



Actualidad

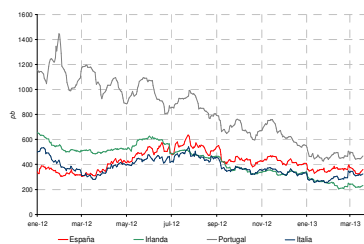
Informe especial que estudia y analiza la coyuntura macroeconómica

Marzo 2013

Chipre

Diagnóstico de la situación actual

Diferenciales entre Tesoros periféricos y Alemania (pb)



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia

Un nuevo modelo de rescate

Sorpresa relativa tras conocerse el rescate del Eurogrupo al sector bancario chipriota (la cuantía financiada por el ESM será de 10.000 millones de euros en total) al comunicarse que se **incluirá un impuesto sobre los depósitos**.

El **montante de la participación de los depositantes en el rescate a la banca chipriota será de 5.800 millones de euros**, aunque todavía desconocemos la forma en que se instrumentará. En este sentido, en las últimas horas se estaría **barajando la posibilidad de cambiar la progresividad del impuesto**. En cualquier caso, **el Parlamento debe todavía votar** sobre la forma definitiva del rescate.

¿Por qué en Chipre se ha cruzado esta frontera? El tamaño de las **necesidades de recapitalización bancaria de Chipre se cifra en un 60% del PIB**, muy por encima del de otras crisis bancarias de la región (40% en Irlanda, 27% en Grecia ó 6,5% en España). Con una **deuda pública en términos de PIB cerrando 2012 en niveles del 86%**, Chipre **no podría permitirse un “bail out” bancario**, puesto que hubiera elevado el montante del endeudamiento público hasta el 145% del PIB (con el esquema presentado, la troika estima que la deuda se situaría por debajo del 100% en 2020).

Conclusiones

El **riesgo de contagio a otras economías de la zona Euro está más contenido que en el período 2010-12**. Y es que, en contraste con los tres últimos años, la **UEM goza ahora de una red de seguridad más fuerte**, porque: 1) los **bancos en la periferia están mejor capitalizados ahora de lo que estaban hace un año**, 2) el **BCE ha provisto de liquidez abundante al sistema y está preparado para hacer literalmente “todo lo necesario”** para asegurar la estabilidad financiera de la zona Euro, a través de su programa de compra de deuda (OMT), lo que le convierte en prestamista de último recurso, y 3) la UEM decidió el año pasado que Grecia permaneciera en su seno, lo que **disminuye sensiblemente las probabilidades de riesgo de convertibilidad o redenominación**.

Por tanto, por todo lo apuntado, **consideramos que el margen de contagio en el mercado financiero es notablemente más limitado** que si el diseño de rescate “a lo chipriota” se hubiera adoptado en los programas precedentes. Consideramos, específicamente, que **la probabilidad de asistir a un proceso de huida de capitales en otros países de la periferia europea es muy reducida**, incluyendo Grecia.

En cualquier caso, **la red de seguridad en la zona Euro, con el BCE como máximo exponente, junto con un sentimiento en mercado más favorable vía EEUU, seguiría ayudando para que el mercado se muestre menos vulnerable a episodios de corrección a corto plazo**.

1. ¿Qué ha pasado?

En la reunión del **Eurogrupo** del pasado fin de semana, se establecieron las condiciones del programa de **rescate bancario a Chipre**, que podría contar también con la participación del Fondo Monetario Internacional.

De los 17.000 millones de euros de ayuda que se barajaban inicialmente en el seno de la Unión Europea (hay que tener en cuenta que el PIB de Chipre representa sólo un 0,2% del total de la zona Euro), **la cuantía del rescate se redujo hasta los 10.000 millones de euros**.

El rescate, bajo su forma original, contempla:

- el incremento del **impuesto sobre sociedades** del 10% hasta el 12,5%.
- la **creación de un impuesto a los depósitos bancarios**, del 9,9% para aquellos depósitos superiores a 100.000 euros, y del 6,75% para aquellos inferiores a la cota anterior.
- **quitas para los tenedores de deuda junior** (que podrían suponer unos 1.400 millones de euros).
- la **reducción del tamaño del sector bancario chipriota** (la base de depósitos actual es del 400% sobre PIB).
- la **adopción de medidas de consolidación equivalentes** al 4,5% del PIB.

La puesta en marcha de un **impuesto a los depósitos** ha causado una **gran conmoción** por dos aspectos:

- para garantizar su cobro efectivo **se limitó la salida de depósitos durante el fin de semana**, lo que dio pie a interpretaciones de “bloqueo de capitales”.
- al ser aplicable también a los depósitos inferiores a 100.000 euros, **se vulnera la promesa lanzada en octubre de 2008 en el conjunto de la zona Euro de garantizar todos los depósitos por debajo de este volumen**.

Reacción y posible modificación de las condiciones del rescate bancario

La **alarma** causada por la puesta en marcha de un impuesto sobre los depósitos chipriotas, **medida sin precedentes en el seno de la zona Euro**, desencadenó toda una muestra del “*savoir faire*” dialéctico europeo, incluyendo un confuso cruce de declaraciones de los distintos líderes chipriotas y de la Unión Europea (UE) calificando estas medidas como “poco acertadas”.

Finalmente, fue el propio **Eurogrupo** quién lanzó un comunicado señalando que **la inclusión de un impuesto podría ser más progresiva** pero que, en cualquier caso, debería ser **suficiente para conseguir una recaudación de 5.800 millones de euros**.

Así, el **Eurogrupo considera que los pequeños depositantes deben ser tratados de forma separada** respecto a los grandes ahorradores y **reafirma la importancia de garantizar los depósitos inferiores a los 100.000 de euros**. Por tanto, las autoridades chipriotas introducirán un impuesto más progresivo de lo acordado el pasado 16 de

marzo, teniendo en cuenta que **la ayuda oficial nunca debe superar los 10.000 millones de euros ya comprometidos**, que vendrían a financiarse mediante el ESM (Mecanismo de Estabilidad Europea).

Por tanto, **le corresponde al Gobierno de Nicosia fijar la tasa impositiva definitiva sobre los depósitos**, así como la progresividad del mismo. En este sentido, en las últimas horas, **se han barajado distintas posibilidades** que incluían rebajar el impuesto al 3% para los depósitos inferiores a 100.000 euros y subirlo al 12,5% para los superiores al importe anterior, o incluso dejar exentos a los primeros 20.000 euros. También cabría la **posibilidad de que los depósitos inferiores a 100.000 euros queden exentos** y los que superen esta cifra queden gravados a tasas superiores al 15,6%.

En este sentido, basándonos en el tamaño del impuesto y la base de depósitos existente, **estimamos que el 55% de los depósitos totales** (aproximadamente 39.600 millones de euros) **son depósitos con un importe superior a los 100.000 euros**. Si pensamos que la práctica totalidad de los depósitos de no residentes (25.500 millones de euros) se sitúa en la categoría anterior, entonces **sólo 14.000 millones de euros en depósitos de residentes estarían sujetos al impuesto**, la mayoría pertenecientes a empresas.

En cualquier caso, existe **todo un rango de posibilidades en función de la progresividad que quiera establecer el Gobierno**, siempre y cuando logre recaudar 5.800 millones de euros.

Así, **todavía falta por conocer la propuesta definitiva y que esta sea votada en el Parlamento de Chipre** durante las próximas horas (aunque no descartamos retrasos adicionales).

Intervención sin precedentes en el seno de la zona Euro

Al margen de lo comentado anteriormente, cabe destacar que **se han barajado distintas formas para compensar a los depositantes**, lo que podría facilitar la aprobación en el Parlamento del rescate.

Así, se habría contemplado la posibilidad de compensar con **acciones del banco** la pérdida inmediata que asumiría el depositante al retirar sus fondos e, incluso, si este decide mantener el depósito, la pérdida se podría cubrir con un **bono respaldado por los ingresos futuros procedentes de la explotación de los yacimientos de gas natural** del país.

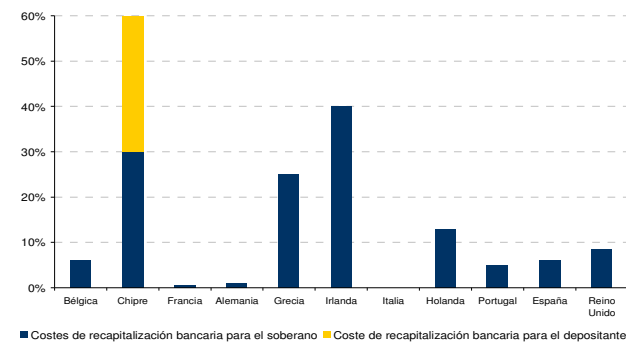
Esta **participación de los depositantes** es, además, particular, dado que **se establece sin que previamente se haya considerado la aplicación de quitas o impuestos similares a las tenencias de deuda pública y a los bonistas senior**.

La ausencia de quitas en la deuda pública podría interpretarse como un **esfuerzo a la consideración hecha cuando tuvo lugar el rescate a Grecia**, ya que en su momento se definió dicho proceso como **único y no extrapolable a otros países** (y, por tanto, dejaría de serlo si repite en Chipre). En cambio, **no se justifica en absoluto que se deje inmunes a los bonistas senior de los bancos**, y se imponga un coste a los depositantes, al **no respetarse la prelación de acreedores**, pues los depositantes son los de máximo rango.

2. Un traje a la medida para Chipre

En el caso de **Chipre**, el nuevo giro de tuerca que ha dado la UE a favor de los **rescates "bail in"** (que asuman parte de la carga los bonistas, accionistas, accionistas preferentes y, ahora, los depositantes bancarios) a costa de un menor "bail out" (que pague el recate el Estado) no ha dejado de suponer una sorpresa, puesto que **no se había impuesto antes una penalización sobre los depósitos en cualquier país de la zona Euro**.

Coste de las recapitalizaciones bancarias en la UE (% del PIB)

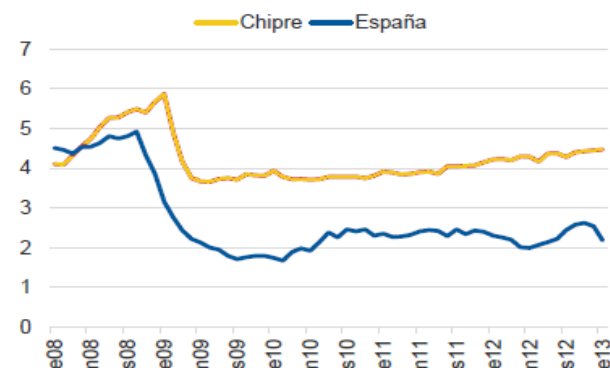


Fuente: Comisión Europea y elaboración propia

¿Por qué en Chipre se ha cruzado esta frontera? El tamaño de las **necesidades de recapitalización bancaria de Chipre se cifra en un 60% del PIB**, muy por encima del de otras crisis bancarias de la región (40% en Irlanda, 27% en Grecia ó 6,5% en España). Con una **deuda pública en términos de PIB cerrando 2012 en niveles del 86%**, Chipre **no podría permitirse un "bail out" bancario**, puesto que hubiera elevado el montante del endeudamiento público hasta el 145% del PIB (con el esquema presentado, la troika estima que la deuda se situaría por debajo del 100% en 2020). Teniendo en cuenta las perspectivas de crecimiento y la senda de consolidación fiscal, **las finanzas públicas hubieran entrado en una dinámica insostenible**.

La **alternativa habría sido aplicar un descuento de valoración o quita sobre la deuda pública**, pero el volumen de deuda emitido por Chipre en manos extranjeras es pequeño, por lo que un **"haircut" habría deteriorado aún más la posición del sector bancario chipriota**.

Tipo de interés de depósitos de hogares y empresas menores a 1 año (%)

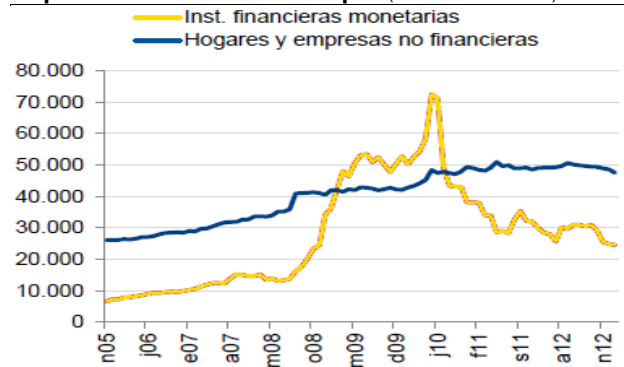


Fuente: Afí y elaboración propia

Además de lo susodicho, las **particularidades** que presenta el rescate a Chipre descansan en buena medida en las **especificidades del sistema bancario del país**.

En primer lugar, **su elevado peso relativo sobre la economía. Los depósitos bancarios totales se elevan a 72.000 millones de euros**, según los datos del BCE a enero de 2013, lo que, frente a los 18.000 millones de PIB (para 1 millón de habitantes), **representa el 400% del PIB**. A modo de contraste, el total de depósitos en el sistema bancario español, casi un billón teniendo en cuenta los correspondientes a hogares y a empresas no financieras, apenas alcanza el 100% del PIB. Ese elevado peso puede justificar que en el rescate de su sistema bancario se haga participar a los depositantes en el mismo, bajo un **argumento de riesgo moral en un sistema que pagaba sistemáticamente tasas de interés mucho más elevadas que en otros países** y donde la **arquitectura de prevención contra el blanqueo de capitales se ha demostrado muy laxa**.

Depósitos bancarios en Chipre (millones de euros)



Fuente: Afí y elaboración propia

Por su parte, de los 72.000 millones de euros en **depósitos** totales mencionados:

- un **60%** (en torno a 43.000 millones) **se corresponde a depósitos de hogares y empresas residentes en Chipre**;
- 5.000 millones proceden de otros países de la zona Euro (fundamentalmente, Grecia);
- algo más de **20.000 millones son depósitos del resto del mundo**. De éstos, casi la totalidad está en manos de **inversores rusos, atraídos por esas elevadas remuneraciones u otras consideraciones, como unas leyes anti-lavado de dinero muy permisivas**, argumento este último que también ha pesado a la hora de imponer un **"burden sharing"** sobre los depósitos.

Y, por último, a diferencia de lo que sucede en España, **la financiación de los principales bancos chipriotas se basa en los depósitos y en la financiación interbancaria**, que entre ambos suponen aproximadamente el 95% del pasivo de los principales bancos de dicho país, **teniendo muy poco peso, dentro de la estructura de pasivo, otro tipo de deudores** (deuda *senior*, preferentes y deuda subordinada).

3. ¿Ante un nuevo episodio de riesgo sistémico?

El **riesgo de contagio a otras economías de la zona Euro** pensamos que **está más contenido que en el período 2010-12**. Y es que, en contraste con los tres últimos años, la **UEM goza ahora de una red de seguridad** más fuerte, porque...

... los **bancos en la periferia están mejor capitalizados ahora de lo que estaban hace un año**, incluyendo aquellos que en Grecia, Irlanda, Portugal y España se encuentran bajo un programa de rescate.

... el **BCE ha provisto de liquidez abundante al sistema y está preparado para hacer literalmente “todo lo necesario”** para asegurar la estabilidad financiera de la zona Euro, a través de su programa de compra de deuda (OMT), lo que le convierte en prestamista de último recurso.

... la UEM decidió el año pasado que Grecia permaneciera en su seno, lo que **disminuye sensiblemente las probabilidades de riesgo de convertibilidad o redenominación**.

En nuestra opinión, asimismo, los elementos diferenciales citados de Chipre que ayudarían a **justificar la decisión tomada, actúan como elemento mitigador de un posible contagio a otros países**, entre los cuales España sería uno de los más amenazados potencialmente.

La solución adoptada en Chipre incide en **reactivar el círculo vicioso entre riesgos bancarios y soberanos del que España, junto con Irlanda, es el principal exponente** (aparte de Islandia y Chipre). **Sienta un precedente** para aquellos países que necesitando un programa de rescate, su estructura de tenencias de deuda pública (participación elevada del BCE) y/o las características de su pasivo bancario (reducido peso de la financiación mayorista) hagan que sea la participación vía depósitos la que presente un mayor potencial de ahorro. En dicho contexto, **sería lógico que la deuda periférica en general, y la española en particular, registre en el más corto plazo algún impacto negativo** derivado de la decisión adoptada para Chipre.

En cuanto al **potencial impacto sobre los depósitos**, creemos que **no debería ser especialmente adverso**, siempre y cuando se gestione bien, tanto desde Chipre como desde el propio BCE. Concretamente, que se cuente con **arsenal de liquidez suficiente** (respaldado por BCE) para que quien quiera pueda retirar sus depósitos, con el correspondiente recorte. En tal caso, **se superaría la visión de “bloqueo de fondos”, para dar paso a la de un impuesto sobre activos que, siendo injusta en su aplicación** (al gravar a depósitos, pero no a bonos, bancarios o soberanos), **es perfectamente compatible con las necesidades de reconducción de las finanzas públicas**.

Si esa visión de “bloqueo de fondos” se supera, **no debería haber problemas de contaminación a España**, donde el **reparto de cargas ha sido más justo y racional que el propuesto en Chipre**: han pagado primero los accionistas y los tenedores de deuda subordinada de las entidades con problemas; y luego pagarán (o han pagado ya) los accionistas de las entidades “sanas”, al digerir, a través del Fondo de Garantía de Depósitos, parte de los problemas de las primeras (a través de Esquemas de Protección de Activos asumidos por el FGD). Con **el esquema establecido en España, las probabilidades de que los depositantes perdieran son prácticamente nulas**.

El problema de Chipre es, reiteramos, **que se han cambiado los esquemas de prelación, y que al gravar a depósitos por encima de otros activos, se ha tenido que hacer con nocturnidad, y privando a los depósitos de su característica más preciada, cual es la de inmediata disponibilidad**. Es ese cambio de esquemas, y la posibilidad de respuestas no del todo racionales, la que no podemos analizar desde nuestro análisis basado en argumentos de racionalidad económica y financiera.

Diferencial ESP – ITA a 10 años (pb)



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia

En conclusión, por todo lo apuntado, **consideramos que el margen de contagio en el mercado financiero es notablemente más limitado** que si el diseño de rescate “a lo chipriota” se hubiera adoptado en los programas precedentes. Consideramos, específicamente, que **la probabilidad de asistir a un proceso de huida de capitales en otros países de la periferia europea es muy reducida**, incluyendo Grecia. Pensamos que así como Grecia fue un caso único de reestructuración de deuda dentro de la zona Euro, Chipre muy probablemente lo sea, debido a las particularidades de su sector bancario, un caso único de rescate con repercusión en los depositantes.

4. Impacto en mercado

La **reacción del mercado a los últimos acontecimientos en Chipre dista mucho de la contundencia vista en episodios adversos en la vertiente soberana durante los últimos tres años**. Hasta el momento se ha limitado a una **leve penalización a las curvas periféricas y a correcciones moderadas de los mercados bursátiles**, con un peor comportamiento relativo en este frente también de las bolsas periféricas. El cruce **EUR/USD retrocede sólo hasta niveles de 1,29**.

La agenda a más corto plazo pasa por la **ratificación del Parlamento chipriota de los recortes en los depósitos bancarios**. En la medida en que se siga posponiendo la votación parlamentaria, continuaría la incertidumbre y, por tanto, la negativa influencia para las bolsas europeas, en particular, y globales, en general, así como en el mercado de deuda (las rentabilidades periféricas, especialmente España, Portugal e Italia, seguirían subiendo y las alemanas, bajando).

Si se aprueba en el Parlamento la flexibilización concedida por el Eurogrupo (suavizar el castigo a los depósitos bancarios inferiores a los 100.000 euros), **la incertidumbre se reduciría y, aunque el impacto todavía podría notarse sobre las rentabilidades periféricas** (podrían seguir subiendo), creemos que **habría subidas limitadas ante la reducción de la incertidumbre** y siempre y cuando el mercado asimile con claridad y contundencia las particularidades del sistema bancario chipriota y las diferencias entre Chipre y otros sistemas bancarios como el español.

El gobierno chipriota, que controla sólo 29 de los 56 escaños de la Cámara Baja, se está encontrando con **una fuerte**

oposición incluso dentro de su propia coalición para aprobar estos recortes en los depósitos (el partido en el Gobierno sólo cuenta con 20 escaños a los que se suman 9 de la coalición de Centro frente a los 56 en total y a los 19 escaños del principal partido de la oposición). **Reducir la penalización a determinados segmentos de la base de depósitos puede elevar las probabilidades de que el Parlamento adopte esta legislación de emergencia de manera rápida**.

La **respuesta que emane del frente institucional europeo**, remarcando las especificidades de Chipre y minimizando las posibilidades de que esta gestión del rescate se haga extensiva a otros países, **será clave para evitar un nuevo rebrote de riesgo sistémico** y que las cotizaciones de los activos de riesgo no se vean especialmente penalizadas.

Habrá que prestar especial atención, también, a las **novedades en torno a la formación de un nuevo Gobierno en Italia**, un foco adicional de inestabilidad que puede dar recorrido a la corrección en mercados.

Además, habrá que seguir muy de cerca la **evolución de los diferenciales soberanos de Italia y España frente a Alemania, como principal termómetro de la percepción de riesgo de mercado**.

En cualquier caso, **la red de seguridad en la zona Euro, con el BCE como máximo exponente, junto con un sentimiento en mercado más favorable vía EEUU, seguiría ayudando para que el mercado se muestre menos vulnerable a episodios de corrección a corto plazo**.

Aviso legal

El presente informe ha sido preparado por Banco Banif, S.A. y no constituye ninguna recomendación ni propuesta de inversión. La simple puesta a disposición del mismo a un cliente o un posible cliente no implica la prestación al mismo de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Asimismo, la simple explicación del contenido del documento tampoco constituye la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificadas sin previo aviso. Asimismo, las previsiones no representan un indicador fidedigno de resultados futuros. En ningún caso la información y los análisis que pudieran contenerse garantizan resultados o rentabilidades futuras de las inversiones.

Rentabilidades pasadas no presuponen en ningún caso rentabilidades futuras. Toda inversión en mercados financieros está sujeta a riesgos, incluido el riesgo de pérdida del principal invertido. Para más información sobre las características y los riesgos generales de los instrumentos financieros, le aconsejamos el documento "Información sobre la prestación de servicios de inversión" que le ha proporcionado Banco Banif y que tiene a su disposición en la página web www.banif.es. En cualquier caso, antes de decidir sobre cualquier inversión, el receptor debería comprender adecuadamente los riesgos que pueda conllevar la contratación de la misma y tomar en consideración sus circunstancias personales y fiscales.

Cualquier decisión de compra por parte del receptor sobre un valor o instrumento financiero al que, en su caso, pudiera aludirse en este informe, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre el valor o instrumento financiero y, de existir, atendiendo al contenido del folleto registrado en el organismo supervisor correspondiente disponible tanto en dicho organismo o en el mercado donde pudiera estar admitido a negociación (de ofrecerse dicho servicio) como a través de la sociedad emisora.

Banco Banif, S.A. excluye expresamente toda responsabilidad por errores u omisiones en esta información. Este informe emitido por Banco Banif, S.A. ha sido preparado de acuerdo con las políticas de gestión de conflictos de interés del Grupo Santander al que pertenece Banco Banif.

Banco Banif, S.A. o las filiales del Grupo Santander, sus consejeros o empleados, podrán en cada momento tener una posición o interés directo o indirecto sobre valores, instrumentos financieros y entidades emisoras que, en su caso, puedan mencionarse en el presente documento.

Cualquier sociedad del Grupo Santander, directores, comerciales, traders u otros profesionales pueden proporcionar a sus clientes comentarios de mercado o estrategias de negociación, bien sea de forma oral o escrita, que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Asimismo, cualquiera de las entidades de inversión y negociación de Grupo Santander pueden adoptar decisiones de inversión que no sean coherentes con las recomendaciones expresadas en el presente documento.

Ni Banco Banif ni otra persona se hacen responsables de las pérdidas directas o potenciales que se deban al uso de este informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser utilizado, reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo, salvo que medie el consentimiento expreso de Banco Banif, S.A.

© BANCO BANIF, S.A.. Reservados todos los derechos.