

# El riesgo soberano vuelve a escena



Hace poco más de tres semanas, las noticias provenientes de los Emiratos Árabes Unidos relacionadas con un posible impago del *holding* público Dubai World marcaron un punto de inflexión en el comportamiento de los mercados de deuda pública a nivel global, con especial incidencia en los correspondientes al Área euro. En este sentido, la interrupción en el estrechamiento de diferenciales de deuda frente a Alemania (una medida del grado de penalización que el mercado hace a los distintos emisores de la UME) observado en el último mes dio paso a ampliaciones generalizadas, aunque más intensas en aquellos soberanos que acumulan mayores desequilibrios de sus cuentas públicas.

*Departamento de Análisis de Mercados de Afi*

## DUBAI REABRE LA CAJA DE LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS

En la última semana de noviembre, los mercados se vieron sacudidos por una nueva oleada de aversión al riesgo motivada por el temor a un impago por parte de la compañía estatal Dubai World. El emirato árabe había afirmado que, pese a ser un *holding* público, sus obligaciones no estaban explícitamente garantizadas por el Gobierno. El mercado interpretó estas palabras en clave no sólo de riesgo para la compañía, sino también de un potencial *default* del emirato. De producirse, esta quiebra afectaría a distintas entidades financieras europeas con exposición a la región, incrementando de nuevo la presión sobre su cuenta de resultados, en un momento en el que, pese a la fuerte contención de las presiones financieras, todavía no está restaurada la plena confianza en los mercados.

En este contexto, Abu Dhabi ha accedido a ofrecer

su apoyo a Dubai World. El emirato ha concedido un préstamo por 10.000 millones de dólares para que la compañía sea capaz de incrementar su capital circulante y asumir sus vencimientos de deuda previstos para los próximos meses, entre los que figuraba el vencimiento inminente de un bono por importe de 4.100 millones de dólares. Dichos compromisos están supeditados a que la compañía alcance un acuerdo satisfactorio de reestructuración de su deuda pendiente (aproximadamente, 26.000 millones de dólares en las negociaciones con sus acreedores antes del 30 de abril de 2010).

## PUNTO Y SEGUIDO: LAS AGENCIAS DE RATING MANTIENEN LA PRESIÓN SOBRE EL RIESGO SOBERANO EN EUROPA

Sin embargo, el riesgo de los Estados ha permanecido en la retina de los agentes más tiempo del que cabría

## DÉFICIT ESTRUCTURAL (% DEL PIB)

	2008	2009	2010	2011
Irlanda	-7,1	-10,1	-11,5	-12,5
Grecia	-8,1	-11,3	-11,3	-11,6
España	-4,1	-9,3	-8,5	-8,1
Portugal	-3,5	-6,6	-6,7	-7,5
Francia	-3,9	-7,0	-6,6	-6,5
Bélgica	-2,2	-4,2	-4,4	-4,5
Países Bajos	-1,0	-3,6	-4,4	-4,3
Austria	-1,8	-3,3	-4,3	-4,0
Italia	-3,6	-3,7	-3,7	-3,7
Alemania	-1,1	-1,9	-3,6	-3,5

Fuente: Comisión Europea.

esperar tras la resolución de los problemas en Emiratos Árabes Unidos. Y es que las agencias de calificación crediticia han vuelto a tomar la palabra y han devuelto a los mercados a una realidad que difícilmente podemos dejar de lado, como es el incremento del déficit público y las dificultades a las que muchos países se van a enfrentar a la hora de corregirlos.

Conviene en este punto distinguir las últimas decisiones adoptadas por las agencias de *rating* en Grecia y en España. En Grecia, además del *downgrade* efectuado por Fitch, S&P ha colocado el *rating* en *credit watch*, lo que implica una revisión inminente a la baja de la calificación crediticia de la deuda a largo plazo del Estado griego. En el caso de España, S&P ha situado en negativo el *outlook* para la calificación crediticia de su deuda de largo plazo (AA+), circunstancia que no implica una revisión a corto plazo del mismo, pero que sí podría tener lugar durante los dos próximos años.

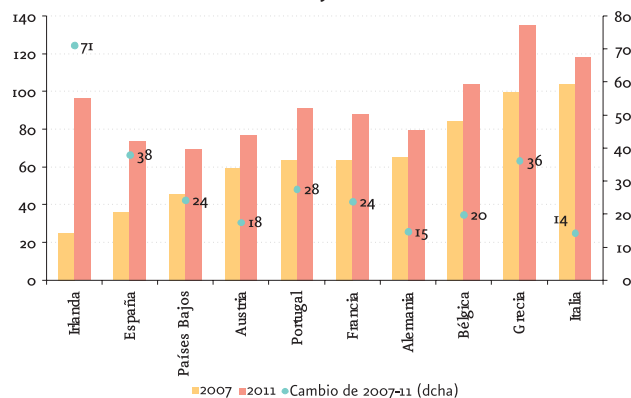
Una vez efectuada esta distinción, podemos analizar los motivos que han llevado a las agencias de calificación a advertir a los Gobiernos. Durante 2009, todos los Estados han adoptado planes de estímulo ambiciosos para contrarrestar los efectos de la crisis y evitar

un deterioro más pronunciado de la actividad; el ajuste del ciclo además ha provocado que, en algunos casos como en el de España, el déficit público se haya incrementado con motivo del hundimiento de los ingresos fiscales y el aumento de los gastos asociados al desempleo. Así, pese a que el deterioro de las cuentas públicas ha sido generalizado, su magnitud no. Y, aunque en repetidas ocasiones se ha mencionado que España cuenta con un nivel de endeudamiento inferior a la media europea (incluso después de la crisis), esta afirmación no está teniendo en cuenta que el incremento marginal del endeudamiento está siendo de los más pronunciados de la región, hecho común a otras economías como Grecia o Irlanda.

**Durante 2009, todos los Estados han adoptado planes de estímulo ambiciosos para contrarrestar los efectos de la crisis**

Las divergencias entre países trascienden las cifras de endeudamiento y atañen a la mayor o menor predisposición mostrada a la hora de reconducir la posición de sus finanzas públicas. Mientras Grecia apenas ha dado muestras de voluntad de enderezar la situación, Irlanda está llevando a cabo desde 2008 un intenso programa

## Deuda pública (% del PIB) y variación entre 2007 y 2011



Fuente: Comisión Europea.

de consolidación fiscal de cara a medio plazo, del que hemos conocido nuevas medidas recientemente. Los inversores comparten en gran medida esta percepción, como muestra el hecho de que, en el último mes, la deuda irlandesa haya sufrido un castigo en los mercados muy inferior, en términos relativos, a otros emisores como Grecia.

**En la coyuntura actual, parecería aventurado plantear una reducción de las ayudas a la economía, cuando las expectativas de recuperación son muy débiles**

La pregunta que surge a colación es: ¿estos avisos implican la necesidad de llevar a cabo la interrupción de los planes de estímulo? En la coyuntura actual, parecería aventurado plantear una reducción de las ayudas a la economía, cuando las expectativas de recuperación son muy débiles y, en algunos casos, están lejanas. Las advertencias, también en el caso español, vienen a recoger el mismo mensaje que los inversores expresan en el mercado en términos de rentabilidades y diferenciales de la deuda de cada país frente a otros con mejores perspectivas fiscales. Es urgente diseñar, comunicar e implementar un marco de



actuación creíble a medio plazo para retornar a una senda de consolidación fiscal que permita contener la actual deriva alcista en los principales parámetros de riesgo de las cuentas públicas. Es de esperar que, de llevarse a cabo este ejercicio de responsabilidad en un plazo de tiempo razonable, la calificación crediticia de la deuda española no sufriera rebajas adicionales.

### CONCLUSIÓN

El desarrollo de planes de saneamiento creíbles es vital y no está ni mucho menos reñido con el mantenimiento de planes de estímulo a corto plazo. La presentación de unas líneas firmes de consolidación de las cuentas públicas en el momento en el que la economía retorne a la senda del crecimiento e, incluso, la reducción de determinadas partidas de gasto que, en la actualidad, pueden suponer un compromiso ineficiente de recursos son aspectos que el mercado, y no sólo las agencias de *rating*, van a valorar muy detenidamente en los próximos meses. Todo ello porque su capacidad de discriminación va a ser mucho mayor, considerando la amplia oferta de papel público y privado prevista para 2010 ::

### «SOVEREIGN WEALTH FUNDS»

Los *sovereign wealth funds* son vehículos de inversión de los gobiernos cuyo patrimonio está constituido por activos extranjeros, distintos de las reservas oficiales de los bancos centrales y otras autoridades monetarias (como los ministerios de finanzas). Estos vehículos tienen un perfil de riesgo mucho más elevado que las tradicionales reservas de los bancos centrales, por lo que son gestionados de forma más agresiva de lo que lo hacen las autoridades monetarias.

Atendiendo al origen de los recursos que gestionan los vehículos, podemos distinguir dos tipos de SWF:

1. *Commodity SWF*: gestionan los recursos obtenidos del encarecimiento de las materias primas. Tal es el caso de los fondos de los países OPEP o el fondo diseñado por Chile para gestionar de forma racional los recursos extraordinarios obtenidos a partir del encarecimiento del cobre.
2. *Non commodity SWF*: surgen por elevados superávits por cuenta corriente. Parte del exceso de reservas derivado de la posición exterior superavitaria se destina a estos fondos. Es el caso de los generados en Asia.

Conviene señalar que no se trata de una figura exclusiva de las economías emergentes. Países como EEUU o Noruega también han creado vehículos de inversión para gestionar los recursos obtenidos, en este caso, de las exportaciones de petróleo.