplo,

al acercarse los períodos de revisión de los programas ya implementados en países que han solicitado asistencia –sobre todo en casos como los de Irlanda y Portugal, dada la posibilidad de que deba ampliarse la ayuda a estos países–) o a lo largo del tiempo (si se profundiza la percepción de que la administración de la crisis por parte de las autoridades es defectuosa e ineficaz, con contagio creciente hacia economías de mayor tamaño). A su vez, este contexto de sostenida incertidumbre podría afectar las perspectivas macroeconómicas a nivel global, con efectos sobre el consumo y la inversión, dilatando así la consolidación del proceso de recuperación. Los efectos de la crisis internacional 2008/2009 constituyen un ejemplo claro de la posibilidad de que los disturbios en los mercados financieros se propaguen y terminen impactando sobre el nivel de actividad tanto en las economías en las que se originaron los problemas como en otras regiones, lo que obliga a redoblar los esfuerzos para evitar que los problemas actuales en la Eurozona se agraven y se vuelvan insostenibles.

Referencias

Banco Central Europeo (2010a); *EU Banking sector stability*, septiembre.

Banco Central Europeo (2010b); *Euro money market study*, diciembre.

Banco Central Europeo (2010c); *Financial Stability Review*, diciembre.

Banco Central Europeo (2011a); *Financial Stability Review*, junio.

Banco Central Europeo (2011b); *Monthly Bulletin*, julio.

Bank for International Settlements (2010); “Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring”, documento del Basel Committee on Banking Supervision.

Bank For International Settlements (2011a); *Quarterly Review*, marzo.

Bank For International Settlements (2011b); “The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions”, Committee on the Global Financial System (CGFS) Papers N° 43.

BCRA (2011); *Boletín de Estabilidad Financiera*, primer semestre.

Carrera, J. y F. Grillo (2010); “Apuntes de la crisis global: una segunda etapa de la crisis signada por la incertidumbre”, Ensayos económicos, BCRA, N° 57-58, enero–junio.

Council of the European Union (2011); “Statement by the heads of state or government of the Euro area and EU institutions”, 21 de julio.

Deutsche Bundesbank (2010); *Financial Stability Review*, noviembre.

European Banking Authority (2011); *EU-wide stress test aggregate report*.

Fondo Monetario Internacional (2011a); *Global Financial Stability Report*, abril.

Fondo Monetario Internacional (2011b); *Regional Economic Outlook: Europe*, mayo.

International Capital Markets Association (2011); *European repo market survey*, N°29, marzo.