

El post del mes Álvaro Lissón

S&P somete a revisión los *ratings* soberanos del área euro: implicaciones

La agencia de calificación S&P ha situado en *credit-watch* negativo el *rating* de 15 emisores soberanos UME, incluidos todos los emisores AAA, a los que podría rebajar su nota crediticia en uno o dos escalones. Los motivos que han desencadenado la decisión se engloban en cinco grandes bloques:

1. El incremento del riesgo político en la UME. La agencia de calificación se ampara en el persistente disenso en el seno de las instituciones europeas como claro impedimento para establecer un marco de confianza que asegure una mayor estabilidad económica, financiera y fiscal.
2. Marcado aumento de las primas de riesgo sistémico, algo que es aplicable no sólo a soberanos periféricos, sino también a países AAA. El aumento de *spreads* AAA frente a Alemania, como consecuencia de la mayor carga de riesgo de crédito cotizada en la deuda soberana *core*, y el incremento de la volatilidad en referencias de deuda soberana, como las de Finlandia, Holanda y Austria (en máximos de los últimos años), son ejemplos claros de este fenómeno.
3. Intensificación de las restricciones crediticias en el área euro fruto de los mayores requerimientos de capital exigidos a la banca (Basilea III), del deterioro de la calidad de los activos financieros (entre ellos, la propia deuda soberana), así como del repunte de los costes

de los pasivos mayoristas y las fuertes restricciones de acceso a la financiación en un contexto de elevados vencimientos de deuda bancaria en 2012.

4. Deterioro cíclico en 2012. La agencia sitúa el crecimiento medio anual de la UME en 2012 en el 0,4% y establece claros riesgos a la baja con un 40% de probabilidad de que se produzca una contracción anual del PIB. El deterioro observado en los índices adelantados de actividad del área euro en los últimos meses apunta en esta dirección según S&P.

5. Elevadas tasas de endeudamiento público y privado. En un contexto de bajo crecimiento económico y costes de endeudamiento al alza, la ratio de deuda/PIB debería seguir incrementándose. Esto tendría implicaciones directas sobre la calidad crediticia de dichos agentes.

S&P considera que los síntomas de riesgo sistémico se han intensificado y que los perfiles crediticios soberanos se han deteriorado incluso para emisores cuya calidad crediticia había permanecido fuera de toda duda

La peor posición de partida de los emisores periféricos y la posibilidad de que el ESM o el FMI concedan créditos a estos soberanos y que, por lo tanto, sean considerados acreedores privilegiados ante el resto de bonistas son los

elementos que podrían hacer más aguda la rebaja de *rating* a países periféricos que a países núcleo.

En esencia, S&P considera que los síntomas de riesgo sistémico se han intensificado y que los perfiles crediticios soberanos se han deteriorado incluso para emisores cuya calidad crediticia había permanecido, hasta ahora, fuera de toda duda: Holanda, Austria, Finlandia y, sobre todo, Alemania.

Una rebaja de *rating* a países AAA -básicamente, los de Alemania y Francia- supondría un deterioro también en la calidad crediticia del EFSF, en un contexto en el que su relevancia como mecanismo de estabilización financiera está, cada vez más, en tela de juicio. El incremento en su coste de financiación, asociado a una rebaja de *rating*, podría terminar por convertirlo en una herramienta más testimonial que efectiva. Nuevamente, la colaboración del BCE se antoja fundamental para que la cotización de los activos de riesgo mantenga la buena tendencia reciente.

Por otro lado, el deterioro del mercado laboral en varias economías de la UME y la puesta en marcha de programas de ajuste fiscal, a buen seguro, retroalimentarán el cuadro recesivo para el área euro en los próximos trimestres. El impulso que se está dando a los avances en la gestión de la crisis, orientados a promover medidas de austeridad fiscal ambiciosas (Italia, Grecia, etc.), es un riesgo para la consolidación de la demanda interna en la UME ::