

PANORAMA ECONÓMICO

Alfonso Ugarte y Julián Cubero*

¿Seguirán bajando las primas de riesgo soberano?

En los últimos meses estamos observando una notable compresión de los CDS soberanos a nivel global, en un escenario económico lleno de incertidumbre y con la deuda pública en máximos

La mediana global de los precios de los CDS soberanos —que reflejan el costo de asegurarse contra el riesgo de impago de bonos soberanos— ha alcanzado su nivel más bajo desde finales del 2007 y, por ejemplo, llegó a niveles no vistos desde el 2009 en el caso de Grecia, y desde mediados del 2008 en el de Portugal, antes de que estallara la crisis de deuda soberana en la UE.

El CDS soberano español también se encuentra en mínimos, pero ya había alcanzado valores similares a principios del 2018. En todo caso, si nos guiamos por el precio de los CDS, los mercados financieros nos estarían diciendo que la crisis de deuda soberana europea ya ha sido totalmente superada.

Otro caso destacable de la situación actual es la ausencia de contagio de la crisis de la deuda soberana argentina a otros mercados soberanos. Durante el mes pasado, Argentina pasó por una serie de rebajas y subidas de calificación tras caer en un impago técnico debido al anuncio de posponer los pagos de su deuda a corto plazo y otras medidas.

El CDS argentino se disparó a niveles asociados a un evento de impago, pero esto no tuvo el más mínimo impacto en las primas soberanas de otros países de Latinoamérica ni, en general, de ningún país emergente, ya que, de forma similar al contexto global, sus primas se encuentran en niveles muy reducidos, y en varios casos (Indonesia, Perú, Filipinas o Tailandia) incluso en mínimos históricos.

Estos bajos niveles observados en Latinoamérica y en Asia emergente son más sorprendentes aun si se evalúan las vulnerabilidades fiscales actuales en estas regiones, dado que la mayoría de sus países presenta indicadores fiscales (balances, endeudamiento público, etcétera) relativamente altos y peores que en los últimos años.

Las primas de los CDS soberanos, en teoría, deberían reflejar la valoración de los mercados del riesgo soberano de cada país. Sin embargo, estos niveles actuales no parecen reflejar el entorno actual de riesgos que estamos viviendo, marcado por el empeoramiento de las perspectivas mundiales de crecimiento, por la llegada de peores datos macroeconómicos, por mayores riesgos

políticos y geopolíticos y por el empeoramiento o falta de mejora de las vulnerabilidades fiscales de muchas geografías, especialmente las emergentes.

En realidad, los niveles que estamos observando responden claramente a la búsqueda de rentabilidad de los inversores en un entorno de tasas muy bajas e incluso negativas por unas políticas monetarias cada vez más laxas a nivel global, derivadas justamente de la ralentización de la actividad y la ausencia de presiones inflacionistas.

La valoración del riesgo soberano, que se encuentra implícita en la prima del CDS de cualquier país, puede compararse con la valoración de riesgo que hacen las agencias de calificación (Moody's, S&P, Fitch) sobre dicho país, más cercana a la consistente con el riesgo de sostenibilidad de la deuda pública.

De este modo, la diferencia entre ambas valoraciones nos da un indicador de la presión que ejerce la visión de los mercados sobre las agencias para rebajar o mejorar la calificación de ese país. El fuerte estrechamiento de los diferenciales soberanos que estamos viendo redujo globalmente las presiones a la baja e intensificó las presiones a la mejora de las calificaciones en general. Esto se está notando, especialmente, en la mayoría de países de Europa emergente y en la periferia de la UE.

La pregunta de si estos bajos niveles de percepción de riesgo continuarán en adelante o si retornarán, y cuándo, a valores más cercanos a promedios históricos, tiene necesariamente una respuesta abierta dada la elevada incertidumbre actual y el nuevo entorno de tasas negativas que estamos atravesando.

Sin embargo, sí se puede recordar que, usualmente, cuando se alcanzan los valores mínimos, lo más probable, *a priori*, es que cada vez sea más difícil continuar con la misma tendencia a la baja y que sea más fácil empezar a subir. Se volvería así a valores más acordes con los niveles de riesgo que sugieren los fundamentales macroeconómicos.

Economista principal en la Unidad de Escenarios Globales en BBVA Research y economista líder del área de Modelización Económica y Análisis de Largo Plazo de BBVA Research.