

# Riesgos contagiosos

Rabah Arezki, Bertrand Candelon y Amadou N.R. Sy

**Cuando se rebaja la calificación de una deuda soberana, las secuelas pueden sentirse en otros países y mercados financieros**

**L**A RECIENTE crisis europea de la deuda soberana se concentró en unos pocos países, pero sus efectos se propagaron a todos los mercados financieros de la zona del euro. Tras las rebajas de calificaciones de la deuda de España, Grecia, Irlanda y Portugal, los diferenciales de los bonos soberanos aumentaron, el costo de asegurar la deuda soberana (reflejado en los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio, o CDS) subió, y la presión se extendió a las bolsas de valores de otros países (gráfico).

El debate sobre el papel de las agencias calificadoras de crédito durante las crisis y la interdependencia de los mercados financieros, con la atención centrada en los cambios de calificación de la deuda soberana, que mide la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones financieras de un gobierno, y la posibilidad de contagio dentro de un grupo muy integrado de países y mercados, como lo son las 16 economías de la zona del euro.

La interconexión financiera de las economías europeas en el último decenio brinda una oportunidad para estudiar el efecto de las recalificaciones de deuda en los mercados financieros, pero no solo en el caso de Europa. El debate actual es un eco de debates que surgieron durante la crisis financiera de Asia en 1997-98, cuando los problemas de la deuda soberana saltaban de una economía a otra.

Lamentablemente, el efecto de contagio de las recalificaciones crediticias ha sido poco estu-

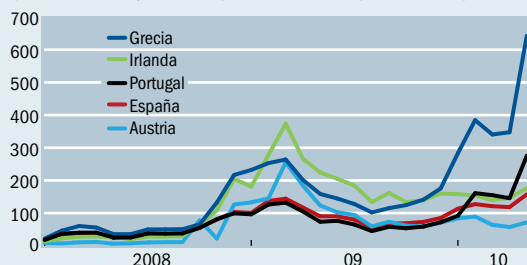
diado. Usando datos sobre diferenciales de bonos de mercados emergentes de 1991 a 2000, Gande y Parsley (2005) observan que la rebaja de la calificación de un país incide muy negativamente en los diferenciales de los bonos soberanos de otros países. Pero en los mercados financieros más integrados, el shock tiende a repercutir más allá de los mercados de bonos. Estudios más recientes (Ehrmann, Fratzscher y Rigobon, 2010) sobre la transmisión de shocks entre mercados y países detectan muchos casos de contagio internacional, dentro y entre clases de activos, que afectan a los mercados monetarios, de bonos y acciones y cambiarios.

Kaminsky y Schmukler (2002) señalan que las revisiones de las calificaciones y perspectivas de la deuda afectan a los mercados finan-

## Cunde el miedo

Cuando la calificación crediticia de Grecia fue rebajada a comienzos de 2010, no solo se disparó el costo del seguro de la deuda griega, sino también el de la deuda de otros países cuyas calificaciones no variaron.

(diferencial de *swaps* de incumplimiento crediticio, puntos básicos)



Fuente: DataStream.

Nota: Un *swap* de incumplimiento crediticio (CDS) es un contrato en el que el comprador paga el equivalente de una prima de seguro (diferencial) al vendedor, quien garantiza el pago de una deuda específica en caso de incumplimiento por parte del prestatario. El comprador de un CDS suele ser el tenedor de la deuda, pero no es necesario que una de las partes de una transacción de CDS esté implicada en la operación subyacente. Un punto básico es igual a una centésima de un punto porcentual.

cieros de las economías emergentes, y que las calificaciones soberanas inciden tanto en el objeto de la calificación (los bonos) como en las acciones.

Además de examinar el impacto de las calificaciones en los mercados de CDS, consideramos sistemáticamente los posibles efectos de contagio en la estructura de diferentes clases de mercados de activos (Arezki, Candelon y Sy, 2010). Compilamos una base de datos con diferenciales de CDS soberanos e índices bursátiles diarios de Europa —incluidos subíndices de acciones de bancos y seguros— durante el período 2007–10.

Procuramos captar el efecto de las calificadoras teniendo en cuenta la interdependencia estructural de los mercados financieros, para distinguir los mercados y países que se ven afectados por una rebaja de la calificación en particular. También aislamos el efecto de contagio de una recalificación en diversas clases de activos de diferentes países, teniendo en cuenta que tras una fluctuación fuerte suelen ocurrir otras similares.

La conclusión básica es que la rebaja de una calificación soberana influye en los mercados financieros del país en cuestión y del resto de los países de la zona del euro. La dirección y magnitud del efecto depende de dónde se origine la recalificación. Por ejemplo, las rebajas de la deuda griega afectaron sistemáticamente a toda la zona, elevando el costo del seguro (medido en función de los diferenciales de CDS) y generando presiones bursátiles aun en los países cuyas calificaciones permanecían intactas. En cambio, las rebajas en economías de Europa oriental solo afectaron a países de la zona del euro con los que mantenían vínculos financieros.

La interdependencia entre la evolución del mercado de acciones y el costo del seguro de incumplimiento varía de un país a otro. Por lo tanto, los cambios de calificación inciden en las economías a través de varios canales, y el punto de entrada puede variar según el país. Por ejemplo, en España, un aumento de los diferenciales de CDS de la deuda soberana provocó una caída del índice de acciones, incluidos los subíndices de seguros y bancos; pero un cambio en el índice de acciones no afectó significativamente los diferenciales de CDS. En cambio, en los Países Bajos, un repunte en la bolsa dio lugar a una reducción de los diferenciales de CDS. Pero en Italia el efecto fue bidireccional: el repunte de la bolsa se tradujo en una reducción de los diferenciales de CDS, y un aumento de esos diferenciales perjudicó las acciones. Las diferencias de interdependencia del mercado dentro de los países son atribuibles a diferencias en la estructura económica, como el grado de participación del sector público en la economía.

El tipo de recalificación también importa. Las agencias calificadoras suelen señalar su intención de realizar cambios. Por ejemplo, las tres agencias principales —Fitch, Moody's y Standard & Poor's (S&P)— anuncian “perspectivas” negativas para señalar una posible rebaja en los próximos dos años (un año en el caso de calificaciones de grado especulativo). Se observó que las rebajas en los diferenciales de CDS tienen, en promedio, un efecto mayor que el de las revisiones de las perspectivas (cuando se mantiene una calificación pero se anuncia un posible cambio).

Los mercados financieros pueden ser cortoplacistas porque su atención se centra en las rebajas de calificaciones. Una

rebaja en un país puede revelar información sobre otros países (vínculos financieros), o propiciar una revaluación de los fundamentos económicos de países con características similares (déficits fiscales o endeudamiento), o incentivar el comportamiento de rebaño. La reacción menos uniforme frente a las revisiones de las perspectivas podría deberse a la propia agencia calificadora: el mercado o bien no comprende lo que la agencia trata de comunicar acerca del futuro, o bien no reacciona porque confía poco en la opinión de la agencia.

Claro que la explicación podría ser más sencilla. Si las inversiones se basan en reglas, los tenedores de deuda soberana quizás estén obligados a vender tras una rebaja de calificación, pero no tras una revisión de las perspectivas. Asimismo, las regulaciones basadas en calificaciones impiden al Banco Central Europeo aceptar deuda deteriorada como garantía de un préstamo a una institución financiera, pero sí permiten aceptarla tras una revisión de las perspectivas.

Además, la agencia que anuncia la recalificación es más importante que la calificación en sí. Las revisiones de perspectivas de S&P suelen tener mayor alcance internacional que las de las otras dos agencias. En cambio, las rebajas de calificación provenientes de Moody's y Fitch suelen tener más alcance que las de S&P. Los mercados financieros reaccionan selectivamente a las recalificaciones de distintas agencias, quizá debido a diferencias relacionadas con el grado de credibilidad o con la estrategia de comunicación.

Estos datos de contagio demuestran que las malas noticias sí se propagan, pero mediante un proceso complejo. Las noticias pueden viajar rápidamente de un país o de un mercado a otro, con efectos diferentes en cada caso. La complejidad de la transmisión dificulta la formulación de las regulaciones y la práctica de la supervisión, y de ahí la importancia de que los reguladores comprendan cómo se diseminan las noticias y cuáles son las consecuencias. ■

*Rabah Arezki es Economista y Amadou N.R. Sy es Subjefe de División del Instituto del FMI. Bertrand Candelon es profesor de Economía Monetaria Internacional en la Universidad de Maastricht.*

---

#### Referencias:

- Arezki, Rabah, Bertrand Candelon y Amadou Sy, 2010, “Sovereign Ratings News and Financial Markets Spillover” (inédito; Maastricht, Países Bajos: Universidad de Maastricht) y documento de próxima publicación de la serie IMF Working Papers.
- Ehrmann, Michael, Marcel Fratzscher y Roberto Rigobon, 2010, “Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission”, *Journal of Applied Econometrics*, doi: 10.1002/jae.1173.
- Gande, Amar, y David Parsley, 2005, “News Spillovers in the Sovereign Debt Market”, *Journal of Financial Economics*, vol. 75, No. 3, págs. 691–734.
- Kaminsky, Graciela, y Sergio Schmukler, 2002, “Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?”, *World Bank Economic Review*, vol. 16, No. 2, págs. 171–95.