

# El riesgo financiero en Europa

Juan Pablo Góngora Pérez

Desde la década de los setenta los mercados financieros del mundo predominan sobre el sector productivo, porque en ellos se pueden encontrar mayores oportunidades de obtener ganancias. Sin embargo, los mercados financieros son intrínsecamente riesgosos, volátiles y, con frecuencia, alcanzan etapas de bonanza y de crisis, en particular en la actualidad, en que hay un proceso de liberalización y desregulación del sistema financiero mundial, lo cual ha aumentado el flujo de capitales en el sector y propiciado mayores niveles de especulación y, con ello, un aumento en la inestabilidad financiera.

En el contexto planteado resulta fundamental establecer una medida que indique qué tan vulnerable es una inversión en activos financieros. El concepto de riesgo se asocia con la posibilidad de ocurrencia de un evento que pueda traducirse en pérdidas para los participantes en los mercados financieros. Éstas pueden resultar de la incertidumbre del valor de los activos (riesgo de mercado); de la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones financieras de quien ha contraído la obligación (riesgo de crédito o de contraparte), o por la imposibilidad de contar con recursos para enfrentar las obligaciones de corto plazo o de transformar los activos financieros en recursos líquidos a un costo razonable y sin pérdidas (riesgo de liquidez).

Las mediciones del riesgo han cobrado relevancia, en particular en los meses recientes, en los que los participantes de la Zona Euro han aumentado considerablemente su nivel de endeudamiento y reducido, al mismo tiempo, su capacidad de pago. Es decir, ha crecido el riesgo de crédito asociado a los países de la Unión Europea.

En este sentido, resulta importante determinar de qué modo países como Grecia, Italia o España se encuentren hoy en altos niveles de vulnerabilidad y bajo el riesgo de presentar una crisis de deuda, la cual no es más que la materialización de la probabilidad del incumplimiento de pago de sus obligaciones financieras contraídas, es decir, del riesgo de crédito.

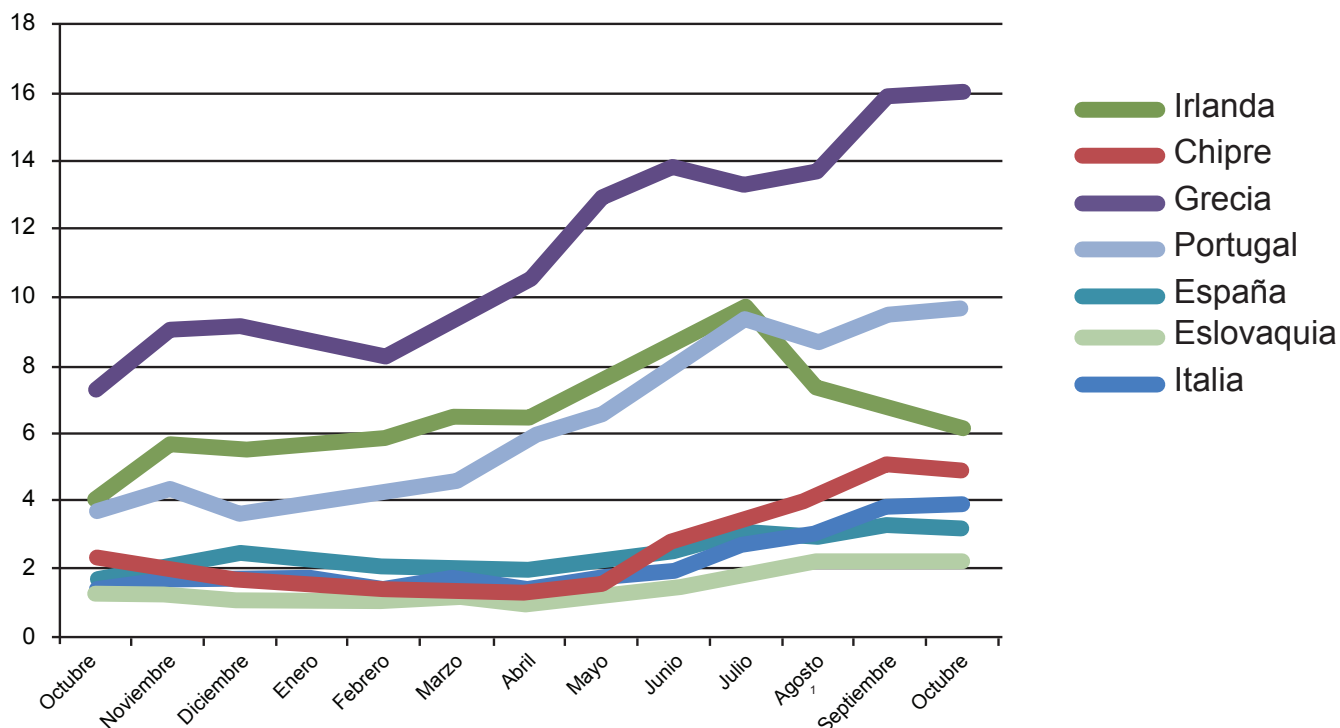
Una medida del riesgo de crédito asociado a un Estado nación es el llamado riesgo país, el cual mide la “voluntad o capacidad de los deudores, públicos o privados, de pagar sus deudas internacionales al vencimiento establecido”.<sup>1</sup> Al respecto se involucra el llamado riesgo directo, que son aquellas causas que repercuten de manera directa en la capacidad del país deudor de cubrir sus compromisos. Esto, debido a una disminución en su capacidad de generar ingresos en la divisa establecida para el pago contratado de los intereses o del capital, al vencimiento fijado.<sup>2</sup> Muchos factores pueden afectar esta situación, y son tanto de índole económica, como

social y política. Por ello mismo, aunque el concepto es sencillo, su medición no lo es tanto: hay al menos dos maneras tradicionales para llevarla a cabo. Una se basa en un precepto financiero básico: a mayor rendimiento esperado de una inversión, mayor es el riesgo asociado a la misma. En otras palabras, es posible comparar el riesgo de impago entre dos países observando las diferencias en los niveles de rentabilidad de los bonos emitidos por ambos en plazos de vencimiento iguales. Tradicionalmente, el diferencial entre tasas de interés se ha medido en relación con la tasa que otorgan los bonos del Tesoro de Estados Unidos, pues éstos son considerados bonos “libres de riesgo” (con el menor riesgo en el mercado). Entonces, toda tasa mayor a ésta paga una prima de riesgo, por lo general medida en puntos base (100 puntos base son iguales a 1%) y, obviamente, los bonos más riesgosos pagan un interés más alto y expresan una mayor probabilidad de incumplimiento. En el caso de la Zona Euro, se confirma que Alemania es el país más solvente en virtud de que cuenta con la probabilidad de impago más baja, por lo tanto, el punto de comparación es en relación con este país.

<sup>1</sup>L. Ruggerone, “El riesgo país: métodos de evaluación y disminución para bancos y empresas”, *Boletín Informativo Techint* 314, 2004, pp. 101-111.

<sup>2</sup>Nótese la estrecha relación entre lo que se ha determinado como riesgo de liquidez y el riesgo de crédito, en este caso expresado como el riesgo país.

**GRÁFICA 1. EUROPA: PAÍSES SELECCIONADOS, DIFERENCIALES DE TASAS DE INTERÉS DE BONOS A 10 AÑOS (PORCENTAJES) <sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Diferencial sobre los bonos alemanes en puntos porcentuales.  
Fuente: elaborado con datos del Banco Central Europeo.

En la gráfica 1 se ilustra esta medida reflejando la situación actual en la Zona Euro. Puede observarse cómo a partir de abril de 2010 la apreciación del riesgo de impago (riesgo de cobro) comenzó una escalada muy importante, en particular en Grecia, Irlanda y Portugal.

Es importante mencionar que aunque en fechas recientes (finales de 2011) el fenómeno se ha agudizado (en particular en Grecia e Italia), la tendencia ya era evidente desde el año pasado. El riesgo asociado al impago de los compromisos de varios países europeos estaba en franco crecimiento.

La segunda manera tradicional de medición del riesgo país es el de las calificaciones (*ratings*), otorgadas por las empresas calificadoras especializadas como Moody's, Standard & Poor's (S&P) y Fitch, por mencionar a las más conocidas. Cabe destacar que cada agencia aplica su propia metodología y publica sus resultados de acuerdo con una escala específica que por lo general se expresa en letras que indican la opinión de la agencia en relación con el riesgo de crédito. El cuadro 1 presenta un resumen de los *ratings* otorgados por cada calificadora.



Fuentes: [www.inmagine.com](http://www.inmagine.com)

**CUADRO 1. CORRESPONDENCIA DE CALIFICACIONES ENTRE MOODY'S, STANDARD & POOR'S Y FITCH**

MOODY'S	STANDARD & POOR'S	DEFINICIÓN
<b>Aaa</b>	AAA	Obligaciones consideradas de calidad muy elevada, con riesgo mínimo de crédito
<b>Aa</b>	AA	Obligaciones consideradas de alta calidad, con riesgo de de crédito muy bajo
<b>A</b>	A	Obligaciones consideradas de nivel medio-alto, con riesgo de crédito bajo
<b>Baa</b>	BBB	Obligaciones sujetas a un riesgo de crédito moderado, consideradas de nivel medio y que, como tales pueden poseer elementos de naturaleza especulativa
<b>Ba</b>	BB	Obligaciones consideradas con elementos de naturaleza especulativa, sujetas a un riesgo de crédito sustancial
<b>B</b>	B	Obligaciones consideradas especulativas, con riesgo de crédito elevado
<b>(=) Caa1</b>	<b>(=) CCC+</b>	Obligaciones consideradas de bajo nivel o altamente especulativas, sujetas a un riesgo de crédito muy elevado, muy próximas al impago, o en esa situación, con pocas perspectivas de rescate del capital o de los intereses

Nota: Moody's y S&P utilizan respectivamente los números 1, 2, 3 y los signos "+" y "-" para especificar toda clase genérica de calificación de Aa a Caa. El número 1 y el signo "+" indican que la obligación se coloca en la parte mejor de su categoría; el número 2 o ningún signo indican un nivel medio; mientras que el número 3 y el signo "-" indican que la obligación se encuentra en la peor parte de la misma categoría.

Fuente: L. Ruggerone, "El riesgo país: métodos de evaluación y disminución para bancos y empresas", *Boletín Informativo Techint* 314, 2004, pp. 101-111.

Como puede observarse, cuando se obtiene una calificación BB o BA o menor, la naturaleza de la inversión cae dentro de lo que se denomina *grado especulativo*, término que hace referencia a que el calificado tiene la habilidad de realizar sus pagos pero enfrenta un grado de incertidumbre significativa, en el que circunstancias financieras (que incluyen incluso las políticas o sociales) o de negocio pudieran afectar de modo drástico su capacidad de pago. Por lo general las calificadoras tienen en cuenta cinco factores para establecer el *rating*:

1. Puntuación política. Evaluación de la efectividad institucional y política del país evaluado; hace énfasis en los riesgos potenciales de inestabilidad política y social, así como en los efectos de las organizaciones internacionales en el establecimiento de las políticas nacionales.
2. Puntuación económica. Análisis del comportamiento de la estructura económica y de las expectativas de crecimiento.
3. Puntuación externa. Análisis del grado de liquidez y posición de inversión internacional.

4. Puntuación fiscal. Análisis del comportamiento fiscal del país, incluido, por supuesto, el manejo del déficit y la deuda.

5. Puntuación monetaria. Análisis de la flexibilidad monetaria del país.

Así como se pudo observar en la medición del diferencial de tasas de interés, las calificaciones crediticias otorgadas por las empresas calificadoras también reflejan un gran crecimiento en el riesgo de crédito en los países de la Zona Euro. El cuadro 2 muestra, de acuerdo con S&P y Moody's, qué países de la zona han visto afectada su calificación durante el presente año.

Sin duda alguna el caso más preocupante es el de Grecia. Este país pasó de ser un país con una calificación de riesgo de crédito moderado, con cierto grado de naturaleza especulativa, a ser francamente una nación de alto riesgo y muy próxima a presentar una suspensión de pago o, en el mejor de los casos, a un rescate del capital. Otros países tampoco presentan una situación halagüeña. En la actualidad, 12 países de la Zona Euro han visto aumentar su prima de riesgo y con ello su calificación crediticia, entre los que destacan Irlanda, Portugal, Chipre, España e Italia.

Si bien es cierto que Grecia ha sido el foco de mayor atención, por la situación de impago inminente, los casos de Italia y España cobran importancia porque, a pesar de representar dos situaciones diferentes, el precio que han debido pagar ambas es muy alto.

Italia había mantenido sus diferenciales y calificaciones de manera sólida; sin embargo, una seria amenaza respecto a la liquidez pende sobre ella (sin olvidar también los altos niveles de endeudamiento). Puede observarse en la figura 2 cómo este país tiene un monto de deuda próximo a vencer cercano a los 300 mil millones de euros, situación que ha generado una gran tensión en el mercado financiero europeo.

**CUADRO 2. PAÍSES QUE BAJARON SU CALIFICACIÓN EN 2011**

CALIFICADORA PAÍS	STANDARD & POOR'S Y FITCH	MOODY'S
<b>Irlanda</b>	A- ↻ BBB+	Baa3 ↻ Ba1
<b>Portugal</b>	A- ↻ BBB+	Baa1 ↻ Ba2
<b>España</b>	AA ↻ AA-	Aa2 ↻ A1
<b>Italia</b>	A+ ↻ A	Aa2 ↻ A2
<b>Eslovenia</b>	AA ↻ AA-	Aa2
<b>Ucrania</b>	B+ ↻ B-	B2
<b>Grecia</b>	B- ↻ CC	B1 ↻ Ca
<b>Chipre</b>	A ↻ BBB+	A2 ↻ Baa2
<b>Bielorrusia</b>	B+ ↻ B-	B1 ↻ B3



Fuente: [www.inmagine.com](http://www.inmagine.com)

*Otros países tampoco presentan una situación halagüeña. En la actualidad, 12 países de la zona han visto aumentar su prima de riesgo y con ello su calificación crediticia, entre los que destacan Irlanda, Portugal, Chipre, España e Italia*



Fuente: [www.inmagine.com](http://www.inmagine.com)

El caso de España ha cobrado relevancia en virtud de los acontecimientos políticos. En fechas recientes se efectuaron elecciones y la incertidumbre política, pre y postelectoral, sacudió de nuevo el mercado financiero y llevó a España a unirse al grupo de los países con problemas graves de deuda soberana.

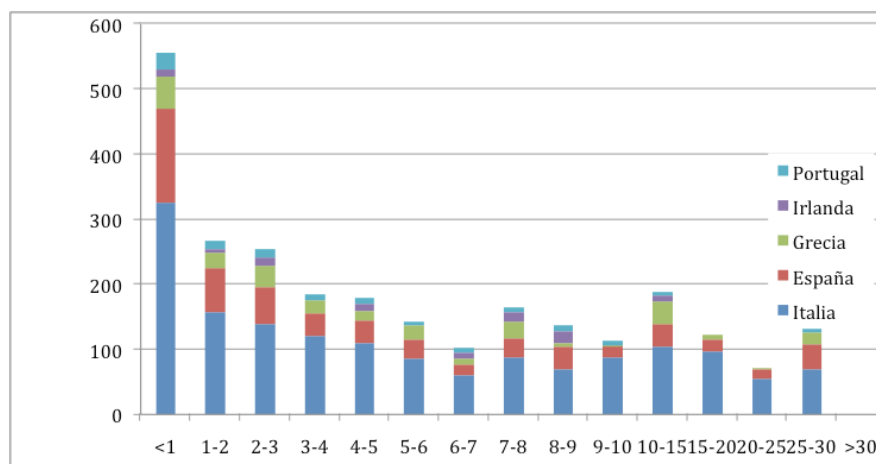
Lo cierto es que los riesgos y la estabilidad financiera se han agudizado fuertemente en lo que va del 2011. Los problemas de déficit públicos de las economías de la Zona Euro generaron una pesada carga de deuda que a su vez aumentó los costos de la misma, llevándola hoy en día a niveles insostenibles que desembocarían en un posible impago de las economías con mayores problemas, lo cual repercutiría en una crisis económica mundial, así como en la posibilidad de la desaparición del euro. Por desgracia, la situación parece no tener una salida clara mientras los organismos internacionales tales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial emprendan acciones de rescate. Si más países se suman a estos aumentos de los niveles de riesgo y las probabilidades de impago crecen, los inversionistas optarán por refugiarse en activos más seguros, es decir, en bonos alemanes, en el caso de Europa, lo que generará tanto presiones alcistas a las tasas de interés del resto de los países (incluyendo Francia, Países Bajos y las demás naciones que han librado la problemática actual) y, con ello, un aumento en los diferenciales y la prima de riesgo.

La difícil condición de los países europeos ha provocado el temor de una nueva gran crisis mundial. Los ya de por sí bajos niveles de crecimiento económico están siendo gravemente afectados y los pronósticos apuntan a crecimientos cada vez menores. En el contexto actual se prevé un año 2012 lleno de nerviosismo en los mercados financieros y un periodo de ajuste, toma de utilidades en la renta variable y una escalada de los tipos de interés. Mientras tanto, las medidas que prevalezcan deberán enfocarse en primera instancia en la reactivación del sector productivo y el empleo; de modo simultáneo, algunos abogarán por mayores controles del gasto público.

Otros tantos se inclinarán por que la política económica restrictiva no hará más que reforzar los mecanismos de crisis. Lo que es indudable es que la crisis europea ha encendido los focos rojos y abierto la ventana para el debate acerca de qué políticas económicas deberían establecerse.

*La difícil condición de los países europeos ha provocado el temor de una nueva gran crisis mundial*

**GRÁFICA 2. MADUREZ DE LA DEUDA EXTERNA EN PAÍSES EUROPEOS SELECCIONADOS (MILES DE MILLONES DE EUROS)**



Fuente: elaboración propia con datos de Thomson Reuters.