

COVID-19 i risc país a la zona de l'euro: aquesta vegada és diferent!

- Amb tot el que implica la crisi de la COVID-19 en termes de caiguda del PIB i de la conseqüent ampliació del deute públic, hauríem de veure un impacte més persistent sobre el risc país. Però no està sent així, en bona part perquè la política econòmica està esmoreint la translació del xoc de la pandèmia al risc país.
- La nostra anàlisi mostra que, als països més afectats per la pandèmia, el ràting publicat se situa en una posició intermèdia entre el que s'infereix dels CDS i el que es deriva dels fonamentals macroeconòmics.

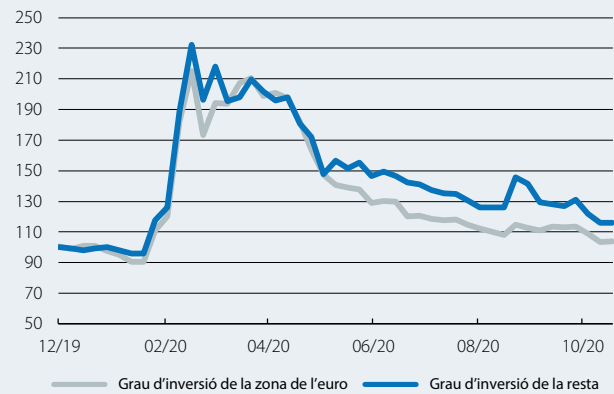
La intuïció ens diu que un xoc com el de la COVID-19 hauria d'incrementar el risc país, i així ho confirmen les dades. Com s'aprecia al primer gràfic, la prima del CDS del bo sobirà a 5 anys¹ va augmentar de forma apreciable en la fase àlgida de la primera onada del coronavirus en una àmplia mostra de països amb bona o amb molt bona qualitat creditícia.² Amb posterioritat, el risc país s'ha anat reduint, arran de la menor incidència de la pandèmia i de l'adopció de mesures per donar suport a l'economia.

En aquesta fase de remissió del risc país, però, apareix una dissonància: els països amb grau d'inversió de la zona de l'euro han experimentat un descens una mica més significatiu del risc país, malgrat ser una de les regions amb una major incidència de la pandèmia. En altres paraules, amb tot el que implica la crisi de la COVID-19 en termes de caiguda del PIB i de la conseqüent ampliació del deute públic, hauríem de veure un impacte més persistent sobre el risc país, però no està sent així.

Les dates són útils per identificar quins són els factors que, probablement, tenen en compte els inversors per llegir en clau més positiva el risc país de la zona de l'euro. La millora del diferencial de la zona de l'euro en risc país es va materialitzar al juny, just després que, el 27 de maig, la Comissió Europea proposés la posada en marxa d'un ambiciós pla de recuperació a nivell europeu, el Next Generation EU (NGEU). A més a més, aquest pla se sumava als nous programes de compra de deute públic llançats al març pel BCE, que asseguraven que les necessitats de finançament derivades de la pandèmia es podrien cobrir. Així, indirectament, això també va ajudar

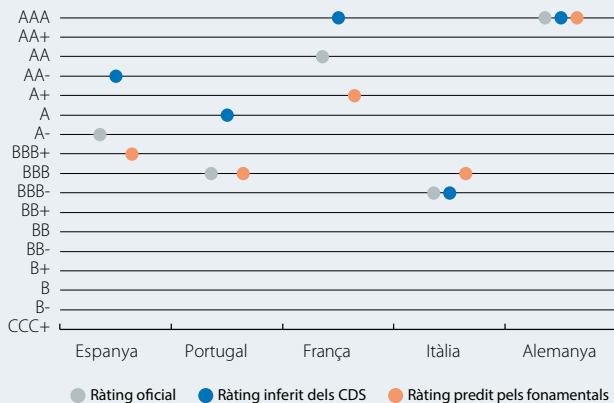
CDS a 5 anys

Mitjana simple de dades setmanals
(Index 100 = 27/12/2019)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.

Zona de l'euro: ràting publicat, inferit dels CDS i predit pels fonamentals macroeconòmics en el 3T 2020



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv i d'Oxford Economics.

1. Un CDS (*credit default swap*, o permuta d'incompliment creditici, en català) és un derivat financer en què el comprador paga una prima periòdica al venedor a canvi que aquest últim assumeixi el risc d'impagament d'un actiu financer, en el nostre cas un bo sobirà a 5 anys. En aquest sentit, com més elevada sigui la prima del CDS, més gran és el risc d'impagament percebut de l'actiu financer. Atesa la seva naturalesa, en el cas dels CDS sobre bons sobirans, a més risc país o més risc sobirà, major prima pagada.

2. Per inferir quins països tenen grau d'inversió, utilitzem un model propi. Es tracta d'un algorisme (màquina de suport vectorial) que, a partir de les relacions històriques, és capaç d'assignar una nota creditícia a cada país en funció del valor de la prima del CDS del seu bo a 5 anys. Basant-nos en aquest algorisme, els països amb un CDS de 207 punts, o menor, equivalen a grau d'inversió. Aquesta metodologia té l'avantatge d'incorporar gairebé a temps real informació que les agències poden trigar més a recollir. Al primer gràfic, a la categoria «Grau d'inversió de la resta», incloem països d'Europa no pertanyents a la zona de l'euro (12), d'Amèrica (9), d'Àsia (14), d'Àfrica (1) i d'Oceania (1).

a apaivagar els dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic a Europa.³

Per tant, sembla que l'NGEU i el BCE són factors rellevants per esmoreir la translació del xoc de la pandèmia al risc país. Per tractar de discernir la importància d'aquests elements, estímem el ràting que, basant-se en l'evidència

3. El 12 de març, el BCE va anunciar una dotació addicional de 120.000 milions d'euros per al programa APP (*Asset Purchase Programme*), a repartir durant l'any 2020 i, el 18 de març, va anunciar el programa PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), dotat amb un volum de 750.000 milions d'euros, també a repartir durant l'any 2020.

històrica, seria coherent amb la situació macroeconòmica dels principals països de la zona de l'euro⁴ i el comparem amb el ràting que s'infereix de les primes dels CDS sobirans i amb el ràting publicat per l'agència Fitch (vegeu el segon gràfic).

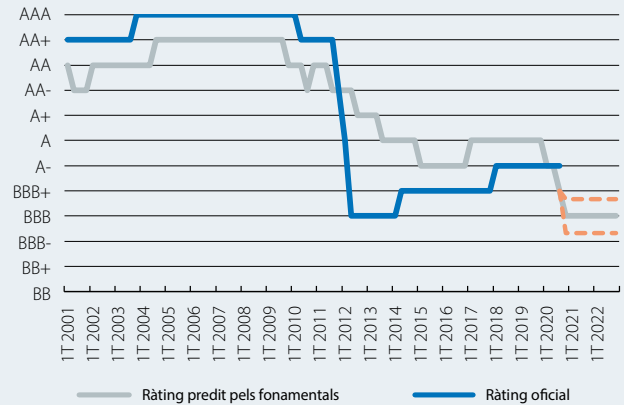
D'aquesta comparació s'obtenen dues grans conclusions. La primera és que, en l'actualitat, els mercats financers tendeixen a establir una millor qualitat creditícia que la que es derivaria dels fonamentals macroeconòmics. Aquest diagnòstic reforça el paper determinant de l'NGEU i del BCE com a «esmoreïdors» del risc país. Si els inversors només tinguessin en compte la informació derivada de la situació macroeconòmica, percebrien un risc més elevat. També és significatiu el desglossament geogràfic, ja que la discordança entre el ràting descomptat als mercats i el coherent amb els fonamentals macroeconòmics és més notòria als països més afectats per la pandèmia, com Espanya o França, i inexistent a Alemanya, el país que, amb diferència, ha registrat menys incidència entre els analitzats i que presenta una situació macroeconòmica més robusta. Per tant, la narrativa dels inversors vindria a ser que, als estats més afectats per la COVID-19, l'impacte atenuant de l'NGEU i del BCE és major: quatre notes creditícies en els casos d'Espanya i de França i tres en el de Portugal. És una distància molt significativa, ja que implica que l'impacte combinat dels dos elements és equivalent a la distància del ràting publicat entre Espanya i França, per exemple.

La segona conclusió té a veure amb el ràting oficial. En general, als països més afectats per la pandèmia, el ràting publicat se situa en una posició intermèdia entre el que s'infereix dels CDS i el que es deriva dels fonamentals macroeconòmics. Quines implicacions té això per a l'evolució prevista del ràting publicat, que, en definitiva, és el que compta més a l'hora de prendre les decisions d'inversió? Hi ha dos aspectes possibles que cal tenir en compte, el de la inèrcia de les agències de ràting i el de la valoració del risc país en períodes excepcionals. El primer és relativament menys alarmant: potser és qüestió de temps que les agències de ràting acostin la seva valoració a la que es deriva dels CDS (no en va, les agències revisen en moments concrets, mentre que els CDS cotitzen de forma continuada). En temps normals, de fet, és el que succeeix: en general, els CDS anticipen canvis que després les agències solen validar.

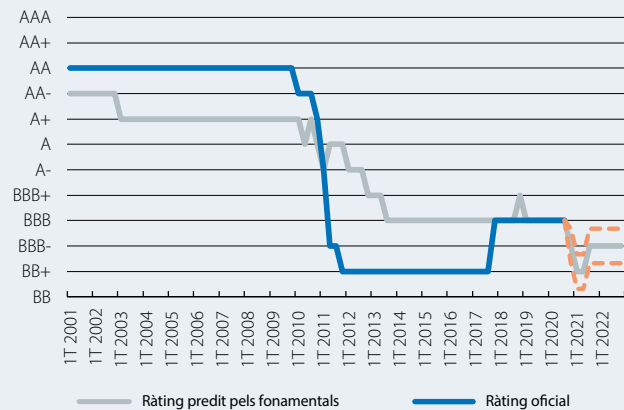
4. Utilitzem un model estimat mitjançant mínims quadrats ordinaris que permet assignar una nota creditícia a cada país en funció de l'evolució d'un conjunt de variables macroeconòmiques. Més detalladament, aquestes variables són el PIB *per capita*, el deute públic, la inflació, la previsió de creixement del PIB durant els quatre trimestres posteriors, la volatilitat del creixement del PIB durant els tres últims anys i una variable binària igual a 1 si, en el trimestre anterior, es dona un descens de ràting. El període de mostra per dur a terme les estimacions comprèn des del 1T 2000 fins al 4T 2018. Per a més informació sobre aquesta mena de models, vegeu Broto, C. i Molina, L. (2014), «Sovereign ratings and their asymmetric response to fundamentals», Documents de Treball del Banc d'Espanya.

Ràting predit pels fonamentals macroeconòmics i publicat

Espanya



Portugal



Nota: Les línies taronges discontinues representen un interval de confiança que es calcula afegint (líndar superior) i sotstraint (líndar inferior) l'error de previsió mitjà del model.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv i d'Oxford Economics.

Però aquesta és justament la qüestió: aquests no són temps normals. En presència d'un xoc inaudit com el de la COVID-19, que ha comportat l'adopció de mesures històriques, segurament, els models macroeconòmics no capturen de forma adequada tots els aspectes que entren en joc a l'hora de determinar la qualitat creditícia dels països. Això requereix un major pes del judici expert, que és, precisament, el factor corrector que proporcionen les agències de ràting. Així, els models s'han de llegir com a generadors d'escenaris més adversos (vegeu l'últim gràfic), perquè no integren tots els elements que sí que consideren els inversors (els CDS, malgrat que no sempre es poden aïllar del sentiment global del mercat) i les agències.

Eduard Llorens i Jimeno i Àlex Ruiz