



VNIVERSIDAD
D SALAMANCA

Lectura:

LA PRIMA DE RIESGO Y
LOS CDS, COMO FACTORES
FUNDAMENTALES PARA
ENTENDER LA
PROBLEMÁTICA ACTUAL
DE LA DEUDA SOBERANA
Y LA CRISIS DEL EURO

+

07/01/2011

Universidad de Salamanca
Departamento de Economía Aplicada
Francisco Javier Benito García

Introducción:

Resulta ya habitual encontrarnos en los medios de comunicación referencias a la prima de riesgo griega, irlandesa, portuguesa, belga, española, a los países periféricos europeos, a los mal denominados PIGS en la literatura financiera anglosajona, a un concepto relativamente nuevo para el ciudadano, CDS (credit default swaps), que sin embargo lleva tiempo en el mundo financiero, y a los políticos intentando explicar una y otra vez su/s políticas económicas para intentar convencer y dar confianza a los mercados.

El objeto de esta lectura es proporcionar al estudiante de ciencias sociales en general, y al de Grado de Turismo en particular, una serie de conceptos básicos que le permitan “entender” con la lógica de la teoría económico-financiera, cuáles son los fundamentos de la situación actual de crisis en la deuda soberana y por ende en nuestra moneda única, ser capaz de razonar del porqué se origina esta situación en nuestro país, y de las medidas que se están aplicando o intentando aplicar.

“... Las tensiones en los mercados de deuda aumentan el coste de los Estados a la hora de salir a buscar financiación y condiciona a sus bancos

La presión a la que se está viendo sometida España en los mercados secundarios de deuda por la desconfianza sobre su solvencia ha disparado la prima de riesgo del país.”

Álvaro Romero – El País - Madrid - 15/12/2010

Definición de prima de riesgo:

Técnicamente es el spread adicional exigido o sobreprecio de los adquirentes (inversores) de deuda pública. Normalmente este sobreprecio se suele comparar con la deuda pública de Alemania, cuyo precio es el que se utiliza como base o referencia (benchmarking), al ser considerada como la más solvente o segura, y por tanto menos proclive a tener alzas/bajas en función de factores puntuales de coyuntura (agregados macroeconómicos, PIB, déficit, tasa de paro, etc.).

De una forma más coloquial, es aquella rentabilidad adicional exigida por el inversor, la cual compensa el mayor riesgo de adquisición de esa deuda comparada con la mejor o más solvente. El fundamento reside en que si el Estado en cuestión no es capaz de recaudar el importe suficiente y/o disminuir su gasto, tampoco podrá hacer frente a las obligaciones financieras derivadas de la adquisición de los títulos emitidos, más allá de una política pura de refinanciación de la deuda emitida.

Rentabilidad de los bonos:

Cualquier Estado realiza emisiones de deuda pública para financiar su déficit, por medio de subastas en el mercado primario de deuda soberana a un precio (interés) que es distinto en función del plazo de vencimiento, si bien normalmente a mayor plazo, mayor precio y viceversa, aunque también influyen otros factores como por ejemplo la demanda exigible de títulos.

Los títulos se pueden dividir según su horizonte temporal a corto plazo (3, 6, 12 meses), medio plazo (18 meses, 3, 5 años) y largo plazo (10, 15 ó 30 años), y su cupón (interés) pagadero es fijo en el tiempo, de ahí que se denominen valores de renta fija. Aunque los compradores de los títulos pueden ser cualquier persona física o jurídica, merecen especial atención los llamados inversores institucionales: estados, instituciones financieras, fondos de inversión y fondos de pensiones especialmente.

“..En palabras del gobernador del Banco de España, Miguel Ángel Fernández Ordóñez, en realidad son "solo personas" a las que hay que escuchar cuando tienen razón, pero en caso de que se equivoquen, más que atacarlos es mejor tratar de convencerles con datos y razones objetivas.”

En circunstancias de crisis económica como la actual y en la que de forma general los Estados han aplicado medidas de política fiscal expansiva, y como consecuencia se han producido enormes déficits fiscales, los inversores exigen además de rentabilidad, seguridad en sus inversiones, por lo que existe un efecto desplazamiento de la demanda hacia la deuda pública más segura (p. ej. Alemania, Noruega), al estimar que sus bonos o títulos de deuda se atenderán a su vencimiento.

Debemos recordar que como cualquier activo, bien o servicio (un título de deuda pública, no es más que una clase determinada de activo financiero) ante un incremento de la demanda de ese bien, su precio se eleva. La diferencia fundamental en este tipo de activos es que su precio está ligado de forma inversa al tipo de interés, es decir que cuando se incrementa su precio, el interés de mercado se reduce. De una forma más simple, si el Estado alemán detecta que su deuda pública tiene una mayor demanda, lo que hará será subastarla (ofrecerla al mercado) a un menor tipo de interés para satisfacer esa mayor demanda de títulos, que están produciendo un incremento de su precio. Por el contrario, si un Estado observa que sus títulos no tienen una demanda suficiente, se verá obligado a ofertar deuda con un tipo de interés superior, lo que producirá automáticamente una reducción de su precio.

Calificaciones crediticias:

Si tenemos intención de adquirir un automóvil, sabemos que en el mercado no todos los fabricantes están reputados con la misma calidad, así por ejemplo un automóvil de la marca Mercedes, Audi, BMW, están considerados en la misma gama de mejor calidad que un Seat, Fiat, Skoda. Esto también podemos compararlo con las prestaciones ofrecidas, seguridad, garantía, etc. Cuando un inversor compra un título de deuda pública, tiene que tener un referente de calidad, que es refrendado en estos casos por las denominadas Agencias de calificación, que son las encargadas de valorar la emisión de esos títulos. Actualmente solo existen tres agencias de calificación importantes -Standard & Poor's, Fitch y Moody's-.

Estas sociedades estudian el historial de pago de los emisores de estos valores, sus perspectivas económicas, y los riesgos o amenazas.. A mayor seguridad y confianza, las califican con una mejor nota (denominada rating), y para este caso, triple AAA. La valoración resulta determinante para establecer el precio, convencer al inversor, así como condicionar la capacidad de financiación de los emisores, ya que en los mercados eficientes sólo se permite negociar o solicitar avales con ellos.

Aún así, debemos tener en cuenta la falibilidad de estas Agencias, no hay más que recordar que el inicio de la crisis actual provino de las hipotecas *subprime*, las cuales estaban calificadas como AAA, cuando ha quedado sobradamente demostrado que dicha calificación no era ni mucho menos merecida. También, se le acusa de no haber sido predictivas, es decir la valoración negativa que están enviando actualmente a los mercados, llega tarde, e incluso puede ser hasta perjudicial por producir una sobrevaloración negativa.

Cálculo de la prima de riesgo:

Los activos o títulos de deuda pública se emiten inicialmente en el mercado primario, pero como cualquier activo, son objeto de negociación (y cotización) en un mercado denominado secundario. En nuestro anterior ejemplo, y salvando las diferencias, que existen, sería el mercado de coches nuevos (primario) y el mercado de vehículos matriculados o segunda mano (secundario).

Por tanto, en este mercado secundario, se cotizan los títulos de deuda, y como en cualquier mercado existen demandantes y oferentes, y un precio de mercado o de equilibrio, que está ligado de forma inversa a un interés o rendimiento que varía en cada momento en función de la demanda. Es aquí donde nace la prima de riesgo a partir de la diferencia entre los bonos a 10 años de un país determinado frente por ejemplo a los de Alemania consideramos como benchmarking. Aún cuando, el mercado secundario y el mercado primario tienen funciones diferentes, ambos están interrelacionados, ya que el precio/interés al que cotizan los títulos en el secundario siempre se acaba trasladando al primario, y por tanto, al precio de las subastas que realiza cualquier Tesoro Público, y de ahí, al incremento de coste de financiación para sus ciudadanos.

Además de lo anterior, los inversores institucionales suelen tener en cuenta los denominados CDS (Credit Default Swaps) o seguros de incumplimiento de crédito, que aún cuando se negocian fuera de mercados organizados (OTC "over the counter"), se les está acusando por determinados analistas e incluso políticos de tener un papel desestabilizador y relevante en la formación de la prima de riesgo, y para lo cual se ha considerado realizar un apartado especial en esta lectura.

Efectos en los Presupuestos Generales del Estado:

Cuando el mercado ya tiene asignado una prima de riesgo a un determinado país, en el cual se viene observando un deterioro en sus agregados macroeconómicos, el traslado de dicha prima de riesgo que nace en el mercado secundario al mercado primario es inmediato en las subastas previstas de deuda, y por tanto dicho Estado para poder colocar o vender sus emisiones tendrá que asumir ese mayor coste en la financiación. Por ejemplo, si el bono alemán a 10 años cotiza al 2,93% frente al 5,56% que se piden por el bono a 10 años de España, esta prima de riesgo de 2,63 puntos porcentuales o 263 puntos básicos, es un coste de financiación adicional que se repercutirá indirectamente sobre los ciudadanos de España, y puede dar al traste con cualquier programa de reducción de gasto, si éste no ha sido valorado de forma creíble por los mercados.

Efectos en los sectores productivos y en el sistema financiero:

En economía, se suele hacer a menudo referencia al concepto de interrelación, y de forma más concreta si la prima de riesgo de un país se incrementa, esta termina afectando de global a todos los sectores, y especialmente al sector financiero como canalizador primario del ahorro-inversión.

Para el caso particular de España, en la que se parte de una situación inicial en el sector financiero afectado de forma grave por una excesiva financiación al sector inmobiliario y con graves problemas de morosidad, el incremento de la prima de riesgo del Estado, no hace más que agravar la situación de desconfianza en los mercados interbancarios.

De hecho, debemos preguntarnos también si en el caso de España, la prima de riesgo del Estado es un efecto o consecuencia de la crisis económica, y en especial de los problemas de las entidades financieras. En todo caso, si resulta evidente que esta situación produce que las Entidades financieras se tengan que financiar a unos tipos más elevados, y por tanto se ven obligados a trasladar esta financiación más cara a sus clientes elevando el tipo de interés de sus créditos, en una situación que ya se inicia con altos niveles de exigencia en la concesión de los mismos y de baja de demanda de préstamos. Al final el proceso es iterativo, la financiación al sector productivo es más escasa y cara, hay un menor consumo e inversión, y por tanto un menor gasto agregado, unos índices de confianza negativos, y al final, un estancamiento o aumento del nivel de paro. En definitiva un mayor gasto público, bien por aumento de transferencias y/o por una menor recaudación.

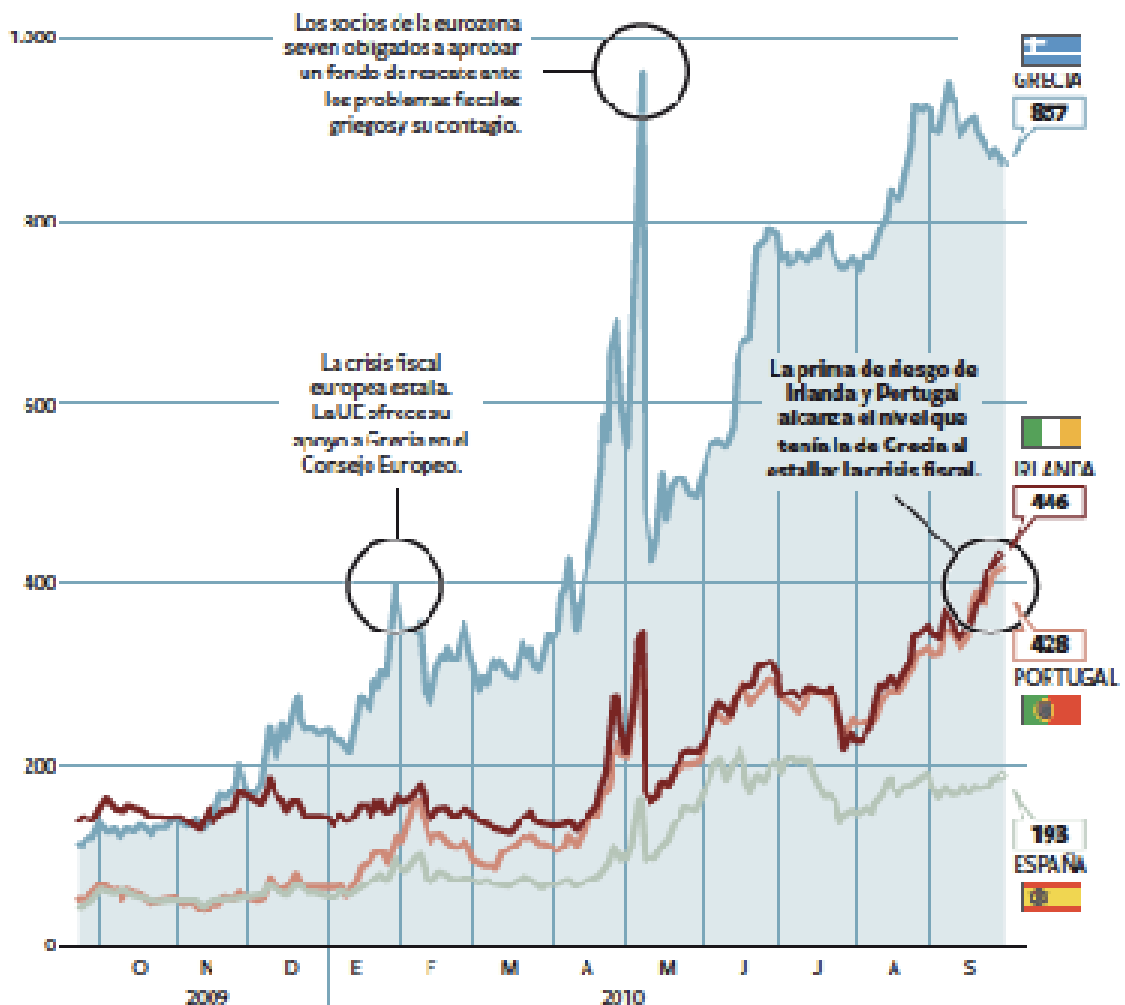
Este proceso de encadenamiento solo puede romperse desgraciadamente con paquetes de reformas que recuperen ingresos fiscales y reduzcan gastos, es decir aumento de impuestos y reducción de transferencias a las familias.

En el gráfico siguiente podemos observar la evolución de la prima de riesgo de Grecia, Irlanda, Portugal y España durante 2009 y hasta Septiembre de 2010, teniendo además en cuenta que la prima de riesgo lejos de disminuir, no ha hecho más que aumentar en la actualidad.

De acuerdo cálculos efectuados por Bruselas, si un país tiene una prima de 400 puntos básicos y no toma medidas de ajuste, su impacto probable por el sobre coste de financiación puede generar un impacto negativo en el Producto Interior Bruto de un 0,8% anual.

La prima de riesgo de los países periféricos

Diferencial con el bono alemán a 10 años, en puntos básicos.



Fuente: Bloomberg.

EL PAÍS

En el cuadro siguiente extraído de Reuters podemos observar las diferentes cotizaciones de instrumentos de deuda al 07/01/2010 de España, Alemania y EEUU.

Resulta fácil determinar la prima de riesgo o diferencial con cada país, tomando como referencia Alemania como benchmarking. Si agrupáramos bonos homogéneos en plazo, la diferencia de rentabilidad nos marcaría dicha prima de riesgo por pares de países.

Así mismo, podemos comprobar que en todos los pares analizados Alemania dispone de las menores primas de riesgo.

Productos de Renta Fija

ESPAÑA

Nombre	Importe	Cupón	Rentabilidad	Máximo	Mínimo	Hora	Vencimiento
BONO ESPAÑOL 10	94,69	4,85	5,56	95,38	94,55	12:36	Oct 31 2020
BONO ESPAÑOL 3	95,95	2,5	4,05	96,28	95,66	12:36	Oct 31 2013
BONO ESPAÑOL 30	81,47	4,7	6,04	82,48	81,14	12:36	Jul 30 2041

ESTADOS UNIDOS

Nombre	Importe	Cupón	Rentabilidad	Máximo	Mínimo	Hora	Vencimiento
BONO EEUU 10	93,31	2,63	3,43	93,56	93,31	12:35	Nov 15 2020
BONO EEUU 30	95,27	4,25	4,54	95,69	95,23	12:35	Nov 15 2040
BONO EEUU 5	100,15	2,13	2,09	100,28	100,13	12:35	Dic 31 2015

ALEMANIA

Nombre	Importe	Cupón	Rentabilidad	Máximo	Mínimo	Hora	Vencimiento
BONO ALEMANIA 10	96,28	2,5	2,93	96,61	96,21	12:36	Ene 4 2021
BONO ALEMANIA 3	107,79	4	1,1	107,87	107,73	12:36	Oct 11 2013
BONO ALEMANIA 30	123,5	4,75	3,46	124,23	123,31	12:36	Jul 4 2040

Datos de mercado proporcionados por: Thomson Reuters

DIFERENCIAL ESPAÑA-ALEMANIA

Nombre	Prima de riesgo
BONO 10	2,63
BONO 3	2,95
BONO 30	2,58

DIFERENCIAL ESPAÑA-ESTADOS UNIDOS

Nombre	Prima de riesgo
BONO 10	2,13
BONO 30	1,5

DIFERENCIAL ESTADOS UNIDOS-ALEMANIA

Nombre	Prima de riesgo
BONO 10	0,5
BONO 30	1,08

CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS)

Introducción:

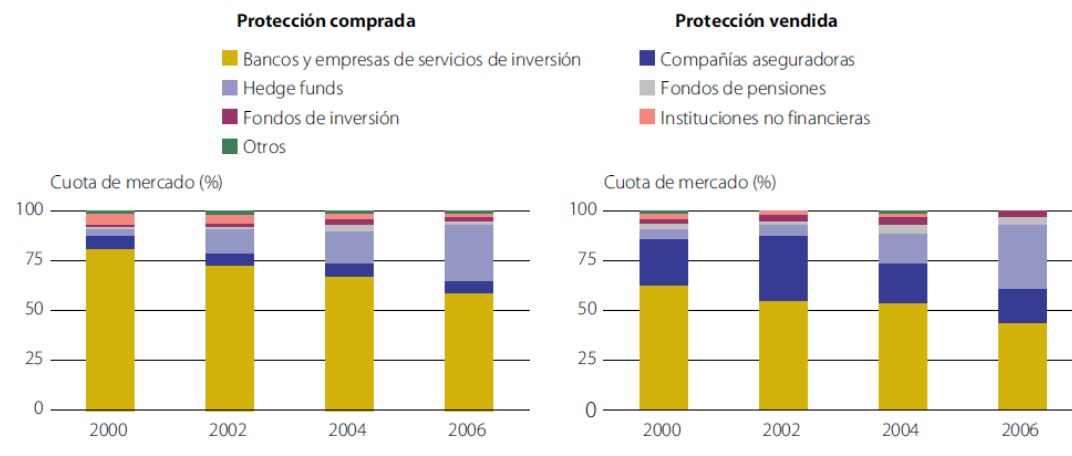
Antes de iniciar un pequeño resumen conceptual sobre las características básicas de estos instrumentos financieros derivados y su papel (o no) determinante en la crisis de la deuda soberana y del euro, debemos comentar que dichos instrumentos constituyen uno de los elementos más visibles del intenso proceso de innovación financiera que ha ocurrido durante los últimos 20 años, junto con la titulación de activos, y que tuvieron un papel predominante en el estallido de la crisis financiera del año 2007 y cuyas consecuencias se han transmitido ya a la economía real, y cuyos efectos son observables no solamente en términos de agregados macroeconómicos, sino ya en efectos individuales en las familias o economías domésticas con algunos países de la Unión Europea, como es el caso de España, con unas tasas de desempleo muy por encima de la media europea.

Definición y características básicas:

Los comúnmente llamados **Credit Default Swaps** o permutas de cobertura por incumplimiento de crédito, también denominadas seguros de incumplimiento de crédito, son **instrumentos financieros derivados**, cuya finalidad es la **transferencia de riesgo** y constituyen, en su forma más simple, **un contrato bilateral** entre un **comprador** que desea transferir riesgo y un vendedor **u oferente de protección**, que es distinto al riesgo emisor que se desea cubrir o transferir. Estos instrumentos se negocian fuera de mercados organizados, conocidos como OTC (over the counter).

De una forma más simple, los Credit Default Swaps (CDS) son básicamente contratos de seguros, en los que se asegura el pago de activos financieros en caso de incumplimiento por parte del emisor de los títulos.

Normalmente estos seguros se aplican a deuda pública, deuda privada y títulos hipotecarios. Los agentes participantes mayoritariamente, tanto por el lado de la demanda (compradores) como de la oferta (vendedores de protección) son principalmente entidades financieras, hedge funds, y aseguradoras:



Fuente: BBA.

¹ Según los datos de un panel de 30 participantes activos en la compra y venta de CDS residentes en diferentes áreas geográficas. El saldo vivo nocional de CDS estimado por la BBA en 2006 representa el 71% de los datos publicados por el BIS para dicho año.

El esquema de funcionamiento de estos instrumentos es semejante a cualquier seguro típico, los vendedores u oferentes de estos seguros ofrecen al comprador, normalmente una entidad financiera que posee en su balance activos de deuda que desea cubrir (transferir el riesgo), y para lo cual pagará una prima, de tal forma que si el emisor de los activos incumple sus obligaciones financieras, la entidad financiera se asegura, al menos de forma teórica, la devolución de sus inversiones.

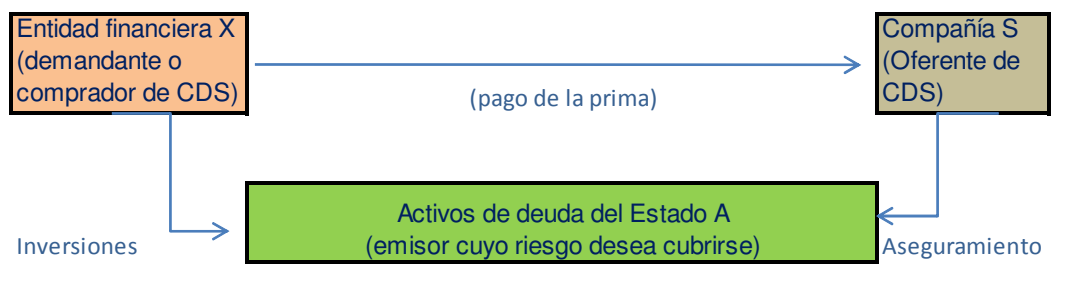
Por ejemplo:

Una “Entidad financiera X” compra 100 millones de euros en títulos de deuda pública del “Estado A” (o también deuda bancaria, renta fija privada) y quiere hacer un seguro para que en caso de que el “Estado A” incumpla o quiebre (y por tanto, no pueda hacer frente a sus obligaciones de pago), de tal forma que la Entidad Financiera X no se vea comprometida por pérdidas y pueda recuperar su inversión.

Para ello, la “Entidad Financiera X” contacta con una tercera empresa, “Compañía S” (bancos, hedge funds, grandes aseguradoras) y contrata un Credit Default Swap.

El precio o prima del CDS dependerá obviamente del nivel de riesgo potencialmente asumido, es decir, si el riesgo o probabilidad de incumplimiento del “Estado A” es bajo, la prima a pagar será reducida, y al contrario, cuanto más riesgo tenga el “Estado A”, mayor será la prima a satisfacer.

Los Credit Default Swaps se contratan para cubrir un importe concreto, durante un tiempo determinado y sobre los activos de un determinado emisor. En el ejemplo anterior, el Banco X, para asegurar los 100 millones de euros de títulos comprados del Estado A, contratará un CDS sobre 100 millones, durante (por ejemplo) 10 años y sobre títulos emitidos por el Estado A.



Técnicamente cuando hablamos de un CDS de 150 (p.b.), estamos diciendo que por cada 1 millón de euros que pretendemos cubrir, hay que pagar una prima de 15.000 euros, por lo que si suponemos que el CDS del “Estado A” cotiza a 150, entonces el Banco X debería pagar $100 \times 15.000 \text{ €} = 1.500.000 \text{ €}$ al año para estar cubierto en caso de que el Estado A no pueda hacer frente a sus obligaciones.

Se considera que si el CDS está cotizando por debajo de 250 puntos básicos (pb), su índice o probabilidad de incumplimiento es reducida. Si el tramo se sitúa entre 250 y 500 pb, la situación es indicativa de posibles o potenciales problemas de incumplimiento, y si el tramo supera los 500 pb, es una situación de alto riesgo y de problemas en el emisor.

Protección versus Especulación: ¿Son los CDS causantes o propagadores de la inestabilidad actual de los mercados de deuda soberanos?

Los CDS se están utilizando fundamentalmente en el aseguramiento de grandes corporaciones, en el aseguramiento de paquetes de referencia crediticia, también denominados (CDO), y en el aseguramiento de los bonos de deuda soberana, y se dieron a conocer tras el estallido de la denominada crisis “subprime”.

En primer lugar y antes de valorar si estos instrumentos financieros pueden tener relación o no con la inestabilidad actual del mercado de deuda soberana, debemos tener en cuenta que existen diferencias importantes frente a los seguros tradicionales, en los que permanece o subyace de forma **tangible el bien asegurado** (un automóvil, una vivienda, un seguro de vida, seguro de salud, etc.). En el caso de la cobertura de los CDS, **no existe nada tangible**, excepto los papeles derivados de los contratos. De ahí que se consideren también un suceso con mayor o menor grado de probabilidad de resultado, o en definitiva una apuesta (derivado financiero).

Los contratos de CDS han sido comparados con los seguros porque el comprador paga una prima y a cambio recibe una suma de dinero si el evento de impago especificado en el contrato se produce. Sin embargo, existen diferencias importantes con los seguros de las cuales las más relevantes son que **el vendedor no requiere ningún tipo de regulación**, y que **no está obligado a mantener ningún tipo de reserva para pagar a los compradores**. Además, mientras el contrato de un seguro ofrece una indemnización por las **pérdidas efectivamente producidas por el titular de la póliza** (muerte, invalidez, robos, etc.), los CDS establecen un pago similar a los titulares, sin que exista **ninguna regulación, más allá de las garantías que se puedan haber ofrecido en la firma del contrato ante el incumplimiento del emisor**.

Estas características en estos contratos, son las que ofrecen una mayor inseguridad y riesgo de importantes pérdidas globales. Al final, no hay que olvidar que la especulación con instrumentos similares, como fueron las subprime, y la titulización posterior a numerosos inversores, fueron las que ocasionaron el origen de la crisis financiera actual.

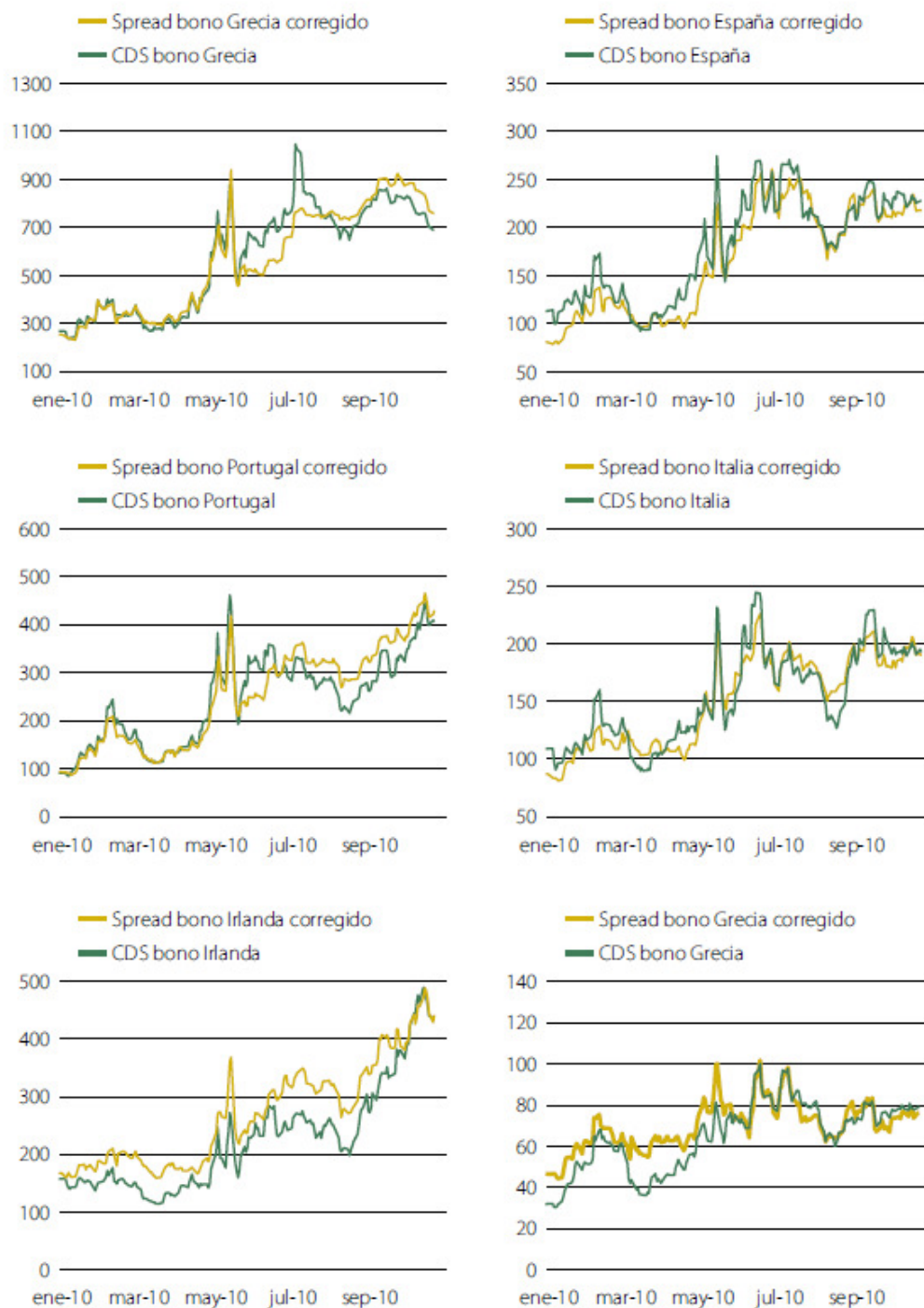
La cuestión que se ha dilucidado por algunos analistas y políticos es si estos instrumentos financieros son una fuente perturbadora en la deuda soberana de algunos países. En el cuadro siguiente de la CNMV, observamos cómo aparentemente la cotización de los CDS, está superando en algunos momentos a la de la prima de riesgo.

Un primer análisis si podría indicar una relación de ese tipo, pero sería un análisis demasiado simple si no tuviera en cuenta los siguientes aspectos:

- En una situación de crisis como la actual y en la que la prima de riesgo está sufriendo importantes alteraciones, resulta normal que existan fuertes presiones de demanda de CDS de estos países, cuando además sabemos que su oferta es muy restringida, por lo que resulta normal alteraciones en sus precios.
- No está demostrado empíricamente que la fijación de precios de los CDS, sea más eficiente que la del mercado de bonos, y tampoco existe evidencia de que haya un traslado de precios de un mercado al otro máxime además cuando estamos en mercados OTC.
- Otro de los factores a tener en cuenta y que en nuestra opinión resulta fundamental, es el tamaño o volumen que representan estos instrumentos sobre el saldo vivo de deuda,

Diferenciales de deuda pública sobre el *Bund* alemán¹ y CDS sobre deuda pública (p.b.)

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Reuters Datastream. Datos hasta el 5 de octubre.

- 1 Para el cálculo del *spread* se ha sumado la prima del CDS del bono del Estado alemán al *spread* de dicho bono con el objetivo de aproximar el precio de un activo libre de riesgo, de acuerdo a la siguiente fórmula: *spread del bono del país A* = (*Interés del bono del país A* – *Interés del bono alemán*) + *CDS Alemania*.

En el cuadro siguiente podemos observar el escaso peso o porcentaje que tienen los CDS, sobre el volumen de deuda pendiente, por lo que en un primer análisis no podemos presuponer que sean indicativos de inestabilidad, es más incluso su peso a lo largo del periodo de análisis se ha reducido, bien sea por un mayor incremento de la deuda y/o por un menor uso de este instrumento financiero

Saldo vivo neto de CDS soberanos sobre volumen de deuda pendiente

CUADRO 1

%	nov-08	mar-09	may-10	sep-10
Eurozona	1,1	1,1	1,3	1,4
Alemania	0,7	0,6	0,8	1,0
España	2,8	2,0	2,1	2,1
Francia	0,4	0,4	0,7	0,7
Grecia	2,4	2,1	2,0	1,9
Irlanda	8,6	6,2	4,2	3,4
Portugal	4	4,1	5,7	4,6
Italia	1	1	1,2	1,3

Fuente: DTTC, REUTERS y CNMV

En los cuadros siguientes se muestra información de cotización de los CDS en el tercer trimestre del año 2010, el primero de ellos muestra los países con mayor riesgo o primas más elevadas (menos solventes o con mayor probabilidad de impago o incumplimiento), y el segundo los 10 países con menor riesgo o menores primas (más solventes o con menor probabilidad de impago).

Global Sovereign Credit Risk Report
3rd Quarter 2010

Confidential & Proprietary

World's Most Risky Sovereign Debt

Position Q1	Country	5 Year CPD (%)	CMA Implied Rating	5 Year CDS Mid (bps)	Previous Ranking
1	Venezuela	54.2	CMA_ccc	1109.4 (21.7% U.F)	1 (No Change)
2	Greece	48.7	CMA_ccc	775.3	2 (No Change)
3	Argentina	40.4	CMA_b-	749.3 (10.3% U.F)	3 (No Change)
4	Pakistan	34.6	CMA_b	606.4	4 (No Change)
5	Ukraine	32.3	CMA_b	546.8	5 (No Change)
6	Ireland	33.0	CMA_b	458.3	New Entry
7	Dubai	26.5	CMA_b+	437.4	6 (Up 1)
8	Iraq	26.4	CMA_b+	427.1	7 (Up 1)
9	Portugal	30.2	CMA_b+	408.8	New Entry
10	Romania	22.1	CMA_bb-	350.9	8 (Up 2)

The World's Least Risky Sovereign Debt

Position Q1	Country	5 Year CPD (%)	CMA Implied Rating	5 Year CDS Mid (bps)	Previous Ranking
1	Norway	2.1	CMA_aaa	23.5	1 (No Change)
2	Finland	2.7	CMA_aaa	30.8	2 (No Change)
3	Sweden	2.8	CMA_aaa	31.6	5 (Up 2)
4	Denmark	3.0	CMA_aaa	34.5	4 (No Change)
5	Germany	3.4	CMA_aaa	39.0	6 (Up 1)
6	Switzerland	3.5	CMA_aaa	39.7	7 (Up 1)
7	Netherlands	4.0	CMA_aaa	45.9	8 (Up 1)
8	Australia	4.0	CMA_aaa	46.0	10 (Up 2)
9	USA	4.2	CMA_aa+	48.4	3 (Down 6)
10	Hong Kong	4.2	CMA_aa+	48.4	9 (Down 1)

El siguiente cuadro muestra la situación al día 07/01/2011, en el que puede observarse como característica la entrada de España con prima de 333 pb y un riesgo de impago o probabilidad de incumplimiento (CPD) del 25,7%.

Highest Default Probabilities

Entity Name	Mid Spread	CPD (%)
Greece	1016.37	58.39
Venezuela	1002.00	51.11
Ireland	627.23	41.50
Portugal	495.61	35.67
Argentina	551.78	32.81
Pakistan	555.50	32.56
Ukraine	476.15	28.88
Illinois/State of	352.38	27.48
Spain	333.40	25.70
Dubai/Emirate of	407.90	24.92

Conclusiones:

Esta lectura tiene como finalidad principal la de proveer a los estudiantes no familiarizados con mercados financieros de unos conceptos elementales, que les sirvan para entender la situación actual de los mercados de deuda soberana, y del porque de los fuertes incrementos de la prima de riesgo, así como dar una visión muy resumida de los principales factores a los que se les está acusando como causantes de inestabilidad, en este caso los CDS.

El análisis no puede concluir más que con un razonamiento, que es que las elevadas primas de riesgo que se están experimentando en estos países se deben más que a factores especulativos (que podrían existir), a razones exclusivamente económicas o financieras.

De otra forma, resulta necesario que para poder generar confianza en los mercados, los programas de ajuste deben ser creíbles, y esto supone para el caso español, sacrificios que se trasladarán indudablemente hacia los ciudadanos, independientemente de que no hayan sido los causantes u originadores de la crisis, so pena de que siga castigando nuestra deuda, y al final nos tengan que imponer desde el exterior su propio programa de ajuste y las condiciones para su rescate, que indudablemente serán peores que las que podamos realizar como país de forma interna.

Cuestión aparte, en mi opinión, es que a los sectores propagadores u originadores de la actual crisis, por ejemplo el financiero o promotor, se les exija una mayor cuota de responsabilidad que debe traducirse en términos económicos, y que debe de pasar inexorablemente a cuenta de beneficios futuros, pero sin olvidar la función primordial que tiene asignado alguno de los anteriores, como el sector bancario, que es la financiación a los sectores productivos de nuestra economía y que no podrá desenvolverse con normalidad, mientras no se resuelvan sus problemas de liquidez, ni de solvencia.

Tampoco debemos olvidar que en esta crisis, también han intervenido otros actores, con mayor y menor grado de responsabilidad, pasando desde el Estado, Supervisor Bancario, e incluso el propio ciudadano.

Por último comentar, ya que se ha realizado un análisis específico para los CDS, que si bien resulta necesaria una modificación legislativa para aumentar su transparencia, liquidez y supervisión con la finalidad de evitar errores pasados, no resulta convincente, salvo análisis posterior que lo demuestre que estos derivados sean los principales causantes de la inestabilidad de la deuda soberana.

Bibliografía:

La crisis del Euro.- Alvaro Romero – El País - Madrid

¿Qué está pasando, qué son los CDS? David Galán.- Director Renta Variable y Gestor de Carteras de Bolsa General.

El mercado de credit default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias. CNMV. Documentos de Trabajo No 42

Datos de mercado proporcionados por: Thomson Reuters.

CMA Releases Sovereign Risk Report for Q3 2010

An analysis of the relation between the European sovereign credit default swap and bond markets. Arce, O., Mayordomo, S., y Peña, J.I. (2010). Mimeo. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Credit Default Swaps and Counterparty Risk. Banco Central Europeo (2009).

Transparency in credit default swap markets. Finance Concepts. Avellaneda, M. y Cont, R. (2010).

ECONOMÍA FINANCIERA (2001). Marín, J y Rubio, Gonzalo. Editorial Bosch.

CURSO DE BOLSA Y MERCADOS FINANCIEROS (2007). Sánchez Fernández de Valderrama y otros, 4ª Edición. Editorial Ariel.

Informe anual sobre los mercados de valores y actuación CNMV 2009.

Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas CNMV 1T 2010

Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas CNMV 3T 2010

<http://www.cmavision.com/market-data/>

<http://www.bloomberg.com>