

COVID-19 y riesgo país en la eurozona: ¡esta vez es diferente!

- Con todo lo que implica la crisis de la COVID-19 en términos de caída del PIB y consecuente ampliación de la deuda pública, deberíamos ver un impacto más persistente en el riesgo país. Pero no está siendo así, en buena parte porque la política económica está amortiguando la traslación del *shock* de la pandemia al riesgo país.
- Nuestro análisis muestra que, en los países más afectados por la pandemia, el *rating* publicado se sitúa en una posición intermedia entre el que se infiere de los CDS y el que se deriva de los fundamentales macroeconómicos.

La intuición nos dice que un *shock* como el de la COVID-19 debería incrementar el riesgo país, y así lo confirman los datos. Como se aprecia en el primer gráfico, la prima del CDS del bono soberano a 5 años¹ aumentó apreciablemente en la fase álgida de la primera oleada del coronavirus en una amplia muestra de países con buena o muy buena calidad crediticia.² Posteriormente, el riesgo país se ha ido reduciendo, fruto de la menor incidencia de la pandemia y de la toma de medidas para apoyar la economía.

Pero en esta fase de remisión del riesgo país aparece una disonancia: los países con grado de inversión de la eurozona han experimentado un descenso algo más significativo del riesgo país, a pesar de ser una de las regiones con mayor incidencia de la pandemia. En otras palabras, con todo lo que implica la crisis de la COVID-19 en términos de caída del PIB y consecuente ampliación de la deuda pública, deberíamos ver un impacto más persistente en el riesgo país, y no está siendo así.

Las fechas son útiles para identificar qué factores probablemente están teniendo en cuenta los inversores para leer en clave más positiva el riesgo país de la eurozona. La mejoría del diferencial de la eurozona en riesgo país se materializa en junio, justo después de que, el 27 de mayo, la Comisión Europea propusiera la puesta en marcha de un ambicioso plan de recuperación a nivel europeo, el Next Generation EU (NGEU). Además, este plan se sumaba a los nuevos programas de compra de deuda pública lanzados en marzo por el BCE, que aseguraban que las necesidades de financiación derivadas de la pandemia se podrían cubrir. Así, indirectamente, ello también ayudó a

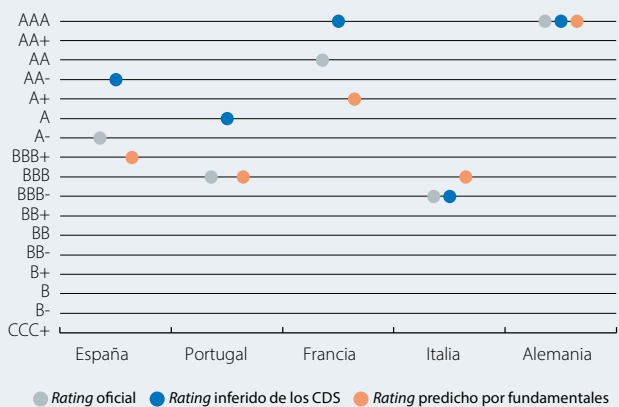
CDS a 5 años

Promedio simple de datos semanales (índice 100 = 27/12/2019)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.

Eurozona: rating publicado, inferido de CDS y predicho por fundamentales macroeconómicos en el 3T 2020



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv y Oxford Economics.

1. Un CDS (*credit default swap*, o permuta de incumplimiento crediticio, en castellano) es un derivado financiero en el que el comprador paga una prima periódica al vendedor a cambio de que este último asuma el riesgo de impago de un activo financiero, en nuestro caso un bono soberano a 5 años. En este sentido, cuanto mayor sea la prima del CDS, mayor es el riesgo de impago percibido del activo financiero. Dada su naturaleza, en el caso de los CDS sobre bonos soberanos, a mayor riesgo país o riesgo soberano, mayor prima pagada.

2. A fin de inferir qué países tienen grado de inversión, utilizamos un modelo propio. Se trata de un algoritmo (máquina de soporte vectorial) que a partir de las relaciones históricas es capaz de asignar una nota crediticia a cada país según el valor de la prima del CDS de su bono a 5 años. Basándonos en este algoritmo, los países con un CDS de 207 puntos, o menor, equivalen a grado de inversión. Esta metodología tiene la ventaja de incorporar prácticamente a tiempo real información que las agencias pueden tardar más en recoger. En el primer gráfico, en la categoría «Grado de inversión del resto» incluimos países de Europa no pertenecientes a la eurozona (12), América (9), Asia (14), África (1) y Oceanía (1).

aplacar las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública en Europa.³

Por tanto, el NGEU y el BCE parecen ser factores relevantes para amortiguar la traslación del *shock* de la pandemia al riesgo país. Para tratar de discernir la importancia de estos elementos, estimamos el *rating* que, basándose en la evi-

3. El 12 de marzo, el BCE anunció una dotación adicional de 120.000 millones de euros para el programa APP (*Asset Purchase Programme*) a repartir durante el año 2020, y el 18 de marzo anunció el programa PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) dotado con un volumen de 750.000 millones de euros, también a repartir durante el año 2020.

dencia histórica, sería coherente con la situación macroeconómica de los principales países de la eurozona⁴ y lo comparamos con el *rating* que se infiere de las primas de los CDS soberanos y con el *rating* publicado por la agencia Fitch (véase el segundo gráfico).

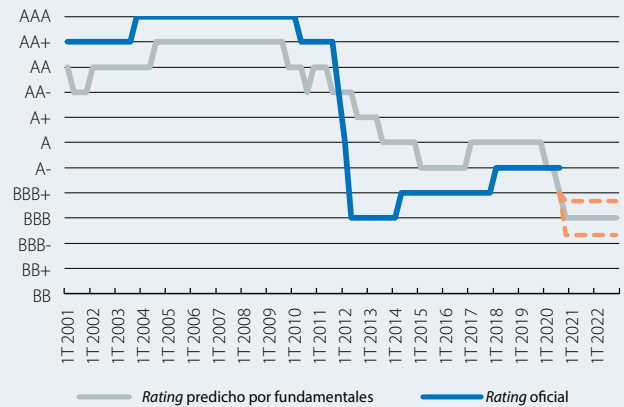
De esta comparación se obtienen dos grandes conclusiones. La primera es que los mercados financieros actualmente tienden a establecer una mejor calidad crediticia que la que se derivaría de los fundamentales macroeconómicos. Este diagnóstico refuerza el papel determinante del NGEU y del BCE como «amortiguadores» del riesgo país. Si los inversores estuviesen manejando únicamente información derivada de la situación macroeconómica, percibirían un mayor riesgo. También es significativo el desglose geográfico, ya que la discordancia entre el *rating* descontado en los mercados y el coherente con los fundamentales macroeconómicos es más notorio en los países más afectados por la pandemia, como España o Francia, e inexistente en Alemania, el país que, con diferencia, menos incidencia ha registrado entre los que analizamos y que cuenta con una situación macroeconómica más robusta. Por tanto, la narrativa de los inversores vendría a ser que en los estados más afectados por la COVID-19 el impacto atenuante del NGEU y del BCE es mayor: nada menos que cuatro notas crediticias en los casos de España y Francia, y tres en el de Portugal. Es una distancia muy significativa, ya que implica que el impacto combinado de ambos elementos es equivalente a la distancia del *rating* publicado entre España y Francia, por ejemplo.

La segunda conclusión tiene que ver con el *rating* oficial. En general, en los países más afectados por la pandemia, el *rating* publicado se sitúa en una posición intermedia entre el que se infiere de los CDS y el que se deriva de los fundamentales macroeconómicos. ¿Qué implicaciones tiene esto para la evolución prevista del *rating* publicado, que en definitiva es el que más cuenta para la toma de decisiones de inversión? Hay dos aspectos posibles a tener en cuenta, el de la inercia de las agencias de *rating* y el de la valoración del riesgo país en periodos excepcionales. El primero es relativamente menos alarmante: quizás es cuestión de tiempo que las agencias de *rating* acerquen su valoración a la que se deriva de los CDS (no en vano, las agencias revisan en momentos concretos, mientras que los CDS cotizan de forma continuada). En tiempos norma-

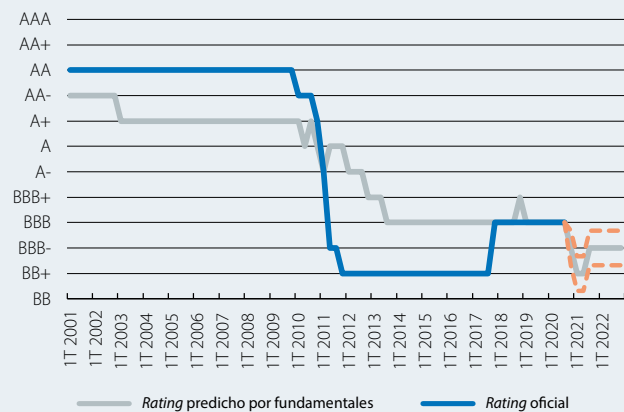
4. Utilizamos un modelo estimado mediante mínimos cuadrados ordinarios que permite asignar una nota crediticia a cada país según la evolución de un conjunto de variables macroeconómicas. Más en detalle, estas variables son el PIB per cápita, deuda pública, inflación, previsión de crecimiento del PIB durante los cuatro trimestres posteriores, volatilidad del crecimiento del PIB durante los últimos tres años y una variable binaria igual a 1 si en el trimestre anterior se da una bajada de *rating*. El periodo de muestra para llevar a cabo las estimaciones abarca desde el 1T 2000 hasta el 4T 2018. Para más información sobre este tipo de modelos, véase Broto, C. y Molina, L. (2014). «Sovereign ratings and their asymmetric response to fundamentals». Documentos de Trabajo del Banco de España.

Rating predicho por fundamentales macroeconómicos y publicado

España



Portugal



Nota: Las líneas naranjas discontinuas representan un intervalo de confianza que se calcula añadiendo (umbral superior) y sustrayendo (umbral inferior) el error de previsión promedio del modelo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv y Oxford Economics.

les, de hecho, es lo que sucede: en general los CDS anticipan cambios que después las agencias suelen validar.

Pero esa es justamente la cuestión: estos no son tiempos normales. En presencia de un *shock* inaudito como el de la COVID-19, y que ha conllevado la toma de medidas históricas, los modelos macroeconómicos seguramente no capturan adecuadamente todos los aspectos que entran en juego a la hora de determinar la calidad crediticia de los países. Esto requiere un mayor peso del juicio experto, que es precisamente el factor corrector que proporcionan las agencias de *rating*. Así, los modelos se deben leer como generadores de escenarios más adversos (véase el último gráfico), porque no integran todos los elementos que sí manejan los inversores (CDS, aunque estos no siempre pueden aislarse del sentimiento global de mercado) y las agencias.

Eduard Llorens i Jimeno y Àlex Ruiz