



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA



FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS. UPV

UNIVERSITAT POLITÈCNICA DE VALÈNCIA
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Grado en Gestión y Administración Pública

Influencia de las agencias de calificación crediticia en la deuda pública española

TRABAJO FINAL DE GRADO

Presentado por:
Romero Ortolá, David

Julio, 2016

Tutora: Dr. María Consuelo Calafat Marzal

INDICE

1. INTRODUCCIÓN	5
1.1 RESUMEN.....	5
1.2 OBJETO.....	6
1.3 OBJETIVO	6
1.4 METODOLOGÍA.....	7
2. DEUDA PÚBLICA	8
2.1 DEFINICIÓN DE DEUDA PÚBLICA	8
2.2 TIPOS DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA.....	8
2.2.1 Letras del Tesoro	8
2.2.2 Bonos y Obligaciones del Estado	9
2.2.3 Deuda en divisas	10
2.3 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS	10
2.3.1 Curva de tipos de interés y ciclo económico.....	11
2.3.2 Letras del Tesoro	13
2.3.3 Bonos y Obligaciones del Estado	14
2.4 DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA	15
2.5 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA	20
2.6 POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO	24
2.7 MARCO LEGAL.....	25
2.7.1 Europa	25
2.7.2 España	27
3. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	28
3.1 DEFINICIÓN DE AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	28
3.2 TIPOS DE AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	29
3.3 PRINCIPALES AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	30
3.4 ESTUDIO DE RIESGO DE SOLVENCIA DE UN PAÍS	32
3.5 CALIFICACIONES DE LA DEUDA SOBERANA	34
3.6 COMPARACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE UN PAÍS	36
3.6.1 Continuidad de las políticas macroeconómicas.....	37
3.6.2 Desaceleración de la región.....	37
3.6.3 Deuda pública	38
3.6.4 Déficit público	39
3.6.5 Déficit por cuenta corriente	39
3.6.6 Crecimiento económico	40
3.6.7 Flexibilidad monetaria.....	41
3.6.8 Tasa de inflación.....	41
3.6.9 Reservas internacionales, Argentina, Brasil y China	42
3.6.10 Dependencia energética	42
3.6.11 Factores que aumentarían la calificación.....	43
3.6.12 Factores que disminuirían la calificación	43
3.6.13 Calificación final y perspectivas.....	44
3.7 MARCO LEGAL.....	44
3.7.1 Estados Unidos.....	44
3.7.2 Canadá.....	44
3.7.3 Europa	45
3.7.4 España	45
4. RESULTADOS	47
4.1 DEFINICIÓN DE PRIMA DE RIESGO	47
4.2 LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS	50

4.3 EVOLUCIÓN DE AMBOS FACTORES	51
4.4. CALIFICACIÓN EN PORTUGAL E ITALIA.....	68
4.4.1 Italia	68
4.4.2 Portugal.....	70
4.4.3 Comparación entre España, Italia y Portugal	73
5. CONCLUSIONES	78
BIBLIOGRAFÍA	82
ANEXO: METODOLOGÍAS DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	86
S&P GLOBAL RATINGS	86
1. Evaluación institucional.....	91
2. Evaluación económica.....	91
3. Evaluación externa	92
4. Evaluación fiscal	94
5. Evaluación monetaria	95
MOODY'S INVESTORS SERVICE.....	96
1. Situación económica	100
2. Situación institucional.....	101
3. Situación fiscal.....	102
4. Susceptibilidad al riesgo.....	105
FITCH RATINGS.....	107
1. Situación macroeconómica, políticas y perspectivas.....	111
2. Características estructurales	112
3. Finanzas públicas	113
4. Finanzas externas.....	114
5. Diferencias entre la calificación de la deuda en moneda local y extranjera.....	116
DBRS RATINGS LIMITED	117
1. Gestión fiscal y políticas fiscales	120
2. Deuda y liquidez.....	121
3. Estructura y situación económica.....	122
4. Política monetaria y estabilidad financiera.....	123
5. Balanza de pagos.....	124
6. Ambiente político.....	125

INDICE DE TABLAS

TABLA 1: EVOLUCIÓN DEL PORCENTAJE DE DEUDA SOBRE EL PIB.....	22
TABLA 2: EVOLUCIÓN DEL BALANCE FISCAL SOBRE EL PIB.....	23
TABLA 3: CLASIFICACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	29
TABLA 4: GRADOS DE LAS CALIFICACIONES OTORGADAS POR LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	35
TABLA 5: CALIFICACIONES OTORGADAS POR LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN.....	36
TABLA 6: CALIFICACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN A MAYO DE 2016	44
TABLA 7: CALIFICACIONES DE S&P A ESPAÑA, ITALIA Y PORTUGAL	73
TABLA 8: CALIFICACIONES DE MOODY'S A ESPAÑA, ITALIA Y PORTUGAL.....	73
TABLA 9: CALIFICACIONES DE FITCH A ESPAÑA, ITALIA Y PORTUGAL.....	74
TABLA 10: CALIFICACIONES DE DBRS A ESPAÑA, ITALIA Y PORTUGAL	74
TABLA 11: EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE ESPAÑA, ITALIA Y PORTUGAL COMO PORCENTAJE DEL PIB	75
TABLA 12: CALIFICACIONES DE S&P A LARGO PLAZO EN GRADO DE INVERSIÓN	87
TABLA 13: CALIFICACIONES DE S&P A LARGO PLAZO EN GRADO ESPECULATIVO	88
TABLA 14: CALIFICACIONES DE S&P A CORTO PLAZO EN GRADO DE INVERSIÓN.....	89
TABLA 15: CALIFICACIONES DE S&P A CORTO PLAZO EN GRADO ESPECULATIVO.....	89
TABLA 16: CALIFICACIONES DE MOODY'S A LARGO PLAZO EN GRADO DE INVERSIÓN	97
TABLA 17: CALIFICACIONES DE MOODY'S A LARGO PLAZO EN GRADO ESPECULATIVO	98
TABLA 18: CALIFICACIONES DE MOODY'S A CORTO PLAZO EN GRADO DE INVERSIÓN	98
TABLA 19: CALIFICACIONES DE MOODY'S A CORTO PLAZO EN GRADO ESPECULATIVO	99
TABLA 20: DISTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA SITUACIÓN INSTITUCIONAL.....	102
TABLA 21: DISTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA SITUACIÓN FISCAL.....	104
TABLA 22: CALIFICACIONES DE FITCH A LARGO PLAZO EN GRADO DE INVERSIÓN	108
TABLA 23: CALIFICACIONES DE FITCH A LARGO PLAZO EN GRADO ESPECULATIVO	109
TABLA 24: CALIFICACIONES DE FITCH A CORTO PLAZO EN GRADO DE INVERSIÓN	110
TABLA 25: CALIFICACIONES DE FITCH A CORTO PLAZO EN GRADO ESPECULATIVO	110
TABLA 26: CALIFICACIONES DE DBRS A LARGO PLAZO EN GRADO DE INVERSIÓN	117
TABLA 27: CALIFICACIONES DE DBRS A LARGO PLAZO EN GRADO ESPECULATIVO	118
TABLA 28: CALIFICACIONES DE DBRS A CORTO PLAZO EN GRADO DE INVERSIÓN Y ESPECULATIVO.....	119

INDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LAS LETRAS DEL TESORO	13
GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LOS BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO	14
GRÁFICO 3: DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA EN CIRCULACIÓN	16
GRÁFICO 4: TENENCIAS DE LETRAS DEL TESORO	18
GRÁFICO 5: TENENCIAS DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO	19
GRÁFICO 6: TENENCIAS DE VALORES SEGREGADOS	20
GRÁFICO 7: DEUDA PÚBLICA ACUMULADA COMO PORCENTAJE DEL PIB	23
GRÁFICO 8: DÉFICIT PÚBLICO ANUAL COMO PORCENTAJE DEL PIB	23
GRÁFICO 9: EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO ESPAÑOLA DESDE 2008	49
GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DE LAS CALIFICACIONES DE LA DEUDA PÚBLICA	51

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Resumen

Las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel fundamental en los mercados de capitales, al mitigar uno de los fallos de mercado habituales en ellos: la presencia de asimetrías de información respecto al riesgo de crédito. El objetivo de este trabajo es analizar la influencia de las calificaciones otorgadas por las principales agencias e calificación en la deuda pública española, centrandó el interés en los motivos que han llevado a los principales cambios de calificación crediticia en la deuda pública española tras el comienzo de la crisis.

Existen diversas clasificaciones de las agencias de calificación, ya sea por el ámbito material como por el ámbito geográfico y tamaño de su actividad. Las principales agencias de calificación son S&P (anteriormente conocida como Standard&Poors), Moody's y Fitch, las cuales ocupan cerca del 90% de cuota de mercado. Estas tres agencias, junto a la canadiense DBRS, son las contratadas por España para calificar su deuda. Cada agencia de calificación utiliza factores y métodos diferentes para valorar la solvencia de un país pero, en mayor o menor grado, todas ellas estudian de forma general los factores económico, político, social e internacional, dejando siempre un margen para una valoración cualitativa. La calificación otorgada por cada agencia afecta a la prima de riesgo de cada país. Esta prima de riesgo se define como el sobreprecio exigido por los inversores por comprar la deuda de un país en comparación frente a la alemana, cuyo precio se utiliza como referencia debido a la consideración que tiene como la más segura.

Las calificaciones crediticias y la prima de riesgo se encuentran directamente relacionadas, de forma que cuando la calificación de la deuda de un país disminuye, la prima de riesgo aumenta. Al aumentar la prima de riesgo, el Estado necesita ofrecer mayores rentabilidades para atraer a los inversores, por lo que la carga de su deuda aumenta, lo que puede originar un nuevo descenso en la calificación crediticia. Empieza así un círculo vicioso de difícil salida. En el estudio del caso español queda patente este suceso. Con el fin de obtener una visión más global del comportamiento de la deuda pública española respecto a las calificaciones crediticias, se evalúa cómo se han visto afectados otros dos países europeos, como son Portugal e Italia. La comparación con ambos países se ve justificada por la similitud de las economías con la española.

1.2 Objeto

El objeto de este trabajo es estudiar la relación de la evolución del endeudamiento público con las calificaciones publicadas por las diferentes agencias de calificación crediticia, y cómo éstas pueden afectar a las próximas emisiones de deuda previstas por el país emisor, en nuestro caso España.

1.3 Objetivo

Con la realización del presente Trabajo de Fin de Grado se pretende alcanzar una serie de objetivos principales (OP), los cuales se complementan con una serie de objetivos secundarios (OS). A continuación se detallan ambas clases de objetivos:

OP1: Analizar la evolución de la deuda española

- OS1.1: Definir la deuda pública.
- OS1.2: Estudiar el marco legal en que se enmarca la deuda pública.
- OS1.3: Analizar la distribución de la deuda pública española.
- OS1.4: Obtener los datos de endeudamiento público desde 2008.
- OS1.5: Analizar los resultados obtenidos en dicho período.

OP2: Estudiar los diferentes tipos de emisiones del Tesoro

- OS2.1: Definir los diferentes tipos de deuda pública.
- OS2.2: Estudiar la evolución de los tipos de interés desde 2008.
- OS2.3: Analizar los resultados obtenidos en este período.

OP3: Evaluar los criterios de las agencias que más influyen en las calificaciones

- OS3.1: Definir qué son las agencias de calificación.
- OS3.2: Obtener las tipologías de agencias de calificación.
- OS3.3: Estudiar el marco legal en el que se enmarcan las agencias de calificación.
- OS3.4: Analizar los factores utilizados para otorgar la calificación mediante el método del caso.

OP4: Comparar las calificaciones con la valoración de la deuda

- OS4.1: Definir la prima de riesgo
- OS4.2: Exponer los tipos de calificaciones y su significado.
- OS4.3: Estudiar la importancia de las calificaciones.

- OS4.4: Analizar la evolución de las calificaciones y el nivel de endeudamiento público mediante el método del caso
- OS4.5: Comparar la situación de endeudamiento y calificaciones de España con países similares.

1.4 Metodología

Para la realización del presente trabajo se va a seguir la Normativa Marco de Trabajos de Fin de Grado y Fin de Máster por la Universitat Politècnica de València, aprobada en Consejo de Gobierno el 7 de marzo de 2013, al que se le ha asignado 9 créditos.

Los requisitos para desarrollar el presente trabajo son que el mismo sea original y de realización individual, en el que queden de manifiesto los conocimientos, competencias y habilidades adquiridas por el estudiante a lo largo de sus estudios. La temática del presente trabajo pretende facilitar el conocimiento acerca de la deuda pública en España y la influencia que la calificación otorgada por las agencias de calificación crediticia ha tenido sobre ella.

Para elaborar el trabajo, se ha seguido la siguiente metodología:

- Acceso a las bases de datos públicas (INE, Eurostat...).
- Consulta en repositorios especializados (Riunet, Dialnet...)
- Búsqueda en motores de búsqueda especializados (Google Scholar, Ideas Repec...).
- Consulta en las páginas web de las agencias de calificación.
- Consulta en las páginas web de diversos bancos (Banco Central Europeo, Banco de España...)
- Consulta en la página web del Tesoro Público.
- Consulta en páginas web especializadas: Datosmacro.

2. DEUDA PÚBLICA

2.1 Definición de deuda pública

El Saldo Presupuestario Público es la diferencia entre los ingresos y los gastos públicos. Si esta diferencia es negativa se dice que se produce déficit público, y por tanto, el Estado necesita financiación para poder hacer frente al total de gastos públicos.

El conjunto de deudas que mantiene un Estado frente a otros países o particulares es la deuda pública. Por lo tanto, siempre que exista déficit público se producirá un aumento de la deuda.

Por tanto, la deuda pública acumulada en un momento dado recoge tanto la diferencia de gastos e ingresos de ese período como la deuda acumulada emitida con anterioridad no amortizada. Habitualmente la deuda total se expresa tanto en términos totales como relativos al PIB, el cual expresa la capacidad recaudatoria del sector público de un país cada año. Debido a la diferencia de población y de PIB de los diferentes países, para la comparación de la carga de la deuda se utiliza la ratio deuda/PIB. (Blanco, 2008)

La deuda pública se emite mediante Letras del Tesoro, Bonos u Obligaciones. El organismo encargado es el Tesoro Público que es la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera es un órgano adscrito a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa del Ministerio de Economía y Competitividad (Tesoro público, 2016). Este organismo realiza la propuesta como de la ejecución de las medidas y directrices generales de la política económica del ejecutivo y, en especial, de las políticas de hacienda pública, de empresas públicas y de presupuestos y gastos.

2.2 Tipos deuda pública española

El Gobierno de España opera en la actualidad con tres tipos de valores representativos de deuda:

2.2.1 Letras del Tesoro

Las Letras del Tesoro son valores de renta fija a corto plazo, cuya representación se efectúa mediante anotación en cuenta. Fueron creadas en 1987, año en el que se puso en funcionamiento el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

Las Letras son emitidas mediante subasta. El importe mínimo de cada petición es de 1.000 euros y, en el caso de peticiones por importe superior, éste ha de ser múltiplo de 1.000 euros. Son títulos emitidos al descuento, por lo que se compran a un precio por debajo al valor nominal y obtienes 1.000 euros al vencimiento. La diferencia entre el precio de adquisición y el valor de reembolso es el interés generado por dicha Letra. En la actualidad se emiten Letras a 3, 6 y 12 meses.

La rentabilidad obtenida por las personas físicas que residan en España es considerada rendimiento de capital mobiliario, por lo que está sujeta a IRPF, no así a retención a cuenta. Cualquiera que sea su plazo, desde 2015, el rendimiento tributa al 20% hasta 6.000 euros, tipo impositivo que se ve aumentado al 22% si el rendimiento está entre 6.000 y 50.000 euros, y al 24% si el rendimiento es mayor de 50.000 euros.

Debido a su cortoplacismo, las variaciones de precio en el mercado secundario son habitualmente reducidas. Esto se debe, a su vez, a que suponen un riesgo menor para el inversor que pudiera necesitar recuperar el dinero invertido antes del vencimiento de la Letra. (Tesoro.es, 2016)

2.2.2 Bonos y Obligaciones del Estado

Los Bonos y Obligaciones del Estado son valores emitidos por el Tesoro cuya plazo es superior a dos años. Los Bonos y Obligaciones del Estado son idénticos en todas sus características excepto en el plazo, que en el caso de los Bonos va desde 2 a 5 años, y el de las Obligaciones es superior a 5 años. Poseen las siguientes características:

- Se emiten mediante subasta competitiva.
- Como las Letras del Tesoro, el valor nominal mínimo que se puede solicitar es 1.000 euros y, en el caso de peticiones de importe superior, éste ha de ser múltiplo de 1.000 euros.
- Las emisiones de ambos valores se llevan a cabo mediante tramos sucesivos con la finalidad de alcanzar un volumen en circulación elevado que asegure una alta liquidez de estos valores.
- El pago de intereses se produce periódicamente, mediante cupón, el cual se devenga cada año y representa el tipo de interés o rendimiento del Bono u Obligación.

En la actualidad se emiten Bonos a dos, tres y cinco años. Por su parte, se emiten Obligaciones a diez, quince y treinta años.

La fiscalidad aplicable es la misma que la de las Letras del Tesoro, con los mismos importes y los mismos tipos impositivos. (Tesoro Público, 2016)

2.2.3 Deuda en divisas

Desde principios de los años ochenta, España ha sido un participante activo de los mercados de capitales internacionales, lo que ha permitido la diversificación de la distribución del riesgo y las fuentes de financiación.

En la actualidad, la financiación en divisas juega un papel complementario a la financiación en euros. Uno de los objetivos prioritarios de este tipo de financiación, además de la posibilidad de obtención de ahorro en coste a través de diversas operaciones de arbitraje, es mantener el contacto con la base internaciones de inversores en Bonos españoles, parte de la cual no participa todavía en la deuda española en euros.

La deuda denominada en divisas tiene un peso de entre un 3% y un 4% respecto a la deuda total del país. A su vez, existe una deuda originalmente emitida en moneda extranjera, pero debido a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria denominada en euros, que compone el 6% del total de deuda. Se prevé que el importe vaya disminuyendo a medida que se amorticen las diferentes operaciones.

La composición por monedas de la deuda en divisas del Tesoro muestra una preeminencia de aquellos bonos denominados en yenes, seguidos a una cierta distancia por dólares, libras y francos suizos. Por instrumentos, destacan los eurobonos y las Notas a Medio Plazo (NMP). (Ministerio de Economía y Competitividad, Gobierno de España., 2016)

2.3 Evolución de los tipos de interés

Desde el punto de vista de la política monetaria de un Estado, un tipo de interés elevado incentiva el ahorro, mientras que un tipo de interés bajo incentiva el consumo, como se ha

comentado anteriormente. De ahí tanto la intervención estatal de los tipos como del BCE, a fin de fomentar el ahorro o la expansión, de acuerdo con los objetivos macroeconómicos de cada Estado.

Los tipos de interés reales quedan, pues, fijados por:

- El tipo de interés fijado por el banco central de cada país tanto para préstamos por parte del Estado a otros bancos como de los bancos entre sí. Este tipo va ligado a la política macroeconómica del país.
- La situación en los mercados internacionales de un país en concreto. Si los precios de las acciones están al alza, la demanda de dinero aumenta y, por tanto, el tipo de interés sube.
- La relación a la inversión similar que un banco habría llevado a cabo con el Estado si no hubiese prestado dinero a un privado. Por ejemplo, el Euribor está referenciado a los bonos del Tesoro a 10 años. (Rodríguez et al., 2000)

Un factor clave para explicar los movimientos en los tipos de interés es entender que estos movimientos responden a las expectativas del mercado sobre las políticas de tipos de interés y la situación económica en el futuro inmediato. Es decir, los movimientos anticipan la evolución del ciclo económico.

Cabe destacar que la implementación de políticas no es el único factor que explica los movimientos en los tipos de interés, sino que viene acompañado de otro factor importante: la confianza. Si la confianza de los inversores en un país es alta, es decir, se confía en que dicho país puede hacer frente a los pagos de sus deudas, la demanda de los diferentes títulos de deuda pública de dicho país subirá. Esto, unido a la estabilidad de la oferta de deuda pública, impulsa las rentabilidades, es decir, los tipos de interés, hacia abajo. Por el contrario, cuando la confianza en un país es baja, disminuirá la demanda, y ante la estabilidad de la oferta, los países deberán ofrecer una mayor rentabilidad para hacer más atractiva dicha deuda a los inversores.

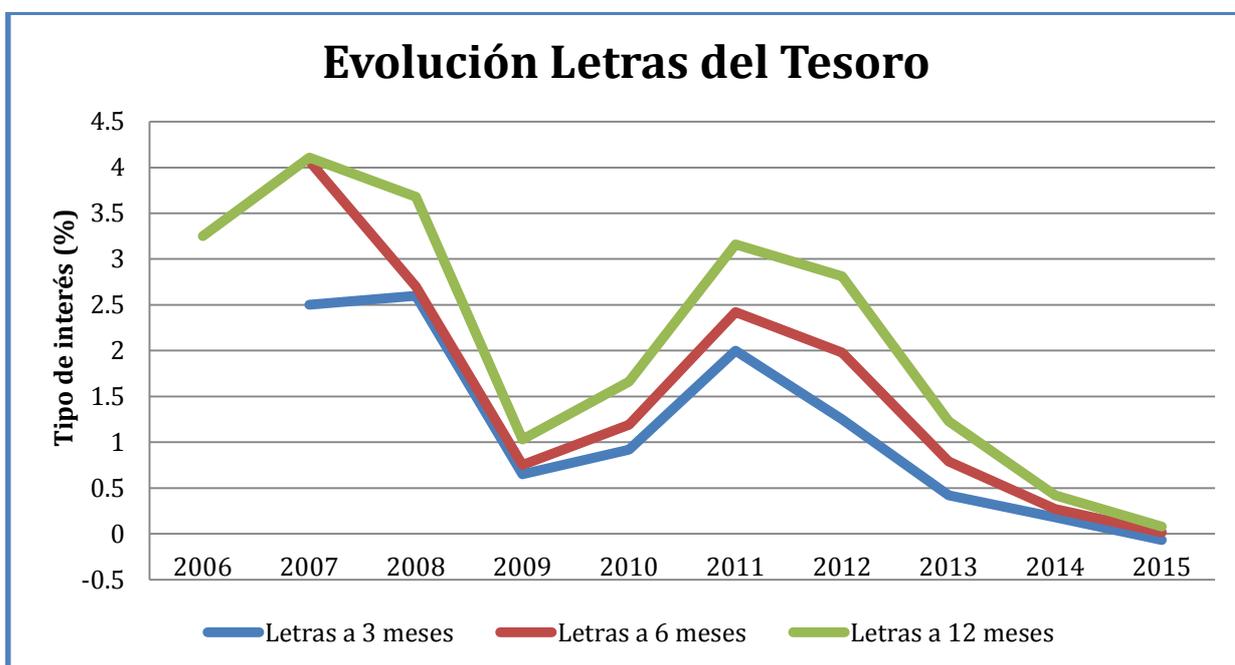
2.3.1 Curva de tipos de interés y ciclo económico

Dependiendo del estado en el que se encuentre la economía de un país, los tipos de interés se mueven en diversos sentidos:

- 1) Fase de expansión: en esta fase de la economía de un país, la actividad económica se recupera y comienzan a producirse tensiones en temas de inflación. Las rentabilidades a largo plazo aumentan debido al crecimiento económico, mientras que las rentabilidades a corto plazo crecen de una forma más acentuada que las del largo plazo debido a la previsión de las subidas de los tipos de intervención. Los bancos centrales adoptan medidas más restrictivas en un intento de adaptarlas a las condiciones económicas favorables.
- 2) Fase de estancamiento: en esta fase el crecimiento económico se ralentiza, lo que provoca la caída de los tipos de interés a largo plazo anticipando las bajadas de tipos. Las ventas caen, aunque la producción tiene un retraso en su ajuste, produciendo excesos de inventario. La inflación llega a su punto máximo, lo que impide que esto se refleje en las políticas monetarias de los distintos bancos centrales, manteniéndose los tipos de interés elevados en la deuda a corto plazo.
- 3) Fase de recesión: en esta fase del ciclo económico se produce una fuerte contracción del crecimiento económico, los indicadores macroeconómicos marcan mínimos y la confianza de consumidores y empresarios es muy baja. Suele ir acompañada de niveles de desempleo elevados y aumentos en las tasas de ahorro. El proceso inflacionista empieza a perder fuerza y se empieza a pensar en deflación. Sin embargo, esto no supone un problema para los bancos centrales, los cuales bajan los tipos de intervención con visos a frenar el deterioro económico. Los tipos de interés de la deuda a largo plazo empiezan a subir debido a las previsiones de crecimiento económico.
- 4) Fase de recuperación: en esta fase del ciclo económico las políticas económicas y monetarias se centran en recuperar la actividad económica, la cual por el momento es frágil, lo que se refleja en bajos tipos de interés de la deuda a corto plazo, debido a la decisión de no intervenir de los bancos centrales hasta que no se asegure la recuperación económica. Estas políticas se ven apoyadas por la baja inflación, y los indicadores macroeconómicos muestran ligeros síntomas de mejora. Sin embargo, el desempleo impide que el consumo se recupere. La deuda a largo plazo empieza a descontar el crecimiento económico, por lo que los tipos de interés se mantienen bajos. (Rankia.com, 2010)

2.3.2 Letras del Tesoro

Gráfico 1: Evolución de la rentabilidad de las Letras del Tesoro



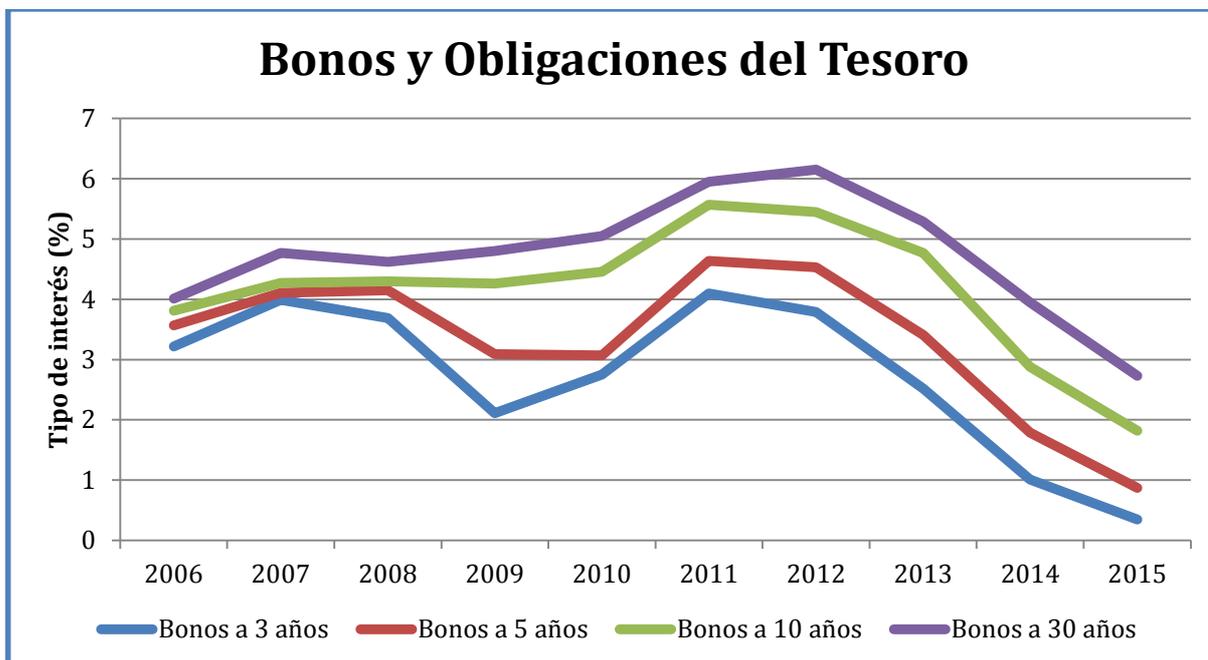
Fuente: elaboración propia con datos extraídos de Tesoro.es

Los tipos de interés de las Letras del Tesoro se ven afectados por las diferentes políticas de tipos del Banco Central Europeo. Una política económica expansiva tiene como resultado los tipos de interés a corto plazo bajos, lo que permite la estimulación de la actividad económica en épocas de recesión. Por otro lado, una política monetaria restrictiva tiene como resultado una subida de tipos de interés con el fin de controlar la inflación, y es característica de épocas de crecimiento o estancamiento económico.

Con la implementación de la expansión cuantitativa, el BCE lanza un mensaje de reducción de tipos, con el objetivo de que se produzca un incremento de la inflación, de modo que se estimule el crecimiento en la zona euro. En la actualidad los tipos de interés de las Letras del Tesoro a todos los plazos se encuentran en negativo, lo que significa que mediante esta herramienta el Estado se financia gratis. Es la primera vez que sucede esto en la historia de España.

2.3.3 Bonos y Obligaciones del Estado

Gráfico 2: Evolución de la rentabilidad de los Bonos y Obligaciones del Estado



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Tesoro.es

Los Bonos y Obligaciones del Estado implican un mayor riesgo que las Letras debido a que implican mantener una inversión durante un período más largo de tiempo. Por esta razón, como norma general, la rentabilidad de estos títulos de deuda es mayor que la rentabilidad de otros de menor plazo. Por tanto, si se espera crecimiento económico esto se verá reflejado en un aumento de los tipos de interés con la finalidad de contener la inflación que el crecimiento trae consigo.

Otro de los factores que afecta a los movimientos de tipos de interés es el volumen de emisiones de deuda. De forma similar a las Letras del Tesoro, cuando el volumen de deuda emitida es elevado, el Estado debe ofrecer mayores rentabilidades con la finalidad de atraer a un mayor número de inversores, por lo que, sin necesidad de crecimiento económico, los tipos de interés pueden desplazarse a la baja.

Los efectos de la expansión cuantitativa del Banco Central Europeo son los mismos que con las Letras del Tesoro: reducción de tipos con la finalidad de favorecer la inflación y el crecimiento económico de la zona euro.

2.4 Distribución de la deuda pública española

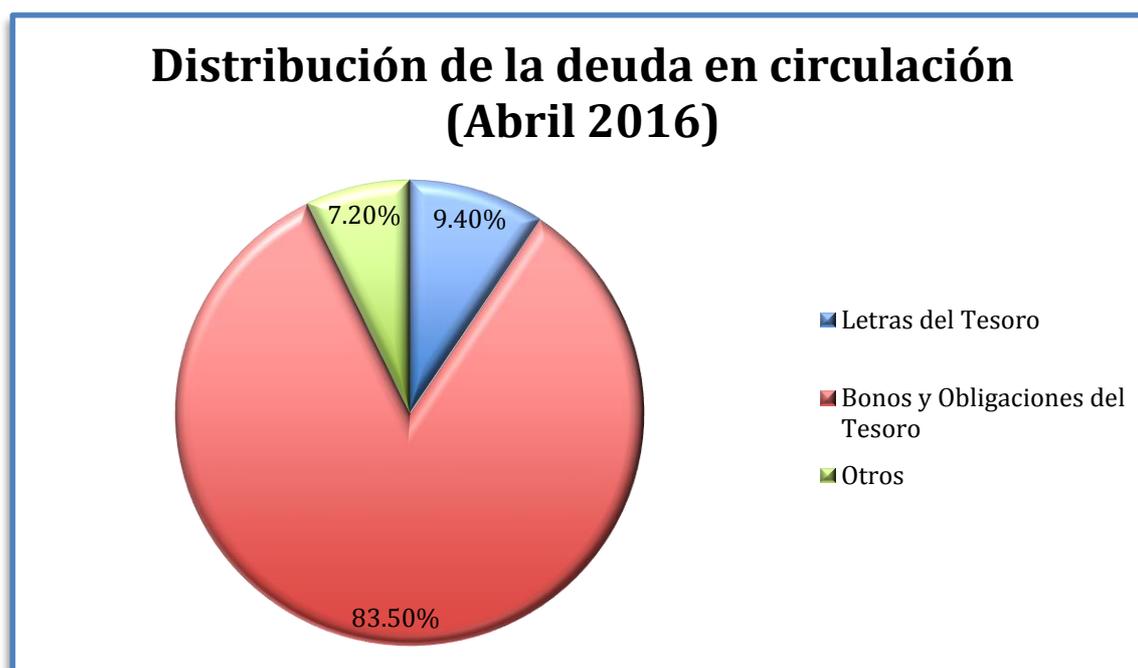
El Gobierno de España fija en los Presupuestos Generales que presenta cada año las necesidades de financiación previstas en función de la situación de superávit o déficit de sus cuentas. De acuerdo a los ingresos y gastos previstos en cada ejercicio, el Tesoro emite mayor o menor cantidad de deuda pública, en cada uno de sus horizontes temporales.

La estrategia en cuanto a la financiación del Tesoro desde el año 2006 se ha guiado por los siguientes dos objetivos: la satisfacción de los objetivos de emisión a largo plazo al menor coste posible y la provisión al mercado de activos libres de riesgo, líquidos y competitivos en todos los plazos de emisión.

El principal procedimiento de emisión por parte del Tesoro es la subasta. Las subastas se realizan por el procedimiento holandés modificado, es decir, se adjudica al precio medio de las pujas realizadas por encima de dicho precio medio y al precio pujado de las restantes pujas aceptadas. El Tesoro publica un calendario anual de subastas, y se le permite realizar anuncios de referencias adicionales en subasta cuando es necesario, con la finalidad de aumentar la flexibilidad de su sistema de financiación. (Tesoro.es)

En el siguiente gráfico se muestra la dimensión que ocupa cada uno de los tipos de deuda soberana, medidos en porcentaje sobre el total:

Gráfico 3: Distribución de la deuda en circulación



Fuente: elaboración propia con datos extraídos del Boletín de abril del Tesoro.es

Como se puede observar en el gráfico, el 83,5% del total de deuda soberana en circulación en 2015 está representada por Bonos y Obligaciones del Tesoro, cuyas características principales son:

- Valor nominal: 1.000 euros.
- Pago de intereses: cupón anual.
- Método de emisión: subasta.
- Petición mínima: 1.000 euros.
- Límite para presentar peticiones:
 1. Miembros del mercado: fecha de la subasta.
 2. No miembros del mercado: un día hábil antes de la subasta.
- Fecha de liquidación: tres días hábiles después de la subasta.
- Fecha de pago:
 1. Miembros del mercado: fecha de liquidación.
 2. No miembros del mercado: un día hábil antes de la liquidación.
- Fiscalidad:
 1. Residentes:
 - IRPF: Los intereses generados por los Bonos y Obligaciones del Estado en el ejercicio 2016 tributan al 19% hasta los 6.000 euros, al 21% el tramo de la base

liquidable entre 6.000 y 44.000 euros y al 23% el tramo que excede de 50.000 euros.

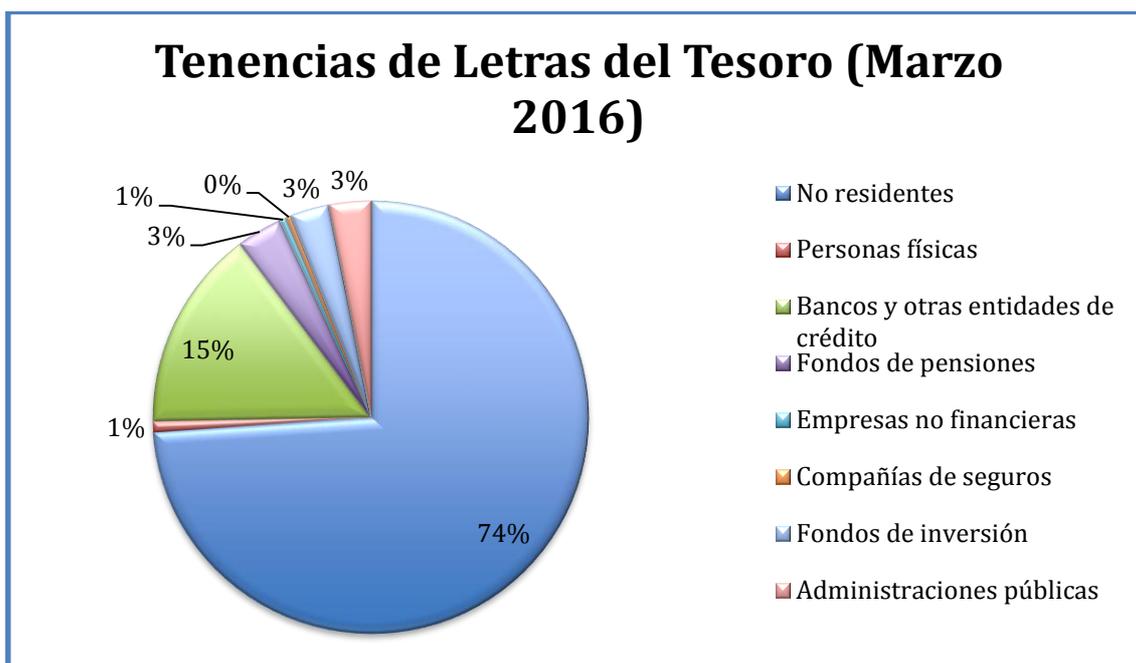
- Impuesto de sociedades: los rendimientos de todos los valores representativos de deuda del Tesoro tributan atendiendo a la contabilidad empresarial particular basada en el principio de devengo, y no están sujetas a retención salvo en los casos de “lavado de cupón”, a los que se aplica una retención del 21%.
2. No residentes: no están sometidos a tributación en España por los rendimientos derivados de la deuda pública española, obtenidos tanto por personas físicas como por entidades no residentes, siempre que éstas no operen a través de un establecimiento permanente en nuestro país. (Tesoro Público, 2015)

Las Letras del Tesoro están mucho menor representadas en el gráfico, formando únicamente el 9,4% de la deuda en circulación del país, y únicamente difiere en sus características con aquellas de los Bonos y Obligaciones en lo siguiente:

- Pago de intereses: al descuento.
- Fiscalidad de los residentes:
 - IRPF: En el ejercicio 2016, el rendimiento generado entre el importe de compra y el de venta o amortización, cualquiera que sea su plazo, tributa al 19% hasta los 6.000 euros, al 21% el tramo de la base liquidable entre 6.000 y 44.000 euros y al 23% el tramo que excede de 50.000 euros. (Tesoro Público, 2015)

En cuanto al tipo de tenedores de deuda soberana, en los siguientes gráficos se muestra cuál es la distribución de cada uno de los tipos de deuda entre los diferentes inversores.

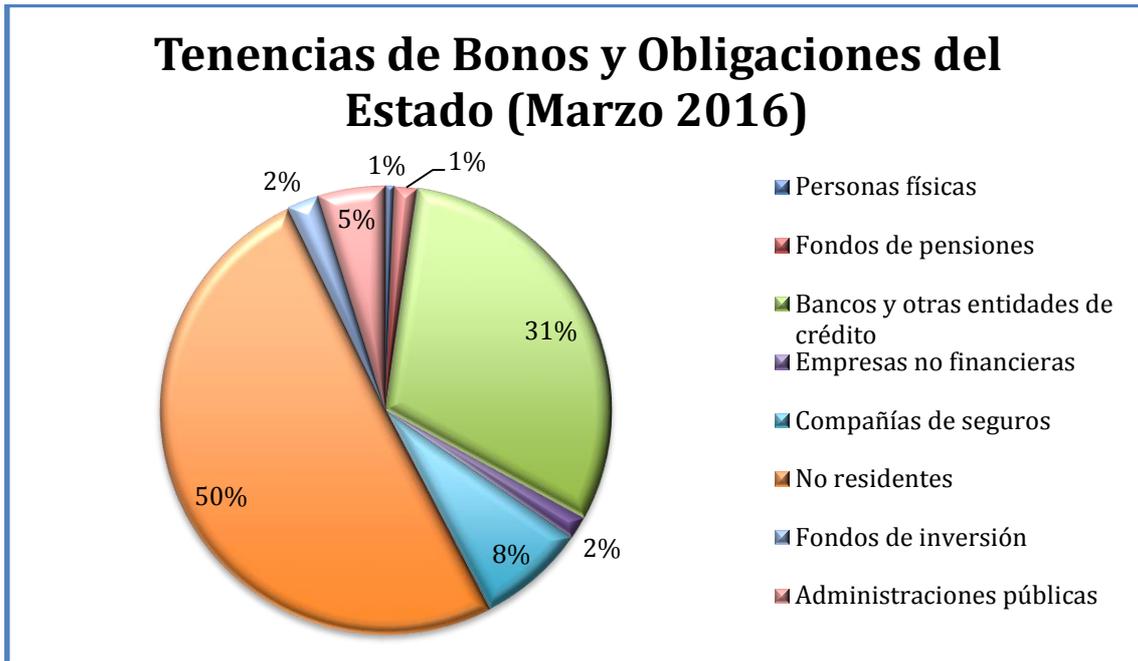
Gráfico 4: Tenencias de Letras del Tesoro



Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín de abril de 2016 del Tesoro.es

Las Letras del Tesoro están mayoritariamente en manos de no residentes y bancos y otras entidades de crédito. Entre los no residentes cabe destacar al Banco Central Europeo, que con su política de expansión cuantitativa se ha convertido en acreedor mayoritario del Estado español. Por el otro lado, las compañías de seguros y las empresas no financieras son los tenedores con menor porcentaje, teniendo una presencia casi testimonial.

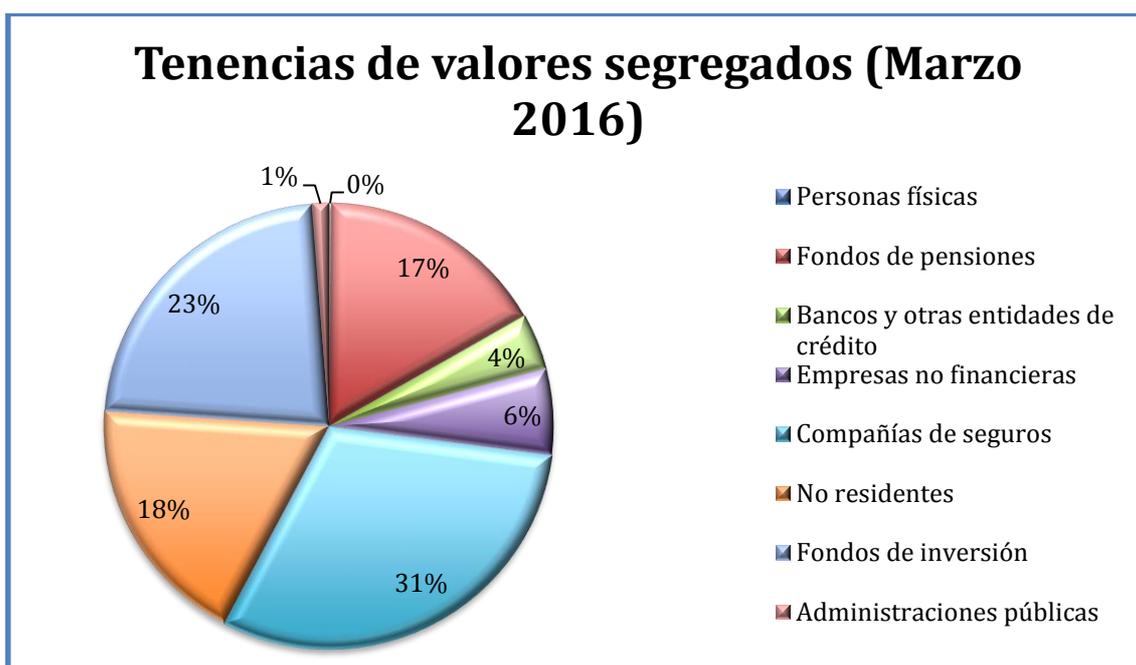
Gráfico 5: Tenencias de Bonos y Obligaciones del Estado



Fuente: elaboración propia con datos del Boletín de abril de 2016 del Tesoro.es

La distribución de la tenencia de Bonos y Obligaciones del Estado difiere sensiblemente de la de las Letras del Tesoro. Como se puede observar, los no residentes pierden peso, pasando del 73,18% de las Letras al 50,49% de los Bonos y Obligaciones. Esto afecta al resto de valores, en especial a los bancos y entidades de crédito, que doblan su tamaño del 14,91% al 30,71% impulsados por la presencia del Banco de España, ausente en las Letras del Tesoro; y a las compañías de seguros, que pasan de un 0,40% en Letras a un 7,75% en Bonos y Obligaciones. Los tenedores con menor peso en el total de Bonos y Obligaciones son las personas físicas, con un 0,63%, y los fondos de pensiones, con un 1,63%.

Gráfico 6: Tenencias de valores segregados



Fuente: elaboración propia con datos del Boletín de abril de 2016 del Tesoro.es

La distribución de la tenencia de valores segregados varía absolutamente con respecto tanto a las Letras del Tesoro como a los Bonos y Obligaciones del Estado. Los no residentes, acreedores mayoritarios en ambos plazos de deuda, poseen únicamente el 18% de los valores segregados. La mayor parte de estos valores están en manos de compañías de seguros y fondos de inversión, teniendo también un papel importante los fondos de pensiones. Por el otro lado, las personas físicas, con un 0,15%, y las Administraciones Públicas, con un 1,23%, tienen un papel prácticamente testimonial.

2.5 Evolución de la deuda pública española

La crisis financiera internacional acaecida en 2007 y provocada por las entidades financieras, dio paso a una caída de la demanda interna y a la introducción de fuertes restricciones de acceso al crédito, lo que produjo un aumento de la morosidad y la necesidad del rescate de dichas entidades bancarias. El rescate aumentó la deuda Pública, la cual se situaba en el 36% del PIB en 2007.

Hasta 2008, la tendencia de la deuda pública respecto al PIB era descendente, mientras que España presentaba superávit en sus cuentas. A partir de 2008, con el estallido de la crisis financiera a nivel mundial, se produce un cambio en la tendencia de ambos indicadores.

Comienza un ascenso del nivel de deuda y de la necesidad de financiación, la cual alcanza su máximo con un déficit del 11,2% del PIB. La caída acentuada de la actividad económica y del empleo, junto a las medidas tomadas por el Gobierno con el fin de paliar los efectos de la crisis sobre la renta disponible de las empresas y las familias, así como garantizar la estabilidad del sistema financiero español, provocó un fuerte incremento del déficit presupuestario y una necesidad de financiación más elevada, lo cual condujo a incrementar la emisión de deuda pública.

Desde 2011, con el Gobierno de Mariano Rajoy al frente del Partido Popular, la política económica implementada se ha basado en la reducción del gasto público, mediante reformas del sistema (los conocidos recortes) y un incremento de los ingresos públicos. Este mismo año se firmó la reforma del artículo 135 de la Constitución española, a través del que se introduce una regla fiscal que limita el déficit estructural español y limita, a su vez, la deuda pública al valor de referencia del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Dicho límite actúa como garantía de la sostenibilidad presupuestaria.

En marzo de 2012 se firmó el “Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza” de la Unión Económica y Monetaria, por el cual los países miembros se comprometen a mantener una cierta estabilidad en sus cuentas públicas, al acordar un objetivo de situación de equilibrio o con superávit, lo cual se considera acatado si cada país alcanza el déficit estructural establecido a medio plazo para cada caso. En dicho tratado se refuerza, a su vez, el compromiso de disciplina presupuestaria a través de la consideración del volumen de deuda pública emitida por cada país, se establecen mecanismos de corrección de los diversos desequilibrios y una mayor coordinación con la finalidad de garantizar una corrección duradera y efectiva de los desequilibrios. (Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, 2012)

Las políticas de austeridad implementadas tienen como objetivo, como se ha comentado, la disminución de los gastos del Estado, que deberían ir acompañados por un incremento de los ingresos. La reducción del gasto se ha producido, con recortes en Educación y Sanidad, entre otros, pero los ingresos no han crecido en la medida prevista por el Gobierno. Esto ha dado lugar a un déficit presupuestario mayor y, por lo tanto, a una mayor necesidad de financiación, desembocando en una subida del nivel de deuda pública en relación al PIB, situándolo en su máximo histórico en 2016, un 101,7% del PIB, por encima de la media europea, que se sitúa en 90,6% en diciembre de 2015. Como se puede observar, la necesidad de financiación ha seguido un ritmo creciente desde el estallido de la crisis financiera.

La deuda pública se situó a finales de 2015 en el 99,2% del PIB, por encima de la media europea, la cual se sitúa en el 92,9%. Por ello, las perspectivas de futuro invitan a la preocupación, puesto que éste nivel se encuentra muy por encima del 60% considerado como estable. Además, muchos economistas consideran que una deuda se considera impagable cuando supera el 100% del PIB. (Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, 2016)

En los primeros siete años de la crisis, la deuda pública prácticamente se triplicó en términos de PIB y únicamente en 2015 se ha logrado cierta estabilización a pesar de producirse un déficit presupuestario del 5,1%, por encima del objetivo del 4,2% marcado por Bruselas. La reducción de la deuda en 0,1% se ha logrado gracias al considerable crecimiento del PIB nominal, que se situó en el 3,8%, así como a la venta de activos por importe de un 1,5% del PIB. El objetivo de deuda se fijó en 101,7%. Por lo tanto, el objetivo se cumplió. (Cuenca, 2015)

Este aumento de deuda se ha visto especialmente incrementado en dos momentos. Primero en 2012, cuando el Partido Popular accedió al Gobierno, y segundo desde principios de 2014, cuando el Banco Central Europeo anunció la aplicación de la expansión cuantitativa a partir de 2015, la cual se explica en el siguiente apartado. Esta expansión cuantitativa ha sido determinante en que la inmensa mayoría de países europeos tengan una deuda superior al 60% establecido por la Ley de Estabilidad de 2012, dejando dudas acerca de la utilidad de dicha legislación.

En la siguiente tabla se observa cómo ha evolucionado la deuda pública española desde el año 2008. Este nivel de deuda aparece expresado como porcentaje del PIB

Tabla 1: Evolución del porcentaje de deuda sobre el PIB

Año	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
% Deuda sobre PIB	39,4	52,7	60,1	69,5	85,4	93,7	99,3	99,2

Fuente: elaboración propia con los datos de Eurostat

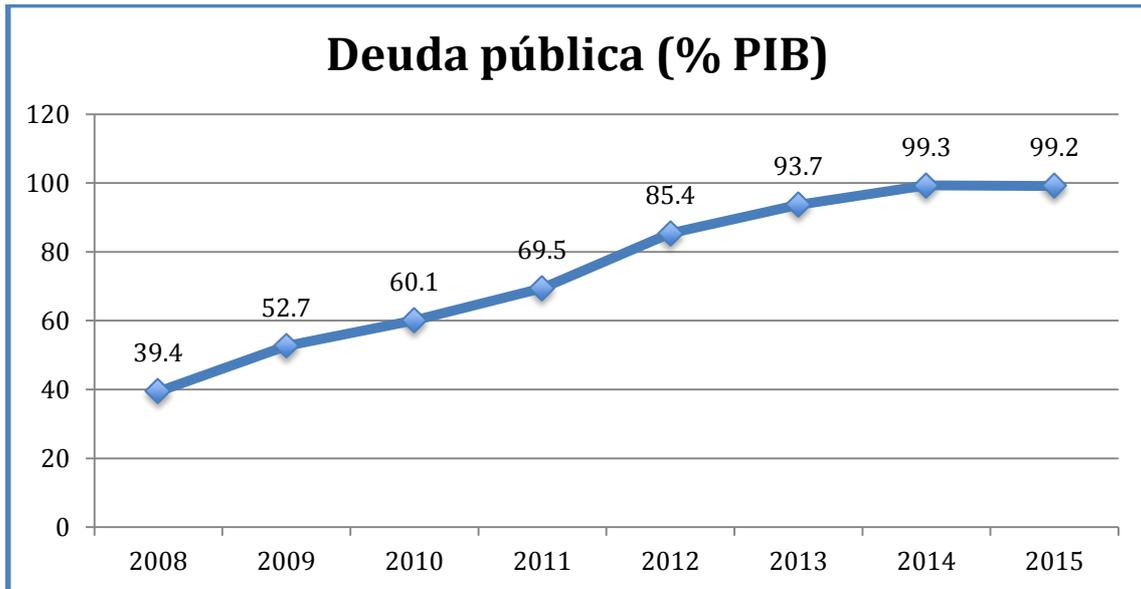
Además, se incluye un análisis del déficit o superávit que ha tenido el Gobierno español en este período, expresado también como porcentaje del PIB.

Tabla 2: Evolución del balance fiscal sobre el PIB

Año	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
% Déficit/Superávit sobre el PIB	-4.4	-11.0	-9.4	-9.6	-10.4	-6.9	-5.9	-5.1

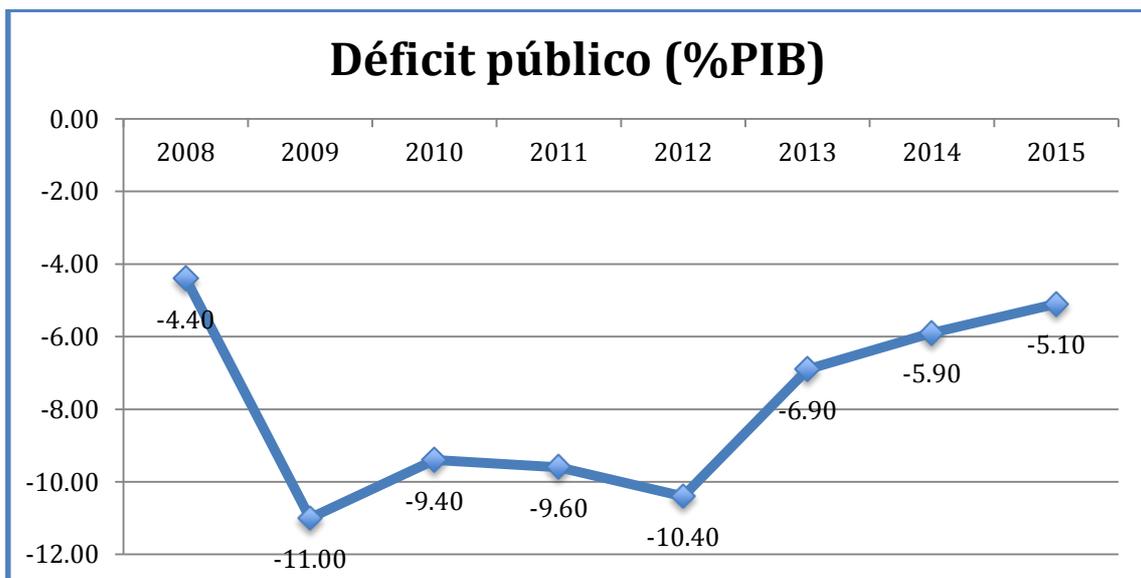
Fuente: elaboración propia con los datos de Eurostat

Gráfico 7: Deuda pública acumulada como porcentaje del PIB



Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 1

Gráfico 8: Déficit público anual como porcentaje del PIB



Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la Tabla 2

2.6 Políticas del Banco Central Europeo

El Banco Central Europeo puso en marcha en marzo de 2015, ante el estancamiento del crecimiento económico y la deflación reinante en Europa, la llamada expansión cuantitativa (del inglés Quantitative Easing). Esta expansión cuantitativa (QE por sus siglas en inglés) es una herramienta de política monetaria que consiste en aumentar la cantidad de dinero en circulación a través de la compra de activos en el mercado secundario, en concreto bonos y obligaciones con vencimientos de entre 2 y 30 años.

Mediante esta herramienta, el BCE pretende inyectar 1,14 billones de euros en 19 meses en la economía europea, de la que quedan excluidas la deuda griega y la deuda con intereses negativos mayores de -0,2%,. En ningún caso el BCE puede poseer más del 33% del total de bonos emitidos por un Gobierno.

De los 1,14 billones totales, 100.000 millones corresponderían a España, lo que equivale al 10% del total de la deuda española, aproximadamente. Es el Banco de España el que realiza las compras de los títulos de deuda pública con el dinero transferido por el BCE.

El objetivo del BCE con la implementación de la QE es lograr que los inversores pierdan interés en la deuda pública y destinen su dinero a inversiones más rentables en la economía productiva. Esto se debe a que la mayor parte de la deuda se encuentra en manos de los bancos, los cuales ante la inyección de liquidez tienden a invertirla en títulos de deuda a corto plazo mientras deciden en qué invertir el dinero. La QE implica que, ante la masiva compra de deuda pública, sus precios suben y la rentabilidad que ofrecen los diferentes títulos bajan. Ante esta bajada de rentabilidades, se pretende que los bancos dediquen sus fondos a otorgar créditos a los consumidores, produciéndose así una inyección de liquidez en el mercado, lo que favorecería el consumo y por tanto la economía del país. Esta inyección de liquidez también actúa sobre el valor de la moneda, depreciando el euro respecto a otras monedas y favoreciendo así las exportaciones europeas. Además, gracias al mayor consumo interno y externo, se combate el riesgo de deflación, ya que un principio básico de la economía es que un mayor líquido circulante implica una subida en los precios generales.

Como peculiaridad, por primera vez en la historia, la mayor parte de las hipotéticas ganancias o pérdidas que se puedan producir serán responsabilidad de cada banco central nacional, con cargo a su balance. (Mars, 2015)

Se pretende que la QE ofrezca más liquidez a los bancos, lo cual haga bajar el Euribor. Esto, junto a la caída del euro, debería favorecer el acceso al crédito y, a su vez, que éste sea más barato.

Como se ha comentado, la expansión cuantitativa es una medida poco convencional, la cual se utiliza cuando los tipos de interés están en mínimos y los bancos centrales tienen pocos recursos restantes para estimular la economía. Mediante la compra de activos en los mercados secundarios, el banco central aumenta su balance.

La poca convencionalidad de esta medida se refleja en las medidas que el BCE ha tomado con anterioridad:

- Bajada de los tipos de interés al mínimo histórico de 0.05%
- Compra de deuda privada.
- Dos operaciones de financiación bancaria, lo conocido como rescate, por un total de más de 200.000 millones de euros (Jiménez, 2015)

A partir de septiembre de 2016 se prevé que se produzca un *tapering*. El *tapering* es un proceso extenso consistente en la desaparición gradual de las medidas de política económica aplicadas a medida que los principales datos de las economías muestran mejorías, como aumentos de PIB, reducción en el número de desempleados o una inflación estable alrededor del 2%. La razón por la que se trata de un proceso extenso es para evitar distorsiones desorbitadas en los mercados financieros. (Montero, 2013)

2.7 Marco legal

2.7.1 Europa

El Tratado de Maastricht (1993) de la Unión Europea trajo consigo unas medidas para asegurar la estabilidad presupuestaria de los países que componen la Unión:

- La tasa de inflación de un país no puede ser mayor que un 1,5% respecto a la media de los tres países con menos inflación de la Unión, excluyendo aquellos que se encuentren en deflación.

- El déficit presupuestario de las administraciones públicas no puede superar el 3% del PIB del año anterior, aunque sería aceptable si dicho déficit ronda el 3% y hay perspectivas de mejora en el corto plazo.
- La deuda pública no puede representar más del 60% del PIB.
- El Estado debe participar en los mecanismos de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo de forma continuada durante los dos años previos a su adhesión a la Unión Europea, sin que existan conflictos graves.
- El tipo de interés nominal a largo plazo no debe ser superior al 2% a la media de los tres Estados con menor tasa de inflación de la Unión, exceptuando aquellos que se encuentran en deflación, durante el año anterior a la adhesión a ella. (Tratado de Maastricht, 1993)

Este Tratado fue desarrollado más profundamente en 2012 en el llamado Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, el cual reformuló las medidas, pasando éstas a ser las siguientes:

- El déficit estructural no debe superar el 0,5% del PIB en aquellos países cuya deuda sea mayor que el 60% del PIB, y el 1% si la deuda es menor al 60% del PIB.
- Los países con una deuda mayor al 60% del PIB deben rebajarla hasta estar dentro de este límite en un plazo de 20 años.
- Los Estados deben asegurar el ajuste automático de las fechas de vencimiento de su deuda cuando no sea capaz de alcanzar las metas fiscales.
- Estas medidas deberán ser incluidas en la Constitución de cada Estado miembro.
- El déficit público debe situarse siempre por debajo del 3% del PIB. Si esto no se produce, se podrán aplicar sanciones.
- Compromiso de mantener como mínimo dos cumbres al año entre los máximos dirigentes de los 17 países miembros. (Diario Oficial de la Unión Europea, 2012)

Un país puede recurrir al endeudamiento siempre que en un momento determinado necesite incurrir en más gastos que los que puede financiar mediante la recaudación de impuestos. Esto es propio de etapas expansivas de la economía. Si este gasto se destina a la implementación de infraestructuras que generen mayores niveles de renta en el futuro, el Estado será capaz de hacer frente a la amortización de esta deuda más sus intereses. Sin embargo, el Estado debe asegurar la sostenibilidad de su política fiscal, es decir, que no va a realizar ningún cambio brusco en ella en el futuro con la finalidad de hacer frente al servicio de la deuda. Esta

sostenibilidad se cumple si la deuda total de un país se mantiene dentro de un umbral, que en el caso de la Unión Europea es el 60% como se ha comentado anteriormente.

2.7.2 España

En España, la regulación de todo aquello referente a la emisión de deuda pública se lleva a cabo a través de la Ley General Presupuestaria o Ley 47/2003, la cual se refiere a la deuda pública en sus artículos 92 y siguientes. Esta legislación reemplaza al antiguo Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria, el cual fue aprobado mediante Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, y que delimitaba la deuda soberana en sus artículos 101 y siguientes.

Dicho Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria estimó que era una necesidad de carácter ineludible el realizar un reconocimiento normativo del crédito público circulante más allá de lo que se podría denominar estrictamente como deuda pública, quedando sometidas a regulación cuestiones como el deslinde de competencias orgánicas presentes para su contratación, y exigiendo el ingreso de los fondos obtenidos al efecto en el Tesoro Público.

Volviendo a la Ley General Presupuestaria, el régimen jurídico de la Deuda Pública aparece regulado en sus artículos 103 a 105. En el artículo 103 se contiene el Régimen de los Valores representativos de la Deuda Soberana y, tal como se dispone en él:

1. La Deuda Pública podrá estar representada en anotaciones en cuenta, títulos-valores o cualquier otro documento que formalmente la reconozca.
2. A los valores representativos de la Deuda del Estado les será de aplicación el régimen establecido por el ordenamiento jurídico general según la modalidad y las características de la misma.
3. A los títulos al portador de la Deuda del Estado que hayan sido robados, hurtados o sufrido extravío o destrucción les será aplicable el procedimiento establecido administrativamente o, en su defecto, el establecido por la legislación mercantil.
4. El Ministerio de Economía determinará el procedimiento a seguir cuando se trate de títulos nominativos o al portador extraviado después de su presentación en las respectivas oficinas públicas, o que hayan sido objeto de destrucción parcial que no impida su identificación.

5. El titular de valores representativos de la Deuda del Estado tendrá la consideración de acreedor del Estado aún cuando hubiera pactado con el vendedor, incluso simultáneamente a la compra de los valores, su futura venta.

Los artículos 104 y 105 de ésta Ley hacen referencia tanto al Régimen de transmisión de la Deuda Pública como a su Prescripción, respectivamente. (Calvo, 2005)

3. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

3.1 Definición de agencias de calificación

Según la definición que otorga el Código de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV, 2003), “una agencia de calificación crediticia es una entidad cuya actividad consiste en la emisión de calificaciones con vistas a una evaluación del riesgo crediticio de los emisores de valores representativos de deuda o de dichos valores”.

En cuanto a los Estados Unidos, la sección 3 de la Ley de Reforma de las Agencias de Calificación Crediticia de 2006 define a éstas como “cualquier persona que se dedique al negocio de emitir calificaciones crediticias por internet o mediante otra red accesible, de forma gratuita o a cambio de una remuneración razonable, pero sin incluir una compañía de información de crédito comercial; que emplee un modelo cuantitativo o cualitativo, o ambos, para determinar las calificaciones crediticias, y que reciba remuneración de emisores, inversores u otros partícipes del mercado o una combinación de los anteriores”.

En Europa, la definición de las agencias de calificación crediticia viene recogida en el artículo 3 del Reglamento 1060/2009 (Parlamento y Consejo Europeo, 2009), el cuál las define como “una persona jurídica cuya ocupación incluya la emisión de calificaciones crediticias con carácter profesional”. El mismo artículo recoge a su vez la definición de la calificación crediticia, la cual es “un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero, o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación”.

3.2 Tipos de agencias de calificación

Las agencias de calificación pueden clasificarse según el ámbito material de su actividad o el ámbito geográfico de su actividad y tamaño:

- a) Clasificación según el ámbito material de su actividad: agencias unifuncionales o plurifuncionales.

Se distingue entre las agencias cuya dedicación es exclusiva a la calificación crediticia y aquellas que ofrecen servicios complementarios a ésta. Asimismo, hay agencias dedicadas a la actividad genérica de calificación de crédito y otras especializadas en calificar los riesgos específicos de determinadas industrias o regiones.

- b) Clasificación según el ámbito geográfico de su actividad y su tamaño: agencias globales y locales.

Se hace distinción entre las agencias globales, la actuación de las cuales se realiza internacionalmente con publicaciones habitualmente gratuitas de sus calificaciones; y las pequeñas agencias locales cuya actuación suele producirse a tamaño regional y sobre la base de suscripción remunerada a las calificaciones que emite. Las agencias globales suelen operar a través de agencias locales, las cuales pueden ser bien sociedades filiales, bien sociedades autónomas afiliadas a las primeras (Tapia, 2010)

Tabla 3: Clasificación de las agencias de calificación

Clasificación según	Tipos	
Ámbito material de su actividad	Unifuncionales	
	Plurifuncionales	
Ámbito geográfico de actuación y tamaño	Globales	Agencias locales que son sociedades filiales
		Agencias locales que son sociedades autónomas afiliadas a las globales
	Locales	

Fuente: elaboración propia con los datos del apartado Tipos de agencias de calificación

3.3 Principales agencias de calificación

El origen de las agencias de calificación se produce con la financiación de los ferrocarriles norteamericanos, en los primeros años del siglo XX. Con la finalidad de financiar dichos ferrocarriles, las empresas recurrieron a la emisión de deuda.

De 1909 a 1970 los principales ingresos de las agencias de calificación provenían de los informes vendidos a los suscriptores de sus estudios, los cuáles pagaban para conocer la solvencia de una determinada deuda. Sin embargo, a partir de la década de 1970 el modelo de negocio cambió, pasando las empresas emisoras a ser las que pagaran por los servicios de calificación de su deuda. En la práctica, los países grandes como Alemania o Estados Unidos no pagan por recibir un informe de la calificación de su deuda, pero los países en vías de desarrollo como Chile o Argentina sí lo hacen, siendo las tarifas de entre 50.000 y 200.000 euros por informe. (Olier, 2011).

En la actualidad existen más de 74 agencias de calificación. A pesar del elevado número de agencias que operan en todo el mundo, existe un oligopolio, ya que aproximadamente el 94% del mercado está controlado por Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings, abarcando los dos primeros alrededor del 40% cada uno y Fitch Ratings el restante 14%. La cuarta agencia de calificación más grande es DBRS, a la cual algunos llaman "la agencia buena", debido a que su cuota de mercado de alrededor del 1,5% no le permite encontrarse en el oligopolio que mantienen las tres anteriormente mencionadas. La organización de estas cuatro agencias, el enfoque de análisis y las escalas que utilizan son parecidas, no así las tarifas que cada una cobra por sus servicios, siendo menores las de DBRS.

Standard & Poor's

La historia de Standard & Poor's (en adelante S&P) se remonta a 1860, cuando Henry Barnum Poor publicó *History of Railroads and Canals of the United States*. A Poor le preocupaba la falta de información de calidad disponible para los diversos inversionistas, por lo que inició una campaña para dar a conocer los detalles sobre operaciones de las empresas. S&P publica calificaciones crediticias desde 1916 de forma periódica, ofreciendo análisis independientes de riesgo crediticio a inversionistas y participantes de mercado de todo el mundo. Desde 1966, forma parte de la empresa estadounidense McGraw-Hill, y lleva proporcionando información sobre el mercado financiero durante más de 150 años. (Investopedia)

Además de S&P Rating Services, la compañía tiene dos divisiones más: S&P Dow Jones, el índice del mercado bursátil de Estados Unidos, y S&P Capital IQ, una división encargada de proporcionar investigaciones, datos y análisis a diversos inversores y asesores institucionales. El 26 de abril de 2016 Standard & Poor's Rating Services cambió su nombre a S&P Global Ratings.

Actualmente tiene oficinas repartidas en 26 países, entre los que se encuentra España, y emite calificaciones de títulos de deuda en más de 100 países. (Standardandpoors.com, 2016)

Moody's Investors Service

Moody's Investors Service forma parte de Moody's Corporation junto a Moody's Analytics. Moody's Corporation fue fundado en 1909 con la intención de producir manuales de estadística relacionados con los bonos y su calificación, siendo su fundador, John Moody, el pionero en calificar la calidad de un bono o, al menos, de publicarlo ampliamente en un formato accesible. (Investopedia)

En sus inicios conocida como Moody's Analyses Publishing Company, basada en la calificación de bonos de empresas ferroviarias, la compañía expandió sus calificaciones a firmas industriales y materias primas, así como bienes públicos, con la publicación de *Moody's Manual*, las cuales se presentaban en un formato de letras. Un año después de la publicación de su manual, la empresa pasó a llamarse Moody's Investors Service.

En la actualidad Moody's tiene presencia en 36 países, entre los que se encuentra España, calificando la deuda de más de 120 países, de 11.000 empresas, de 21.000 empresas públicas y de 72.000 productos estructurados, con unos beneficios anuales de 3.500 millones y más de 10.800 personas empleadas. (Moody's.com, 2016)

Fitch Ratings

Fitch Ratings es una agencia internacional de calificación crediticia con doble sede, una en Nueva York y otra en Londres. Fundada por John Knowles Fitch en 1913 en Nueva York como Fitch Publishing Company, se combinó con IBCA Limited, cuya sede se encontraba en Londres, en 1997. Fitch también adquirió a sus competidores Thomson BankWatch y Duff & Phelps

Credit Ratings Co. A partir de 2004 Fitch empezó a desarrollar operativas subsidiarias especializadas en la gestión del riesgo empresarial, los servicios de información y el entrenamiento de la industria financiera con la adquisición de Algorithmics, una empresa canadiense, y la creación de Fitch Solutions y Fitch Training. La empresa es propiedad en su mayoría de Filmalac, una sociedad holding francesa.

Fitch fue el precursor de la utilización de letras como método de representación de la calificación, hecho que fue seguido por el resto de agencias de calificación. Posee oficinas en más de 30 países, otorgando calificaciones a la deuda de 118 países. (Fitchratings.com, 2016)

DBRS Ratings Limited

Inicialmente conocida como Dominion Bond Rating Service, DBRS es una agencia de calificación crediticia fundada en 1976 por Walter Schroeder. que posteriormente vendería la empresa a un consorcio liderado por The Carlyle Group y Warburg Pincus, una firma de capital privado, en 2015. Con sede en Toronto, DBRS comprende tres empresas afiliadas: DBRS Limited, DBRS Inc. y DBRS Ratings Limited, en la cual se centrará este trabajo.

DBRS es actualmente la cuarta agencia de calificación más grande del mundo, con más de 300 empleados divididos en 4 oficinas entre Canadá, Estados Unidos y Reino Unido, y emite calificaciones de más de 2500 emisores, entre los que se encuentran 36 Estados soberanos. (DBRS.com, 2016)

3.4 Estudio de riesgo de solvencia de un país

El riesgo soberano podría compararse con el riesgo crediticio, ya que corresponde a un indicador que el mercado o una institución financiera le atribuye a determinado deudor, y cuyo objetivo es medir la probabilidad de que el emisor sea responsable con las obligaciones contraídas (Cantor y Packer, 1996).

En primer lugar la determinación de este riesgo se basa en la evaluación del marco constitucional y legal de un país, con el objetivo de determinar sus fuentes de ingresos, solvencia económica, capacidad de contratación y mecanismos de información y control para las emisiones en estudio. Una vez ha sido establecido el contexto en el que opera el país, se

analizan los aspectos financieros y otros elementos de juicio vinculados al comportamiento previsible del deudor.

La medición de dicho riesgo se efectúa mediante la construcción de indicadores tanto de tipo cuantitativo como de tipo cualitativo, los cuales involucran diferentes áreas sociales y económicas de un país. En cuanto a los indicadores cualitativos, para su estudio se utilizan informes realizados por las autoridades respecto a la calidad de la gestión pública y la opinión de analistas sobre aspectos más subjetivos como debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades del país analizado. Para estudiar los indicadores cuantitativos se utiliza la información disponible del presupuesto nacional, las cuentas públicas y los datos estadísticos de las principales variables macroeconómicas (Rojas, 2008).

Otro de los elementos importantes en la medición del riesgo es observar la estabilidad de la calificación de la deuda de un país y la tendencia de las calificaciones cuando se producen variaciones, debido a que la evaluación que realizan las principales agencias de calificación tiene su fundamento en las condiciones macroeconómicas de los diferentes países, por lo que existe la posibilidad de que cambie la calificación y con ello la posibilidad de que cambien a su vez los rendimientos de los bonos, en función de la variación de los precios (Kaminsky y Schmukler, 2001).

En términos generales, las agencias de calificación de riesgo soberano analizan, entre otros, los siguientes factores para emitir su valoración sobre una deuda particular:

a) Factor económico:

Se analiza la capacidad de pago de las obligaciones financieras de un país y parte del análisis de variables que miden el crecimiento económico, como el PIB, la devaluación, la inflación o el déficit fiscal y comercial, entre otros.

b) Factor político:

El estudio de este factor es puramente cualitativo e involucra consideraciones sociales y políticas. Este factor incorpora a su vez el análisis de la falta de consenso político y de compromisos con el fin de efectuar reformas estructurales con vistas a la recuperación económica de un país.

c) Factor social:

Este factor trata de medir los conflictos que se desarrollan en la sociedad, los niveles de pobreza, los problemas sociales, el respeto a las leyes y la idiosincrasia de la población en general.

d) Factor internacional:

Este factor considera las leyes y condiciones internacionales que influyen en cada Estado soberano: las alianzas políticas, las alianzas comerciales, sus principales socios y las relaciones con países vecinos, entre otros (Rojas, 2008).

3.5 Calificaciones de la deuda soberana

Las agencias de calificación emiten sus valoraciones tanto de la deuda de un país a largo plazo como a corto plazo. Las calificaciones de corto plazo se asignan generalmente a obligaciones consideradas de corto plazo en el mercado correspondiente. En el caso de Europa, este plazo es de 365 días o menos. Las notas y títulos cuyo vencimiento es mayor a un año obtienen calificación como deuda a largo plazo.

Las cuatro agencias calificadoras utilizan para otorgar sus calificaciones indicadores muy similares. Los criterios para su medición se establecen según el plazo (largo y corto plazo) y el grado de inversión (inversión o especulación).

Tabla 4: Grados de las calificaciones otorgadas por las agencias de calificación

Grado	S&P		Moody's		Fitch		DBRS	
	Largo plazo	Corto plazo						
Inversión	AAA	A-1+	Aaa	P-1	AAA	F1+	AAA	R-1 Alto
	AA+		Aa1		AA+		AA+	R-1
	AA		Aa2		AA		AA	
	AA-		Aa3		AA-		AA-	
	A+	A-1	A1	P-2	A+	F1	A+	R-1 Bajo
	A		A2		A		A	
	A-	A-2	A3	P-2	A-	F2	A-	R-2 Alto
	BBB+		Baa1		BBB+		BBB+	R-2
	BBB	A-3	Baa2	P-3	BBB	F3	BBB	R-2 Bajo
	BBB-		Baa3		BBB-		BBB-	R-3
Especulativo	BB+	B	Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	R-4
	BB		Ba2		BB		BB	
	BB-		Ba3		BB-		BB-	
	B+		B1		B+		B+	
	B		B2		B		B	
	B-		B3		B-		B-	
	CCC+	C	Caa1	Not prime	CCC	C	CCC	R-5
	CCC		Caa2				CC	
	CCC-		Caa3				C	
	CC		Ca					
	C	C	DDD	/	D	D		
	D	/	C				DD	
			/				D	

Fuente: elaboración propia con datos de las páginas web de las diferentes agencias calificadoras.

En la siguiente tabla se muestra el significado de cada una de las calificaciones que las agencias otorgan a los diferentes instrumentos financieros que se pueden negociar en el mercado.

Tabla 5: Calificaciones otorgadas por las agencias de calificación

La más alta calificación crediticia	
AAA Aaa	Esta calificación representa la más alta calidad de crédito. La capacidad de pago de las obligaciones financieras por parte del emisor es extraordinariamente alta y es poco probable que se vea afectada por eventos futuros
Calidad crediticia muy alta	
AA+, AA y AA- Aa1, Aa2 y Aa3	Esta calificación representa una expectativa muy baja de riesgo de impago por parte del emisor. Indica una capacidad muy alta de pago de las obligaciones financieras, la cual no es significativamente vulnerable a eventos predecibles
Calidad de crédito elevada	
A+, A y A- A1, A2 y A3	El emisor tiene una alta capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras, pero es más susceptible a los efectos adversos de los diferentes cambios en las circunstancias y condiciones económicas que los emisores con calificaciones más altas
Buena calidad de crédito	
BBB+, BBB y BBB- Baa1, Baa2 y Baa3	Las obligaciones con esta calificación son consideradas de una calidad media y están sujetas a un riesgo de crédito moderado, por lo que pueden poseer ciertas características de obligaciones con grado especulativo
Grado especulativo	
BB+, BB y BB- Ba1, Ba2 y Ba3	Esta calificación representa una vulnerabilidad elevada al riesgo de impago de las obligaciones financieras, en especial si se producen cambios negativos en las condiciones económicas. Sin embargo, la flexibilidad financiera puede ayudar al emisor a cumplir con sus obligaciones financieras.
Grado altamente especulativo	
B+, B y B- B1, B2 y B3	Esta calificación indica que existe un riesgo de crédito significativo en la actualidad. Sin embargo, los compromisos están siendo bien afrontados y se permite aún un margen de seguridad. Los emisores poseen capacidad de pago tanto del capital como de los intereses en los términos captados, pero son más vulnerables ante cambios en las condiciones económicas que aquellos con categoría superior. La capacidad de pago está determinada por la situación económica actual.
Riesgo de incumplimiento en la actualidad	
CCC+, CCC, CCC- CC y C Caa1, Caa2, Caa3, Ca y C	Esta calificación implica un grado altamente especulativo, el cual implica una alta probabilidad de impago de las obligaciones financieras. Existe riesgo de incumplimiento de pago por parte del emisor tanto del capital como de los intereses generados en los términos y condiciones pactados, aunque contiene algunas cláusulas proteccionistas para los inversores
Incumplimiento	
DDD, DD y D C	Una obligación con una calificación "D" se encuentra actualmente en incumplimiento de una promesa imputada, es decir, los pagos sobre ella no se realizan en la fecha que vencen. Esta calificación también se otorga después de que el emisor solicite el estado de bancarrota o realice una acción similar y cuando el incumplimiento de una obligación es una certeza virtual

Fuente: elaboración propia con los datos de las páginas web de las diferentes agencias calificadoras.

3.6 Comparación de la calificación de un país

En este apartado se analizarán las diferencias y similitudes que se han producido entre las cuatro agencias de calificación en la valoración de la solvencia de un emisor, en este caso

Uruguay. El estudio del caso uruguayo se justifica por la cercanía en el tiempo de las actualizaciones de su calificación por parte de las cuatro agencias. El estudio se basará en los informes emitidos por las cuatro agencias actualizando la calificación del país en 2015, puesto que los informes de 2016 no han sido publicados todavía por todas ellas. La comparación se divide en 12 puntos de estudio:

3.6.1 Continuidad de las políticas macroeconómicas

Las tres agencias de calificación principales (S&P, Moody's y Fitch) confían en que el nuevo Gobierno presidido por Tabaré Vázquez dará continuidad a las políticas macroeconómicas introducidas en el país, que ya se ha manifestado en este sentido. Moody's valora el compromiso del Gobierno en mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas y la probabilidad de que éste lleve a cabo una consolidación fiscal que establezca los ratios de deuda en un entorno de desaceleración económica como el que sufre actualmente América Latina. Fitch, por su parte, va más allá, valorando el proceso de readecuación fiscal que se prevé lleve a cabo el nuevo Gobierno. Este proceso se caracteriza por el fortalecimiento de los balances de las empresas públicas y sus contribuciones sociales, sin la necesidad de aumentar impuestos. Fitch considera que esta readecuación fiscal se puede encontrar con varios problemas, como las amenazas de menor crecimiento debido a la desaceleración de la región, un perfil de gastos rígido, marcado principalmente por salarios y pensiones, el gasto social ya comprometido y la posible resistencia que se podría producir dentro de la coalición de Gobierno, así como de los sindicatos, a los esfuerzos requeridos percibidos como amenazas al empleo y la protección social. S&P simplemente valora la voluntad de continuidad de las políticas macroeconómicas manifestadas por el Gobierno, sin entrar en mayor profundidad en ello, mientras que DBRS no hace mención a ello en su calificación.

3.6.2 Desaceleración de la región

América Latina se encuentra en una situación de desaceleración de la economía, con sus dos principales potencias, Brasil y Argentina, en recesión económica. Las cuatro agencias de calificación coinciden en que Uruguay ha conseguido sortear dicha desaceleración, aunque difieren ligeramente en sus diagnósticos. S&P opina que el evitar la desaceleración de la región ha sido posible gracias a la diversificación de la economía uruguaya. El dato sobre el que Moody's se apoya para otorgar su opinión es que dicha desaceleración económica no ha

supuesto grandes desequilibrios macroeconómicos que puedan afectar negativamente a la calificación de Uruguay. Fitch, en su caso, va más allá, concluyendo que los factores en los que el país se ha apoyado para superar la desaceleración de las economías de sus vecinos son la fortaleza de sus amortiguadores externos y los bajos riesgos financieros, así como los altos ingresos provenientes principalmente de exportaciones y elevados indicadores de desarrollo humano. DBRS, además de considerar que la diversificación de la economía ha sido clave para Uruguay y la importancia de los amortiguadores externos, añade que Uruguay permanece expuesto a shocks regionales y globales a través de las tasas de intercambio, los canales financieros y el turismo, lo que podría llegar a afectar negativamente a la calificación del país. Además, para DBRS, al ser Uruguay un país dependiente de los commodities, está también sujeto a cambios en precios internacionales y demanda, así como la volatilidad de los flujos de capitales.

3.6.3 Deuda pública

Uruguay ha venido realizando un manejo prudente de la deuda, y esto se ve reflejado en las opiniones de las diferentes agencias de calificación. S&P considera que esta gestión de la deuda ha disminuido el riesgo de un aumento en los tipos de cambio o tasas de interés, valorando las operaciones que ha realizado el gobierno con la finalidad de desdolarizar la deuda a la vez que se acumulan reservas que protejan al país ante shocks externos. S&P tiene en cuenta también el perfil bajo de amortización externa de la deuda, que equivale al 2% del PIB, la cual está cubierta 2,7 veces por los activos líquidos. A su vez, valora positivamente la emisión de bonos con vencimiento a 35 años ya que, a pesar de que se aumentó la deuda en moneda extranjera, el vencimiento promedio de la deuda aumentó a 15.5 años. Moody's también valora los activos líquidos existentes para el pago de amortizaciones de deuda a corto plazo, aunque va más allá dándole también cierta importancia a la presencia de reservas oficiales por el 30% del PIB. Además, valora positivamente la previsión de que la deuda se estabilice alrededor del 40% del PIB, fruto de una consolidación fiscal lenta pero constante. Fitch tiene en cuenta, al igual que las dos anteriores agencias, el nivel de reservas que posee el país, indicando que el índice de liquidez internacional, según sus cálculos, es de más de 200%. Sin embargo, difiere con S&P en la previsión de la deuda: mientras que S&P pronostica que esta será del 51% del PIB, Fitch considera que será del 52%, y se verá afectada principalmente por la depreciación del peso más que por la emisión elevada de deuda en moneda extranjera. Fitch considera que ésta gestión de la deuda mitiga los riesgos de refinanciamiento, dada la

construcción de amortiguadores de liquidez, acceso al mercado y líneas de crédito. DBRS también difiere con las anteriores agencias en cuanto al cálculo de la deuda pública bruta y los activos líquidos de reserva, situando a estos en 58,5% y 21% del PIB, respectivamente. Las previsiones de estabilización de la deuda se sitúan en torno al 68,3% del PIB debido a la situación de sus vecinos y las compras esterilizadas del Banco Central y, al igual que S&P, da importancia al hecho de que el país disponga de reservas para afrontar las amortizaciones de deuda más cercanas.

3.6.4 Déficit público

En cuanto al déficit público, las cuatro agencias de calificación difieren tanto en su cálculo como en su diagnóstico. Para S&P, el déficit público se situó en el 3,5% del PIB en 2014. Se esperan mejoras aunque la rigidez del gasto del país y su limitada flexibilidad para incrementar los ingresos pueden lastrarlas. Moody's coincide en que los aumentos de años anteriores en materia de salarios, transferencias sociales y pensiones lastran la flexibilidad del Gobierno con vistas a mejorar el déficit. Sin embargo, difiere en el cálculo de éste, situándolo en un 2,3% en el año 2014. Moody's confía en el historial de prudencia fiscal del Gobierno para situar sus proyecciones de déficit en torno al 2% del PIB mediante la restricción del gasto, en concreto la moderación del crecimiento de salarios y pensiones. Fitch calcula el déficit en 3,4% del PIB en 2014 hasta una estabilización de éste en torno al 2,5%, mejorando progresivamente hasta llegar a este punto en 2019, mediante el fortalecimiento de los balances y las contribuciones fiscales de las empresas públicas, sin aumentar los impuestos. Para DBRS, de acuerdo con el planteamiento que hacen tanto S&P como Moody's, el crecimiento del déficit fiscal debido al aumento del gasto en programas sociales como pensiones o asistencia primaria limita la capacidad de contestación ante shocks económicos adversos. Sin embargo, DBRS prevé que el déficit se sitúe en el rango del 3% en 2015 y se mantenga estable.

3.6.5 Déficit por cuenta corriente

Únicamente S&P, Fitch y DBRS consideran digno de mención el déficit por cuenta corriente. Fitch prevé que éste se sitúe en 3,9% del PIB en claro movimiento descendente desde el 5,1% del PIB en 2013 debido al menor gasto en importación de petróleo y al aumento de las exportaciones debido a la nueva planta de celulosa Montes del Plata. Por esto considera que las necesidades de financiación externa se encuentra bien cubierta por la inversión extranjera

directa (IED). DBRS, por su parte, calcula el déficit en 4,6% en 2014, y no realiza proyecciones de su evolución. Sin embargo, coincide con Fitch en que éste déficit se encuentra totalmente cubierto por la inversión extranjera directa. S&P prevé, a diferencia de Fitch, que el déficit se sitúe en 4,4% en 2015. Coincidiendo, esta vez sí, con Fitch, considera que este valor irá mejorando debido a las menores importaciones de petróleo.

3.6.6 Crecimiento económico

La economía de Uruguay creció a un ritmo de 3,5% del PIB en el año 2014. Existen variaciones en los motivos de este crecimiento y en las perspectivas de crecimiento en los años venideros. Para S&P, este crecimiento del 3,5% ha sido posible gracias a la inauguración de la planta de celulosa Montes del Plata, lo que ha aumentado tanto la producción como las exportaciones y el consumo privado; y a la inversión extranjera directa. Para Moody's, este crecimiento se ha producido por la ausencia de desequilibrios macroeconómicos. DBRS, por su parte, considera que este crecimiento ha sido favorecido tanto por el lado de la oferta como de la demanda: por el lado de la oferta destacan el aumento de la producción y productividad agrícola, la diversificación de la economía y el incremento del valor agregado de la industria agraria; mientras que por el lado de la demanda destacan los términos de intercambio y la demanda regional de servicios turísticos.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento futuro, las cuatro agencias están en desacuerdo en sus valoraciones. S&P considera que la economía del país crecerá a un ritmo de entre 3% y 3,5% del PIB a partir de 2016 debido a la estabilidad política, la creciente clase media, las predecibles políticas económicas y una fuerza laboral más competente, entre otras. Moody's prevé un crecimiento de 2,6% en 2015, el cual se estabilizaría entre el 3% y 3,5% siempre que no se produjera ningún desequilibrio macroeconómico. Fitch, por su parte, predice un crecimiento de 2,5% y 2,3% del PIB en 2015 y 2016 respectivamente, debido a la delicada situación regional, la bajada de precios de los commodities y la ausencia de inversiones en el corto plazo, aunque se puede ver favorecido por nuevas inversiones y aumentos de productividad. Por último, DBRS prevé un crecimiento entre 3% y 3,5% del PIB desde 2016, favorecido por los beneficios derivados de la nueva planta de celulosa Montes del Plata y la próxima inversión minera en mineral de hierro, además de la inversión en infraestructuras y energía.

3.6.7 Flexibilidad monetaria

El diagnóstico acerca de la flexibilidad monetaria de Uruguay varía en las cuatro agencias. Para S&P, esta flexibilidad es baja, debido al elevado nivel de dolarización de la economía, siendo el 80% de los depósitos en dólares, y a la indexación a la inflación. Sin embargo, estos riesgos quedan moderados por el pequeño tamaño del sector financiero y su elevada liquidez, pudiendo reducirse las vulnerabilidades externas a través de una menor dolarización. Para Moody's, esta flexibilidad se ve afectada por el perfil robusto del crédito soberano, un elevado nivel de dolarización que limita el potencial de crecimiento de las calificaciones, y una economía abierta y pequeña con alta exposición a commodities, cuyas fluctuaciones en precios implican riesgos no despreciables. Por su parte, Fitch considera que Uruguay posee un tipo de cambio flexible, reflejo de una gestión prudente en materia de riesgos monetarios en una economía altamente dolarizada, aunque también tiene una elevada dependencia de los commodities. Por último, DBRS considera que la política monetaria uruguaya se encuentra afectada por la dolarización y la baja intermediación financiera, basada en menor crecimiento de los agregados monetarios y mayores tasas de interés para el sector privado. En contra de la política económica juegan también la ausencia de ajuste de gasto pública y la indexación salarial a la inflación.

3.6.8 Tasa de inflación

Tanto S&P como Fitch y DBRS coinciden en que la inflación de Uruguay es desorbitada. Para S&P esta inflación, que calcula en 7,8% en 2014, se solucionaría con la conjunción de políticas fiscales y monetarias contractivas o evitando la indexación de los salarios a la inflación. DBRS calcula la inflación para 2014 en 8,9%, lo cual presiona sobre las tasas de interés, aumenta el coste de la actividad económica y favorece la dolarización. No propone formas de estabilización, aunque sí prevé que la inflación se mantenga elevada en los años venideros. Fitch no aporta su cálculo de la inflación para 2014, pero sí observa que éste es demasiado elevado, y aconseja para reducirlo que la política monetaria se centre en la contención de la indexación de los salarios y en el acuerdo de precios. Moody's, por su parte, no hace mención a la inflación en su calificación.

3.6.9 Reservas internacionales, Argentina, Brasil y China

Las cuatro agencias aportan datos muy variados en este tema. S&P calcula las reservas internacionales de Uruguay en 17.000 millones, y considera la vinculación con Argentina, la cual se estancará en 2015, al igual que Brasil, como un riesgo externo, aunque considera que la vulnerabilidad se ha visto reducida en los últimos años debido a la diversificación de la economía. Moody's valora positivamente las reservas internacionales del país, las cuales cubren el 30% del PIB. En cuanto a riesgos externos, Moody's considera que Uruguay debería resistir a la desaceleración de Argentina y Brasil gracias a los amortiguadores externos, los cuales deberían tener las vulnerabilidades bajo control. Fitch, por su parte, no aporta datos acerca de las reservas internacionales del país. Sin embargo, incluye en la ecuación de riesgos externos a China junto a Argentina y Brasil. Respecto a los dos países sudamericanos, Fitch considera que no representan un problema para Uruguay debido a los reducidos vínculos comerciales y financieros. Respecto a China, la disminución de los precios de los commodities chinos no deberían ser un problema para Uruguay, cuyos productores agrícolas deberían ser capaces de absorber dichos precios. Por último, DBRS difiere con S&P en su cálculo de las reservas internacionales, las cuales sitúa en 18.800 millones. A su vez, difiere de las otras tres agencias en cuanto a la exposición de la economía uruguaya tanto a la desaceleración de la región como a China: considera que las recesiones en Argentina y Brasil afectarían directamente a la actividad económica a través de una menor demanda de servicios turísticos y niveles de inversión más bajos, y que la desaceleración china impulsaría los precios de los commodities a la baja, aunque no comenta si Uruguay se encuentra capacitado para absorber dichos precios.

3.6.10 Dependencia energética

Únicamente S&P menciona la dependencia energética como uno de los factores que pueden afectar a la calificación del país. Observa que la reducción de esta dependencia debido a la apuesta por las renovables que ha llevado a cabo en los últimos años Uruguay repercute positivamente en la calificación del país soberano. Por su parte, Moody's, Fitch y DBRS no lo consideran en el estudio de sus calificaciones.

3.6.11 Factores que aumentarían la calificación

Los factores que cada agencia considera que podrían elevar la calificación del país son muy diversos. S&P considera que este aumento de la calificación podría producirse como consecuencia de una reducción del nivel de deuda o una mejora de las flexibilidades fiscal y monetaria por parte del Gobierno. Fitch considera que este aumento se podría ver favorecido por una mejora en la combinación de las políticas con vistas a mejorar la trayectoria de la inflación, una consolidación fiscal consistente y la presencia de nuevas inversiones o ganancias en productividad. Moody's, por su parte, coincide con S&P en que el aumento de la calificación podría venir por medio de una reducción de deuda y su consiguiente carga de intereses o haciendo frente a la rigidez estructural de la economía, aunque añade la reducción de vulnerabilidades mediante la disminución de la dolarización como un factor importante. Por último, DBRS opina que el aumento de la calificación del país soberano podría venir por un mayor esfuerzo en el desempeño fiscal, la alineación del crecimiento del gasto con los ingresos, la desdolarización de la economía y el control de la inflación.

3.6.12 Factores que disminuirían la calificación

En cuanto a los factores que podrían provocar una disminución de la calificación de Uruguay, también se encuentran opiniones diversas. Moody's considera que esta calificación se podría ver reducida por un deterioro del resultado fiscal estructural, por un debilitamiento del balance del gobierno o por un deterioro de los amortiguadores externos y financieros. DBRS coincide, aunque explica de una manera más generalista, en que el deterioro de la gestión macroeconómica que debilite la robustez ante shocks adversos podrían conducir a una calificación menor. S&P aporta varias causas que conducirían a esta menor valoración, como son el menor compromiso con políticas fiscales y monetarias que resultaran en una mayor vulnerabilidad externa o la respuesta inadecuada del Gobierno ante eventos externos negativos que llevara a una menor liquidez externa y al aumento de la deuda. Fitch, por último, opina que la disminución de la calificación podría venir por un debilitamiento de la posición fiscal resultando en un aumento de la deuda pública, y por el aumento de la inestabilidad macroeconómica y la erosión de los amortiguadores externos.

3.6.13 Calificación final y perspectivas

Tabla 6: Calificación de las agencias de calificación a mayo de 2016

	S&P	Moody's	Fitch	DBRS
Largo plazo	BBB	Baa2	BBB-	BBB-
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable
Corto plazo	A-2	P-2	F3	R-2
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable

Fuente: elaboración propia con los datos de las páginas web de las cuatro agencias de calificación

3.7 Marco legal

3.7.1 Estados Unidos

Desde 1931 han sido promulgadas normas sobre las calificaciones en Estados Unidos, pero no es hasta 2006, cuando se produce la quiebra de ENRON y el escándalo consecuente, cuando se promulga la Ley de Reforma de las Agencias de Calificación Crediticia, concretamente en 3 de enero de 2006. Esta ley establece la necesidad de un control público hacia las agencias de calificación basado en su registro, la acomodación a las reglas y su posterior control. El 11 de julio de 2008 se propusieron nuevas normas con la finalidad de complementar las anteriores y con el objetivo de aumentar la transparencia en el proceso de calificación y frenar las malas praxis que provocan las oscilaciones en los mercados financieros, de modo que aumente la significatividad de las calificaciones y los inversores posean un mayor nivel de información. (Tapia, 2010)

3.7.2 Canadá

Canadá careció de legislación respecto a las agencias de calificación hasta el año 2012, en el que se promulgó la Instrumentación Nacional 25-101 relativo a las Organizaciones de Calificación Designadas. Esta Instrumentación Nacional define a las Organizaciones de Calificación Designadas en su sección 1 como “una organización que proporciona calificaciones de crédito en una jurisdicción extranjera y que ha sido designada como tal bajo los términos de

la designación de las organizaciones de calificación designadas”. Además de las autoridades legislativas, la legislación de las entidades locales incluyen la capacidad de designar una Organización de Calificación de Crédito acorde a la legislación, la capacidad de realizar actividades de control a dichas organizaciones, la capacidad de solicitar a las organizaciones un resumen de sus prácticas y procedimientos y asegurarse de que las autoridades regulatorias no inciden en el contenido de las calificaciones crediticias o las metodologías utilizadas para determinarlas. (Boletín de la Comisión de Valores de Ontario, 2012)

3.7.3 Europa

El 16 de septiembre de 2009 fue aprobado el Reglamento (CE) nº 1060 sobre las agencias de calificación crediticia por parte del Parlamento y el Consejo Europeos. El artículo 1 establece el objeto de dicha regulación, siendo éste “(...) mejorar la integridad, la transparencia, la responsabilidad, la buena gobernanza y la fiabilidad de las actividades de calificación (...)”. Establece condiciones para la emisión de las diversas calificaciones crediticias, así como normas relativas a la organización y las actuaciones de las agencias de calificación crediticia, con la finalidad de fomentar su independencia y evitar los posibles conflictos de intereses. El mismo artículo 1 dicta que “El presente reglamento se aplicará a las calificaciones crediticias que sean emitidas por agencias de calificación crediticia registradas en la Comunidad y que se hagan públicas y se distribuyan por suscripción. (...) Las agencias de calificación crediticia solicitarán su registro con arreglo al presente Reglamento como condición de su reconocimiento como Agencias de Calificación Externas (ECAI)”.

Dicho Reglamento tiene cuatro objetivos generales, cuya finalidad última es tratar de mejorar el proceso de emisión de las calificaciones crediticias: mejorar la calidad de los métodos que emplean las distintas agencias y de las calificaciones, garantizar que las agencias de calificación eviten conflictos de intereses en los procesos de calificación, establecer un marco eficaz de supervisión y registro que evite el arbitraje regulatorio entre Estados miembros de la Unión Europea y lograr una mayor transparencia.

3.7.4 España

En el ordenamiento de nuestro país conviven dos regulaciones que afectan directamente a las agencias de calificación crediticia: el régimen general de las agencias de calificación y el

régimen especial de las agencias de calificación externa (ECAI). El régimen general es de aplicación directa debido a la necesidad de traslación al Derecho español, sin perjuicio de que el Estado español deba promulgar las normas que complementen el estatuto comunitario único de las agencias de calificación crediticia en aquellos aspectos previstos en el Reglamento, tales como el régimen de sanciones.

El régimen especial se encuentra contenido en una Directiva y ha sido plasmado en las normas nacionales que armonizan el derecho español con el comunitario. Tanto las entidades de crédito individualmente consideradas como los grupos consolidables de entidades de crédito deben cumplir los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito y valorar sus exposiciones ponderadas por riesgo. Para ello, pueden utilizar tanto el método estándar como, previa autorización del Banco de España, el método basado en calificaciones internas. Si éstas optan por el método estándar pueden utilizar una calificación externa de crédito, siempre que la Agencia de Calificación Externa que la efectúe esté reconocida como tal por el Banco de España.

El estatuto de las ECAI parte de su reconocimiento necesario por el Banco de España para que sus calificaciones sean aptas para ser utilizadas por las entidades de crédito.

Además del estatuto de las agencias de calificación crediticia, por aplicación directa del estatuto de las ECAI y del Reglamento (CE) nº 1060/2009, el Derecho español vigente contiene las siguientes referencias a la actividad de calificación de crédito:

- 1) La calificación obligatoria de los bonos de titulización. Existe la obligación de calificar todos aquellos bonos de titulización. En concreto, el artículo 5.8 de la Ley 19/1992 empezó exigiendo que el riesgo financiero de aquellos valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH) fuera evaluado por una “entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV”. Dicha exigencia de calificación se extendió a aquellos valores emitidos con cargo a cualquier FTH por el artículo 2.3.b) del Real Decreto 926/1998.
- 2) El uso de las calificaciones crediticias para calificar un fondo de inversión como un fondo monetario. La Circular 1/2009 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores considera como fondos monetarios a aquellos que, entre otras condiciones, carezcan de exposición a activos con calificaciones a corto plazo inferior a A2 o equivalentes, o carezcan de calificación específica cuyo emisor cuente con una calificación a corto plazo inferior a A2 o equivalentes.

- 3) El uso de las calificaciones crediticias en el ámbito de los préstamos hipotecarios. El Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, en su artículo 5.2.j) permite superar el límite del 80% en la relación entre el valor de la vivienda hipotecada y el préstamo hipotecario si éste cuenta con el aval bancario de una entidad de crédito con una calificación como mínimo de A+ o equivalentes, emitida por una ECAI reconocida por el Banco de España.
- 4) La transparencia de las calificaciones de riesgo de los instrumentos financieros calificados voluntariamente. Existe una obligación de transparencia de las calificaciones otorgadas por las agencias a los instrumentos financieros que hayan sido calificados voluntariamente a petición de sus emisores.
- 5) La aplicación a las Agencias de Calificación de algunas normas de conducta de los diferentes mercados de valores. A la vista de la actividad típica de las agencias de calificación crediticia, les serán aplicables determinadas normas de conducta, las cuales previenen del abuso de mercado, incluidas en los capítulos del título VII de la LMV. Se refiere a las normas de conducta que se dirigen a cuenta de personas jurídicas o físicas que actúan en el mercado de valores y que se refieren a la información, tanto en términos de prohibición de abusos de información privilegiada (art. 81) como en de prohibición de las manipulaciones informativas de precios (art. 83). Las agencias también pueden verse afectadas por las normas de conducta dirigidas a “todas las entidades y grupos de entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados” (art. 83.2). La aplicación de estas normas de conducta pensadas principalmente para los analistas de inversiones debe realizarse de forma muy prudente por cuanto las agencias no emiten recomendaciones de inversión en sentido estricto y, por lo tanto, no son analistas de inversión. (Tapia, 2010).

4. RESULTADOS

4.1 Definición de prima de riesgo

La prima de riesgo queda definida como el sobreprecio exigido por los inversores por comprar la deuda de un país en comparación a la alemana, cuyo precio se utiliza como referencia debido a la consideración que tiene como la más segura y con menor propensión a sufrir

variaciones debido a factores económicos puntuales o coyunturales. La prima de riesgo se mide en puntos básicos, siendo que cada punto básico equivale a un 0,01% de tipo de interés. Por ello, un país con una prima de riesgo de 200 puntos básicos se estará financiando a un 2% de interés más que Alemania.

Previamente a explicar la operativa para medir la prima de riesgo de un país, se explicará qué es la rentabilidad de la deuda y cómo se fija ésta. El Estado realiza su emisiones mediante subastas en el mercado primario de deuda soberano (como se ha explicado anteriormente) a un tipo de interés que varía en función de la demanda y el plazo de vencimiento de cada uno de los títulos, pero que no sufre variaciones a lo largo de la vigencia de dicho título. A mayor plazo, los inversores exigirán mayor rentabilidad, dado que no podrán disponer de su dinero durante un plazo mayor de tiempo y por ello necesitan un incentivo para decidirse a invertir. Los principales inversores son los bancos, como el Banco Central Europeo a través de su política de expansión cuantitativa, y grandes fondos de inversión.

Esta rentabilidad exigida se ve afectada por la situación económica y las previsiones de futuro. En momentos como el actual de crisis económica, los inversores buscan maximizar su seguridad, por lo que recurren a la deuda alemana, la cual es considerada como refugio debido a la confianza en que cumplirá con el pago de sus obligaciones futuras. Ante este aumento de la demanda, el tipo de interés de sus bonos disminuye, mientras que España debe aumentar el tipo de interés de los suyos con el fin de atraer a los inversores.

Una vez han sido emitidos los bonos de un determinado país en el mercado primario, éstos se intercambian con total libertad en los mercados secundarios de deuda a un rendimiento o tipo de interés que varía en función de la demanda de deuda. Es en este mercado donde se calcula la prima de riesgo tomando como referencia la diferencia entre los bonos de un Estado soberano a 10 años con los de Alemania debido a que este mercado posee el mismo perfil de inversor que el primario, pero con la ventaja de que se adapta a las circunstancias que pueden afectar a cada Estado en cada momento, por lo que refleja mejor la percepción de riesgo que tienen los inversores. La elevada liquidez se considera necesaria para valorar la situación de riesgo de cada país en un momento determinado, puesto que si no se utilizara como referencia el mercado secundario, habría que esperar a la emisión de bonos con vencimiento a 10 años de cada país, por lo que no sería comparables sus tipos de interés. Ambos mercados, primario y secundario, se retroalimentan, ya que el interés al que cotizan los bonos en el mercado

secundario acaba trasladándose al primario y, por ello, al precio de las subastas del Tesoro. (Romero, 2010)

En la primera mitad de la década del 2000 la prima de riesgo de los países del sur de Europa era prácticamente nula. En cambio, en la actualidad los países con problemas fiscales, como podrían ser Portugal o Grecia, tienen primas de riesgo mucho más elevadas. Este ascenso de la prima de riesgo se debe a dos motivos: porque se dispare el riesgo o percepción de riesgo de los países, y porque ante la subida del riesgo los inversores buscan un país refugio, en este caso Alemania, por lo que al comprar de forma masiva su deuda el precio del bono aumenta, es decir, su rentabilidad disminuye. En situaciones como esta última crisis financiera mundial los inversores vendieron la deuda de los países con problemas y compraron la deuda alemana, por lo que ambos efectos aumentaron la prima de riesgo (Nieto, 2011).

Según cálculos de Bruselas, un país con una prima de riesgo de 400 puntos básicos que no tome medidas, puede sufrir un impacto por el sobrecoste de financiarse por un 0,8% de su PIB anual (Romero, 2010).

Gráfico 9: Evolución de la prima de riesgo española desde 2008



Fuente: extraído de la página web de Datosmacro

4.2 Las calificaciones crediticias

Las agencias de calificación influyen en el devenir de la prima de riesgo puesto que son las encargadas de otorgar una nota a los distintos valores que se negocian en el mercado, tanto a acciones de compañías como a los títulos representativos de deuda soberana, en función de la seguridad que ofrece la inversión. Se encargan de estudiar el historial de pago de los emisores, las amenazas que se prevén en su contra y las perspectivas que afronta. Su valoración juega un papel determinante en lo que a convencer a los inversores se refiere, ya que aporta una visión a priori más objetiva del riesgo inherente a cada título de deuda basándose en una serie de técnicas en las que los inversores confían, aunque no siempre son fiables y se han dado casos en los que se han equivocado de forma flagrante en sus calificaciones, como en el tan conocido caso de Lehman Brothers, donde se mantuvo la calificación de triple A hasta el día anterior a su quiebra (Romero, 2010).

Las agencias de calificación crediticias juegan un papel de vital importancia en los mercados de valores y bancarios mundiales, por lo que se considera necesario que proporcionen calificaciones de carácter independiente, objetivas y de la mayor calidad posible de manera sistemática. Surgieron muchas críticas acerca de la función que desempeñaron las agencias de calificación en el desarrollo de las condiciones que condujeron a la actual crisis económica, como es el caso anteriormente mencionado de Lehman Brothers.

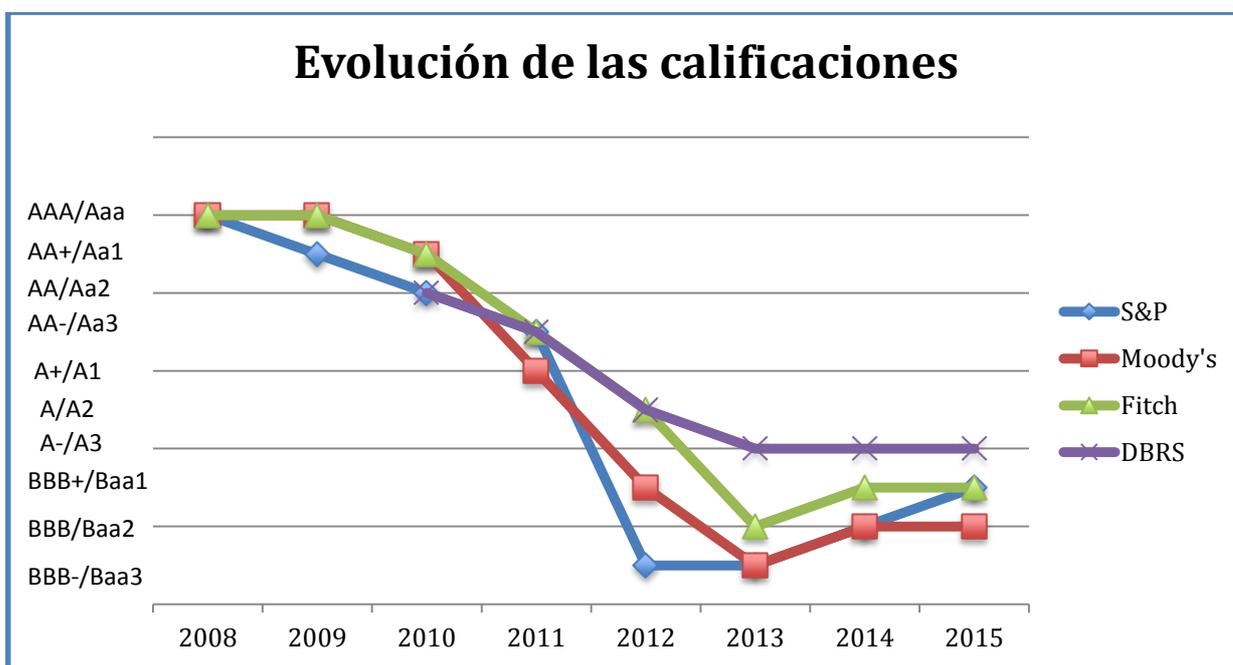
La razón por la que se justifica la utilización de las calificaciones es la de conseguir economías de escala en términos de recopilación y análisis de información referente a los títulos de deuda emitidos, así como la de resolver los problemas que plantea la asimetría de la información entre inversores y emisores. Debido a la crisis de las hipotecas subprime (hipotecas de alto riesgo) en Estados Unidos, las agencias de calificación fueron acusadas de la emisión de calificaciones de productos financieros estructurados que no reflejaban los riesgos reales implícitos en esos valores.

Las agencias de calificación anunciaron cambios en sus formas de proceder con el fin de mejorar la integridad de los diversos procesos de calificación. Las agencias son conocedoras de que los fallos en las calificaciones de los productos estructurados han afectado negativamente a la confianza de los diferentes inversores y de los reguladores en la capacidad de las agencias de calificación para evaluar correctamente la calidad de un título de deuda. Estos cambios, por

tanto, son consecuencia de la necesidad de las agencias por recuperar la confianza y su papel como “guardianes” de los mercados de crédito mundiales (BCE, 2009).

En el siguiente gráfico se observa cómo ha ido modificándose la calificación de unos títulos de deuda emitidos por España, el bono a 10 años, puesto que es el horizonte temporal en el que se basan las calificaciones de largo plazo de las agencias, mientras que también es el que se utiliza para calcular la prima de riesgo.

Gráfico 10: Evolución de las calificaciones de la deuda pública



Fuente: elaboración propia con los datos de las páginas web de las agencias de calificación.

4.3 Evolución de ambos factores

A continuación se realizará un estudio de la evolución de las calificaciones crediticias otorgadas a España, y cómo éstas calificaciones han ido afectando a la prima de riesgo y al coste de financiación de la deuda pública.

S&P, Fitch y Moody's mantuvieron una calificación AAA/Aaa para la deuda española durante 2008, la calificación más elevada que pueden otorgar, lo que implicaba que la posibilidad de impago era mínima. Por su parte, DBRS no empezó a calificar la deuda de España hasta el año 2010.

La prima de riesgo, como se puede observar en el gráfico 9, subió ligeramente en 2008 respecto a 2006, antes de la crisis, donde pasó de 0,37 puntos básicos, una diferencia ínfima respecto a la deuda alemana, a 38 puntos básicos, que seguía siendo una diferencia pequeña y no provocó alteraciones en el mercado de deuda.

En enero de 2009, S&P rebajó la calificación a AA+, mientras que Fitch y Moody's mantuvieron la máxima calificación crediticia al país. Esta revisión a la baja se basó en las previsiones de un bajo crecimiento económico y la persistencia de un nivel de déficit fiscal elevado, lo que dejaba abierta la puerta a un recorte mayor de la calificación en los años siguientes. S&P destacó la pertenencia de España a la Unión Europea como un signo de estabilidad monetaria y de los tipos de cambio, lo que le permitió evitar ciertas consecuencias negativas derivadas de la crisis financiera mundial, pero advirtió que el país se enfrentaba a un período prolongado de evolución de su economía por debajo de la de sus pares, con un crecimiento del PIB por debajo del 1% dado el alto nivel de endeudamiento del sector privado y a la rigidez del mercado de trabajo, hechos que dieron paso a la rebaja de la calificación crediticia.

También apuntó que un anuncio del Gobierno que previera medidas fiscales concretas que permitiera alcanzar superávits primarios anuales del 2% o superior de manera creíble a finales de 2012, la presión de las amenazas de descenso de calificación podrían disminuir. Poco después de la rebaja que se produjo en la perspectiva de la deuda española, la prima de riesgo de España se amplió hasta los 69 puntos básicos. (Standardandpoors.com, 2009)

La prima de riesgo siguió su línea ascendente, y en enero de 2009 se situó en los 114 puntos básicos, lo que significaba que la deuda española debía ofrecer ya un 1,14% de rentabilidad más que la deuda alemana para garantizar la venta en el mercado primario y lograr atraer a los inversores.

Desde enero de 2009 a marzo de 2010 las calificaciones de las tres grandes agencias se mantuvieron inamovibles: S&P calificando la deuda con AA+ y Moody's y Fitch con triple A.

La prima de riesgo empezó entonces un movimiento descendente, situándose en marzo de 2010 en 73 puntos básicos. Alemania, en ese momento, se estaba financiando a un tipo medio aproximado del 3,2%, por lo que si España deseaba atraer inversores debía ofrecer aproximadamente un 4%. (Datosmacro.com, 2009)

En febrero de 2010, tanto Moody's como Fitch coincidían en que la calificación de triple A de la deuda soberana española se encontraba "bien anclada" y, por lo tanto, no veían la necesidad de cambiar la nota sobre la solvencia de España.

Moody's consideraba que la situación de la economía española no era comparable de forma directa con la de Grecia, por lo que era necesario hacer una diferenciación entre los perfiles de riesgo de las finanzas públicas de ambos países, así como de Portugal.

La agencia apuntó que las preocupaciones sobre la capacidad de los Estados anteriormente mencionados para hacer frente a sus déficits y obtener financiación para sus cuentas no estaban respaldadas por hechos evidentes. Su situación financiera sugería una mayor diferenciación en cuanto al riesgo crediticio de lo que se puede prever por sus ratings. (Moody's.com, 2010)

La agencia crediticia Fitch, como se ha mencionado anteriormente, opinaba que no peligraba la calificación de triple A para la deuda soberana española, aunque observaba que el Plan de Estabilidad diseñado por el Gobierno entonces de Zapatero era demasiado ambicioso dada la ausencia de crecimiento económico prevista.

Sin embargo, la agencia afirmó que también se observaban aspectos positivos en la economía española, dando como ejemplos el crecimiento de la productividad o la mejora de las exportaciones. Recalcó que, aunque la deuda española alcanzara su cota máxima en 2012 con un 75% del PIB, ésta todavía sería baja en comparación con el resto de países con la misma calificación de triple A.

La agencia, pues, ratificó que no peligraba la triple A para la solvencia de España y añadió que el nuestro no era el único país del mismo rating con problemas. (Fitchratings.com, 2010)

En abril de 2010, la agencia S&P volvió a rebajar la calificación española en un nivel, pasando de AA+ a AA. No fue hasta mayo del mismo año cuando Fitch decidió hacer también una rebaja en su calificación, pasando de AAA a AA+. En febrero de 2010 S&P ya había mandado una segunda advertencia al Gobierno español al mantener la perspectiva negativa en la calificación de la deuda a largo plazo española. Las consecuencias de una nueva bajada serían un coste mucho mayor de colocación de los títulos de deuda y advirtió que esto ocurriría si no se adoptaban medidas "más tangibles y agresivas" de cara a hacer frente a los desequilibrios

económicos y fiscales por los que atravesaba el país, al tiempo que advertía de que la debilidad de las previsiones de crecimiento españolas podrían actuar en contra del plan de consolidación fiscal del Gobierno.

S&P preveía que las proyecciones de crecimiento económico asumidas en el presupuesto eran excesivamente optimistas, a la vez que identificaba importantes riesgos en la aplicación de los planes de consolidación fiscal planteados por el Gobierno. La agencia observó riesgos de que las previsiones de ingresos manejadas por el Estado se movieran a la baja debido a la sensibilidad de la base fiscal española a la demanda interna y al sector inmobiliario, el cual llegó a significar más de la mitad del aumento de la recaudación fiscal entre los años 1995 y 2007. La misma agencia advirtió de la probabilidad de que ninguna de dichas fuentes fuera un contribuyente potente al crecimiento de los ingresos en los años venideros.

S&P previó un crecimiento medio anual del PIB de aproximadamente un 0,6% entre los años 2010 y 2013, en comparación al 1,5% previsto por el Gobierno español. La agencia advirtió de la necesidad de una reorientación del modelo económico, de la demanda interna altamente dependiente del crédito a un modelo cuyo enfoque radicara en los mercados exteriores, transición que podría verse dificultada por las “considerables rigideces” de la economía española, en especial por el dualismo del mercado laboral, el cual continuaría afectando de forma negativa al dinamismo de la economía española. (Standardandpoors.com, 2010)

Tras la advertencia realizada por S&P en febrero de 2010, la agencia rebajó la calificación de la deuda española de AA+ a AA, como se ha comentado anteriormente. Esta rebaja provocó la reacción del ejecutivo español, que pidió confianza y tranquilidad tanto a los ciudadanos como a los mercados. Esta rebaja no supuso una sorpresa, debido a la rebaja producida el año anterior y a la perspectiva negativa que la agencia mantenía respecto a la deuda soberana. La deuda española no tenía el estatus de inversión basura que sí tenía la deuda griega, pero la rebaja dejaba patente que la economía española no estaba siguiendo el camino de recuperación que se esperaba y que las medidas que el Gobierno estaba tomando en su intento de reducir el déficit no eran suficientes. Además, se extendió el temor de que las demás agencias de calificación siguieran la rebaja que había realizado S&P y esto encareciera el coste financiación del Tesoro y de la economía española, lo cual afectaría negativamente a la entrada de flujos de capitales al país.

La decisión de rebajar la calidad de la deuda española por parte de S&P se produjo un día después de que dicha agencia rebajara la nota de la deuda griega a la categoría de bono basura y la portuguesa de A+ a A-, un total de dos escalones, con perspectivas negativas en los dos casos. Esto podía afectar a la economía española, produciendo cambios de importancia en el mercado de deuda española. (Standardandpoors.com, 2010)

En efecto, la bajada de las calificaciones en ambos países tuvieron repercusión en la economía española y, en concreto, en nuestra prima de riesgo. En abril de 2010 la prima de riesgo comenzó a subir hasta que en junio alcanzó un máximo de 196 puntos básicos. En aquel momento Alemania estaba ofreciendo una rentabilidad de 2,7% sobre sus bonos a 10 años, por lo que España tuvo que elevar la rentabilidad ofrecida a prácticamente 4,7% con el fin de atraer a los inversores. (Datosmacro.com, 2010)

En mayo de 2010, como temía el ejecutivo español, Fitch revisó la calificación de la deuda española a la baja, pasando ésta de la triple A a AA+, con perspectiva estable. Esta rebaja se basó en la opinión que tenía la calificadora de que la vuelta a la recuperación económica sería “más difícil y prolongada” que la de las otras economías con la misma calificación de triple A.

Tras la rebaja de Fitch, Moody's era la única agencia que mantenía la calificación de AAA para la deuda española. La rebaja anunciada por Fitch tenía como fundamento los planes de ajuste anunciados por el Gobierno dirigido por Zapatero, los cuales frenarían el crecimiento de la economía española al menos en los 4 años venideros.

Esta rebaja tenía una evidente consecuencia directa: el aumento del coste de financiación de la deuda soberana española en los mercados internacionales. (Fitchratings.com, 2010)

Este aumento del coste de financiación, en contra de las predicciones, no se produjo. Más bien al contrario, la prima de riesgo comenzó un recorte hasta situarse en los 169 puntos básicos en octubre de 2010. (Datosmacro.com, 2010)

En septiembre de 2010, meses después que las otras dos grandes agencias calificadoras, Moody's rebajó la calificación de la deuda pública española de la triple A a Aa1, una rebaja de un escalón, con perspectiva estable. La razón principal en la que Moody's basó su decisión fue la debilidad de las perspectivas de crecimiento económico, dada la fuerte influencia de los sectores inmobiliario y de la construcción, los cuales tardarían en recuperarse varios años.

Moody's también puso de manifiesto el deterioro considerable de la fortaleza financiera de la economía española, como se podía observar en el deterioro fiscal, mucho mayor que el de otras economías con la calificación de triple A. Además, Moody's consideró el elevado endeudamiento y el desproporcionado déficit de España, lo que, junto a los elevados intereses que ofrecía el país por comprar su deuda implicaba que el Gobierno se mostraría "muy vulnerable" a posibles aumentos futuros en la volatilidad de los mercados.

Según Moody's, los principales retos a los que se enfrentaba España eran la limitada productividad y la falta de competitividad, aunque valoraba de forma positiva la reforma laboral, afirmando que era un paso en la dirección correcta. Sin embargo, también consideraba que los costes laborales se mantenían en un nivel demasiado elevado y la flexibilidad del mercado laboral era superior a la de otros países con calificación de triple A, igual que el déficit y la deuda externa. La elasticidad de las importaciones españolas y el ajuste del sector inmobiliario eran un factor que podría dificultar la recuperación económica del país.

Respecto al deterioro de la situación fiscal, Moody's observó que el propósito del ejecutivo era el de la reducción del déficit en un entorno de crecimiento económico moderado y, aunque se esperaba alcanzar los objetivos fiscales previamente fijados, una posible posterior reducción del déficit conduciría a una nueva reforma en términos del gasto público.

Esta determinación patente por parte del Gobierno de reducción del déficit fiscal favoreció que la rebaja de Moody's respecto a la calificación de la deuda del país fuera de únicamente un escalón y que la perspectiva se mantuviera estable. También valoró el esfuerzo del Estado en términos de control del gasto de las Comunidades Autónomas, aunque la opinión era que dicho recorte se realizaría de una forma más lenta de la prevista. En cuanto a la deuda, la agencia valoró que los elevados vencimientos a los que tendría que hacer frente el país lo situaba en una situación de vulnerabilidad ante riesgos y situaciones económicas adversas. (Moody's.com, 2010)

La rebaja de la calificación, como podía preverse, tuvo consecuencias muy negativas para el Tesoro. En diciembre de 2010 la prima se situó en 257 puntos básicos, marcando un nuevo máximo, lo que implicaba que, dado que Alemania se estaba financiando a un 3%, España debía ofrecer rentabilidades aproximadas de un 5,5% para atraer a los inversores. (Datosmacro.com, 2010)

DBRS comenzó en octubre a calificar la deuda española, a la que en un principio otorgó una nota de AA, con perspectiva estable. La agencia valoraba el endeudamiento público relativamente bajo antes de la crisis y los progresos que el país había realizado para ajustar sus desequilibrios internos y externos. Sin embargo, consideraba que estas fortalezas se veían lastradas por un déficit fiscal elevado, el elevado desempleo y la debilidad del sector financiero.

La agencia mantenía la perspectiva estable dada la resiliencia de las cuentas del sector público, la credibilidad que mantenía en que el Gobierno aplicara medidas de ámbito fiscal, la menor incertidumbre del sector bancario y el progreso realizado en la corrección de los desajustes externos. (DBRS.com, 2010)

Es en el mismo 2010 cuando la deuda sobrepasa el nivel del 50% del PIB, con el lastre del déficit, que alcanzó su punto máximo en 2009 con un 11,2%. Con la finalidad de reducir el elevado déficit, y dada la coyuntura de la situación económica, el Estado recurrió a la emisión de deuda pública como forma de financiación. La bajada de las calificaciones empeoran la situación, puesto que los inversores demandan más rentabilidad para invertir en la deuda del país, lo que provoca un aumento del déficit y, obviamente, de la deuda.

Las calificaciones se mantuvieron estables hasta febrero de 2011, mientras que la prima de riesgo frenó su ascenso y se estabilizó en torno a los 200 puntos básicos, situándose en 202 en abril.

En febrero, Moody's volvió a recortar la calificación de España en un escalón, de Aa1 a Aa2. Esta decisión se basó en el estancamiento que sufría la economía del país, y la agencia lo justificó en la poca fiabilidad de las tres previsiones que había elaborado el Gobierno: la capacidad del Ejecutivo para realizar un ajuste del déficit, especialmente el de las CCAA; el coste a las arcas públicas de la recapitalización prevista de los bancos y cajas; y el crecimiento previsto de la economía tanto para ese año como para los próximos que mantenía Zapatero.

La calificación de la deuda española quedaba pues en Aa2 con perspectiva negativa, lo que la dejaba vulnerable a un nuevo recorte, por lo que la calificación se situaba ya dos peldaños por debajo de la Aaa que había mantenido el país desde que se produjo la entrada en el euro. Sin embargo, la agencia calificadora valoró que el Gobierno hubiera emprendido reformas y no se

preveía que el país necesitara acudir al fondo europeo de rescate si la situación económica no empeoraba.

La agencia calculaba el coste de la implantación del Decreto Ley de Reforzamiento del sector financiero en una cifra entre 40.000 y 50.000 millones de euros, frente a la previsión que había realizado el Gobierno, la cual tenía un máximo de 20.000 millones de euros. Advirtió a su vez que este coste podría aumentar hasta los 110.000 millones de euros si se materializaban los pasivos contingentes del Banco de España.

Moody's tenía también la preocupación sobre la capacidad del ejecutivo para conseguir la mejora sostenible y estructural que consideraba necesaria de las finanzas públicas, debido a su limitado control de las cuentas de los gobiernos de las diferentes comunidades autónomas y dadas las perspectivas de crecimiento, que era moderado tanto a corto como a medio plazo.

La agencia señaló que, para que no se produjese una bajada de la calificación de la deuda española, el ejecutivo debía lograr un crecimiento de la economía mucho mayor, y con ese fin, solicitó dos medidas: un impulso a la exportación y la implantación de políticas efectivas destinadas a afrontar las presiones estructurales de gasto de las CCAA, en combinación con un mayor control por parte del Gobierno central. Además, recomendó una negociación colectiva de los salarios. (Moody's.com, 2011)

La prima de riesgo no tuvo movimientos inmediatos, pero a partir de mayo comenzó a aumentar, situándose en 335 puntos básicos. Por lo tanto, dado que Alemania estaba financiándose al 2%, España pasó a hacerlo alrededor del 5,5%. (Datosmacro.com, 2011)

En septiembre las tres agencias revisaron a la baja la calidad de la deuda española. Fitch la bajó en dos escalones hasta AA-, calificación que también otorgó S&P, en su caso bajando la calificación en un solo escalón. Moody's, como Fitch, también la bajó en dos escalones, en éste caso situándola en A1, un escalón por debajo de las otras dos.

Fitch, además, mantuvo una perspectiva negativa basándose en el posible impacto negativo de una mayor intensidad de la crisis de la zona euro y los riesgos que suponían para la consolidación fiscal la ejecución presupuestaria de los gobiernos de algunas CCAA. La agencia observó, a su vez, que la economía española era especialmente vulnerable a situaciones

exteriores adversas, dado el elevado nivel de deuda externa, el déficit estructural y la fragilidad de la recuperación económica. (Fitchratings.com, 2011)

S&P, que había rebajado la calificación a AA-, también mantenía una perspectiva negativa, aunque estaba abierta a revisiones. Observó que esperaba medidas concretas por parte del Gobierno del recientemente electo Mariano Rajoy, destacando que durante la campaña electoral el PP no había especificado estas medidas con vistas a la reducción del déficit.

Tanto las cuentas públicas como la economía del país se encontraban en momentos de presión, dadas las bajas perspectivas de crecimiento económico debido al elevado nivel de desempleo y la rigidez del mercado laboral; y el elevado nivel de deuda externa (Standardandpoors.com, 2011)

La tercera agencia, Moody's, justificó la rebaja de la calificación de la deuda española a A1 por la falta de crecimiento económico, la presión del endeudamiento de las CCAA y la lentitud de las políticas de la Unión Europea. Además, emplazó la estabilidad de la calificación al cumplimiento de las expectativas por parte del Gobierno. La agencia consideró que la vulnerabilidad de España a la volatilidad y el estrés del mercado era elevada, y observó que los riesgos referentes a la deuda soberana eran mayores. A su vez, el empeoramiento de la economía a escala global y las dificultades de financiación del sector bancario aumentaron las previsiones de un crecimiento económico moderado.

Además, como el resto de agencias, observó que la consecución de los objetivos fiscales tanto para 2011 como para 2012 se veía afectada por el limitado crecimiento económico. En concreto, se refirió a la capacidad de los gobiernos de las CCAA para obtener financiación y reducir sus déficits presupuestarios. (Moody's.com, 2011)

DBRS, por su parte, también rebajó la calificación de la deuda española, en este caso en un escalón, pasando de AA a AA-, con perspectiva negativa. La rebaja de la calificación se basó en el aumento de los costes de financiación que sufría el país, lo que hacía dudar sobre si España lograría alcanzar sus ambiciosos objetivos fiscales y que afectaba negativamente a las condiciones de crédito de las familias. La perspectiva negativa se basaba en la continua incertidumbre que provocaban los mercados financieros, así como en los riesgos de un menor crecimiento económico en la Unión Europea y, por ende, en España. (DBRS.com, 2011)

Estos recortes producidos en la calificación de la deuda española se reflejaron en la prima de riesgo. En noviembre de 2011 se situó en 422 puntos básicos. Dado que Alemania se estaba financiando al 1,9%, España debía ofrecer rentabilidades alrededor del 6,1% si quería atraer a los inversores. A lo largo de este año el nivel de deuda pública emitida alcanzó el 62,8% del PIB. En diciembre la prima de riesgo se relajó y se situó en 344 puntos básicos, una gran diferencia con el mes anterior. (Datosmacro.com, 2011)

En enero de 2012, S&P volvió a rebajar en dos escalones la calificación de la deuda española, pasando esta vez de AA- a A. De nuevo, esta rebaja viene acompañada de perspectivas negativas. La agencia mantenía que España gozaba de una capacidad fuerte para hacer frente al pago de sus obligaciones financieras, pero era más susceptible a shocks económicos adversos.

Esta rebaja en la calificación se produjo por el impacto de los problemas financieros, políticos y monetarios que se estaban produciendo en la zona euro. Según la agencia, se podrían producir nuevas rebajas si se retrasaban la reforma laboral y otras que incentivaran el crecimiento, o si dichas reformas no fueran suficientes en términos de reducción de tasas de desempleo.

Además, consideraba necesario que el Gobierno tomase algunas medidas adicionales en el caso de que se produjesen desviaciones en el déficit pactado con Bruselas para el año 2012, la falta de las cuales podrían implicar mayores rebajas en la calificación del país. Esta rebaja también podría producirse si el Estado hubiera de realizar inyecciones de capital en el sector privado. (Standardandpoors.com, 2012)

Tras la rebaja de S&P, Fitch la siguió con una rebaja también de dos peldaños de la calidad de la deuda española, dejándola también en A. Esta modificación tenía su fundamento en la incertidumbre y las malas perspectivas que proyectaba la economía española, así como la ausencia de un plan fuerte por parte de la eurozona para luchar contra la crisis de deuda y la desviación del déficit previsto para 2011, con las implicaciones que esto tendría para el 2012.

Con la calificación de A y la perspectiva negativa, España demostraba su vulnerabilidad a la situación económica internacional, donde se estaban corrigiendo los desequilibrios financieros y macroeconómicos derivados del boom inmobiliario. (Fitchratings.com, 2012)

En febrero de 2012 la agencia Moody's realizó una rebaja también en dos escalones, de A1 a A3. Esta decisión se basaba en el escepticismo acerca de la capacidad del ejecutivo para reducir el déficit y la opinión de que la reforma financiera en la que se hallaba inmersa el país necesitaría de más gasto público. La deuda pública podría verse aumentada si el objetivo de déficit no se cumplía.

La agencia reconoció los esfuerzos del Gobierno liderado por Rajoy, asegurando que había actuado a tiempo con vistas a compensar la desviación fiscal del año anterior y se había avanzado en el control del gasto de las CCAA. A pesar de esto, no confiaba en la efectividad de las medidas y que el Gobierno pudiera acabar 2012 cumpliendo con el objetivo de déficit, por lo que la puerta a nuevas rebajas seguía abierta.

Asimismo, hacía una valoración positiva de la reforma del sistema financiero que había llevado a cabo el ejecutivo, aunque dudaba sobre su capacidad para fusionar los bancos más débiles con los más fuertes sin un apoyo adicional del sector público. Por último, consideraba que la reforma laboral era necesaria para aumentar la flexibilidad del mercado de trabajo y que ayudaría a incentivar la creación de empleo una vez empezada la recuperación económica (Moody's.com. 2012)

En abril, S&P rebajó de nuevo la calificación a BBB+ con perspectiva negativa, dejando a la deuda española dos peldaños por encima de la consideración de bono basura. Esta decisión tenía su fundamento en el temor a un deterioro presupuestario provocado por la situación económica y la probabilidad de que el Gobierno tuviera que ayudar fiscalmente al sector bancario, a la vez que destacó los riesgos de un aumento del nivel de deuda.

La agencia preveía una caída de los ingresos por el desapalancamiento del sector privado y el plan de consolidación fiscal aprobado por el ejecutivo, a la vez que una probabilidad creciente de la necesidad de apoyo económico y fiscal por parte del sistema bancario y la duda sobre la capacidad de cumplimiento de déficit por parte de las CCAA. (Standardandpoors.com, 2012)

En mayo, Moody's rebajó de nuevo la calificación de deuda española, esta vez en tres peldaños, situándola en Baa3, a un solo escalón del bono basura. Advirtió de la opción de una nueva rebaja en los siguientes tres meses dado el rescate bancario, que supondría un aumento en la carga de deuda por parte del ejecutivo.

Moody's opinaba que el acceso al mercado por parte del ejecutivo era cada vez más limitado dada la carga de intereses creciente a pagar por su deuda y la recesión que sufría el país. Las debilidades de la economía y su fragilidad impedían al país financiarse de forma adecuada, situación agravada por la ausencia de previsiones de crecimiento para los años siguientes. El aumento del riesgo de que el Estado tuviera que pagar cada vez más para acceder al mercado podía derivar en la necesidad de pedir ayuda al fondo de rescate europeo. (Moody's.com, 2012)

Tan sólo un mes después de la rebaja de Moody's, Fitch hizo lo propio, rebajando la calificación a BBB, también un peldaño por encima del bono basura. Esta rebaja se basó en el impacto que podría tener la recapitalización de la banca en la economía. Como las otras dos agencias, las perspectivas que mantuvo Fitch sobre la deuda era negativa. (Fitchratings.com, 2012)

Las rebajas en las calificaciones tuvieron su reflejo en la prima de riesgo. En el primer semestre de 2012, ésta pasó de 325 puntos básicos a 553 en julio de dicho año. Alemania se estaba financiando a 1,3%, por lo que España debía ofrecer un 6,8% para atraer a los inversores. El 24 de julio se alcanzó el máximo al llegar la prima de riesgo a 636 puntos básicos y ofrecer un interés de 7,5% por los bonos a 10 años. (Datosmacro.com, 2012)

En octubre S&P realizó una nueva rebaja de la calificación de la deuda en dos escalones, dejándola en BBB-. Esta rebaja se basó en la acentuación de la recesión, las dudas de la zona euro y las tensiones políticas y económicas, que limitaban al Gobierno.

Las restricciones del gasto público y el aumento del nivel del paro provocaron un aumento del descontento social y contribuyeron a los problemas entre los gobiernos central y autonómicos. Este proceso se vio agravado por la proximidad de las elecciones autonómicas y las dificultades económicas por las que atravesaban algunas de estas CCAA.

Sobre la eurozona, opinaba que la reticencia al compromiso de algunos países miembros respecto a mutualizar el coste de la recapitalización bancaria fue un factor que desestabilizó la perspectiva crediticia del Estado. La perspectiva de nuevas rebajas en la calificación de la deuda estaba ligada a la reducción del apoyo económico a las reformas del ejecutivo y a que el respaldo europeo mantuviera el endeudamiento en niveles sostenibles.

Como había hecho en otras ocasiones, también señaló el optimismo excesivo de las previsiones presupuestarias y cuestionó los objetivos de déficit dada la caída del empleo y la intención del Gobierno de revalorizar las pensiones. (Standardandpoors.com, 2012)

En septiembre, Fitch anunció que, aunque España acudiera al rescate, no se produciría una rebaja en su calificación, dado que éste ayudaría al país a mantener el acceso al mercado a precios asequibles. (Fitchratings.com, 2012)

En febrero de 2013, la agencia decidió mantener la calificación de la deuda española en BBB basándose en la confianza en que el país mantendría el acceso al mercado y podría solicitar ayuda a Europa en caso necesario. La agencia calificadora manifestó su convicción de que la deuda española se mantendría por debajo del 100% del PIB, a pesar de los costes derivados del rescate financiero y la recesión de las economías europeas.

Fitch mantuvo las perspectivas negativas basándose en el temor a un alargamiento o profundización de la recesión, lo que echaría por tierra los esfuerzos de consolidación fiscal. Otras de las razones que motivaron esta perspectiva negativa fueron la preocupación por la trayectoria de la deuda pública y el deterioro de las condiciones de financiación si la recesión de la economía de la zona euro seguía intensificándose.

No obstante, observó que ésta perspectiva negativa podría modificarse si se diera una recuperación económica sostenible que estabilizara el mercado de trabajo y ayudara a la consolidación de las cuentas públicas o si se produjeran mejoras en la competitividad internacional del país y se implementaran reformas que facilitaran el crecimiento económico. (Fitchratings.com, 2013)

En marzo del mismo año, DBRS realizó una nueva rebaja de la calificación de la deuda española, recortándola en tres escalones, de AA- a A-, con perspectivas negativas. Justificó su decisión en cuatro factores: 1) el sector financiero era débil y los precios de la vivienda eran inestables; 2) las finanzas públicas se encontraban ante mucha presión y la carga de la deuda ascendía; 3) el nivel de desempleo era alto y continuaba aumentando, y la perspectiva de crecimiento económico era baja; y 4) la lentitud de las respuestas políticas europeas a la crisis de la zona, y la posibilidad de que la economía española se viera afectada por la italiana, lo que provocaría la vuelta a condiciones de mercado inestables. (DBRS.com, 2013)

En junio, S&P mantuvo el rating español en BBB-, también con perspectiva negativa, indicando que la calificación podría sufrir una rebaja si en los siguientes meses el país se enfrentara a un deterioro en los presupuestos o se produjera una disminución del respaldo a las reformas. Observó que la calificación se vio limitada por el elevado apalancamiento externo del país, sus perspectivas de crecimiento relativamente bajas a medio plazo y a rigideces como la del mercado laboral.

Además, destacó la continua mejora de la competitividad de la economía española, beneficiada por la reforma laboral. Sin embargo, la agencia esperaba un desempleo por encima del 26% hasta que se produjera una recuperación económica sostenible, señalando que el aumento del paro estructural y las tendencias de inversión desfavorable estaban lastrando el crecimiento a medio plazo del país.

Por otro lado, consideraba que el ejecutivo sería capaz de cumplir con los nuevos objetivos de déficit aprobados, aunque fueran necesarias nuevas medidas de ajuste. (Standardandpoors.com, 2013)

Desde octubre de 2012, tras anunciar las diferentes agencias de que no rebajarían la calificación de España, la prima de riesgo fue bajando hasta situarse en 308 puntos básicos en julio de 2013. Dado que Alemania estaba financiándose al 1,6%, España debía ofrecer el 4,7% aproximadamente para atraer a los inversores, un coste elevado dada la enorme cantidad de deuda que acumulaba el Estado y que debía emitir para cumplir con los objetivos de déficit acordados con la UE. (Datosmacro.com, 2013)

En junio de 2013, las tres grandes agencias de calificación emitieron sus opiniones acerca de la deuda española prácticamente al unísono.

S&P mantuvo la calificación de BBB- para la deuda soberana española, al borde del bono basura, con perspectiva negativa, indicando que la calificación podría bajar entre los 12-16 meses siguientes. Valoró de forma positiva la agenda de reformas fiscales y estructurales propuesta por el Gobierno, aunque advirtió que la perspectiva negativa indicaba que podría rebajarse la calificación si el Gobierno retirara el respaldo a dicha agenda de reformas, las políticas de la Unión Europea en materia de estabilización de costes de financiación de España flaquearan o la posición presupuestaria se deteriorase de forma significativa. (Standardandpoors.com, 2013)

Moody's se mostró favorable también a las propuestas en las reformas de pensiones lanzadas por los expertos. Para la agencia, las recomendaciones realizadas por el Comité de Expertos "mejorarían significativamente" el sistema de pensiones y las finanzas públicas del país. (Moody's.com, 2013)

Fitch consideró que España se encontraba en la senda correcta de la recuperación económica, aunque advirtió que todavía quedaba un largo camino hasta que la economía se estabilizase y que para ello era necesario seguir con los ajustes y las reformas. (Fitchratings.com, 2013)

En noviembre la prima de riesgo alcanzó los 237 puntos básicos. España necesitó colocar su deuda con una rentabilidad aproximada de 4,2% para atraer a los inversores, lo que implica que Alemania estaba emitiendo bonos a 10 años con una rentabilidad alrededor del 1,9% (Datosmacro.com, 2013)

Ese mismo mes, S&P anunció que mantendría la calificación de España en BBB-, pero modificaba la perspectiva de negativa a estable, movimiento que ya había realizado Fitch el mes anterior. La agencia justificaba esta decisión por el "reequilibrio económico" impulsado por la mejora de las exportaciones. Argumentó que las reformas presupuestarias y estructurales estaban teniendo efecto, así como las políticas de apoyo de la Unión Europea, aunque previó un crecimiento económico moderado debido al elevado desempleo y un perfil demográfico desfavorable. (Standardandpoors.com, 2013)

En diciembre, Moody's siguió el movimiento de las otras dos grandes agencias, cambiando la perspectiva de negativa a estable. Esta decisión se basó en el reequilibrio de la economía española, impulsado por la estabilización del mercado laboral y la mejora en las exportaciones, así como las reformas del Gobierno en materia de pensiones y de creación de una autoridad fiscal independiente; una resistencia al contagio de la situación de otros países europeos; y la existencia de una banca más saneada. (Moody's.com, 2013)

En febrero de 2014, Moody's decidió subir la calificación de la deuda española en un escalón, de Baa3 a Baa2, alejándola de la consideración de bono basura, y con perspectiva positiva. La agencia se convirtió en la primera que subía la calificación de la deuda soberana española tras la crisis de 2008. Esta subida y la perspectiva positiva estaban fundamentadas en el reequilibrio de la economía española, basado en un modelo de crecimiento sostenible y las

mejoras estructurales en la competitividad exterior, así como en la diversificación de las exportaciones. (Moody's.com, 2014)

En abril fue la agencia Fitch la que siguió los pasos de Moody's subiendo la nota de la deuda española en un escalón, de BBB a BBB+, también con perspectiva positiva. Las principales razones que esgrimió para ésta mejora fueron la mejora del acceso del Estado a los mercados de capitales y los recortes del déficit acometidos en 2013. (Fitchratings.com, 2014)

En abril también, DBRS mantuvo la calificación de la deuda española en A-, con perspectiva negativa, convirtiéndose así en la única agencia que no había mejorado la nota del Estado español. La agencia reconoció que el país mostraba evidencias de estabilidad macroeconómica, aunque dudaba que la estabilidad de precios y el crecimiento económico guiaran a una reducción del desempleo. Además, el elevado endeudamiento estaba lejos de estabilizarse. (DBRS.com, 2014)

Un mes después, en mayo, S&P publicaba su calificación sobre la deuda de España, la cual ascendía a BBB, con perspectiva estable. Esta decisión tenía su fundamento en las previsiones de crecimiento del PIB entre 1,2% y 1,6% gracias a las reformas introducidas por el Gobierno, los avances en las exportaciones y la reducción del déficit. La perspectiva estable se basaba en que estos factores se mantendrían estables en los siguientes dos años y la dificultad de cumplir con los objetivos de déficit marcados por la UE. (Standardandpoors.com, 2014)

En junio, la prima de riesgo se situó en 120 puntos básicos, tocando suelo desde el inicio de la crisis. Alemania estaba ofreciendo rentabilidades de alrededor de 1,4%, por lo que España debía ofrecer un 2,6% con el fin de atraer a los inversores, tanto nacionales como internacionales. (Datosmacro.com, 2014)

En octubre, DBRS actualizó la calificación de la deuda soberana de España, manteniéndola en A-, aunque modificó la perspectiva de negativa a estable. Este movimiento se debía a la opinión de la agencia de que la economía española se encontraba más equilibrada debido a la aplicación de las políticas del Gobierno, así como la implementación de las políticas monetarias del BCE, lo que resultó en mejoras en el nivel de empleo y un crecimiento moderado del PIB. (DBRS.com, 2014)

También en octubre Fitch publicó una actualización de la calificación de la deuda española, manteniéndola en BBB+ con perspectiva estable, aunque modificó al alza las perspectivas de crecimiento económico, a la vez que mantenía su confianza en que el país lograra cumplir con los objetivos de déficit. (Fitchratings.com, 2014)

En abril de 2015, S&P anunció que mantenía la calificación de BBB de la deuda española, con perspectiva estable, aunque advirtió de la incertidumbre debida a la situación política, ya que dudaban de que el nuevo Gobierno tras las elecciones mantuviera las reformas llevadas a cabo por el PP. La confirmación de la calificación se justificó por la opinión de que los riesgos relacionados con la recuperación económica y los indicadores de crédito estaban equilibrados en un año de elecciones generales y autonómicas. (Standardandpoors.com, 2015)

En el mismo mes, DBRS también mantuvo la calificación de la deuda de España en A-, con perspectiva estable. Esta confirmación tenía su fundamento en la reafirmación de los signos de estabilidad financiera y macroeconómica, así como las políticas aplicadas como respuesta a la crisis, que resultó en una recuperación más rápida debido a la creación de empleo, la caída de los precios del petróleo, las mejoras en las condiciones de financiación y la mayor confianza en la recuperación del país. (DBRS.com, 2015)

También en abril, Fitch publicó la actualización de la calificación de la deuda del Estado español, la cual mantuvo en BBB+ con perspectiva estable. Justificó su decisión en la mejora de la economía gracias a la confianza en las reformas aplicadas por el ejecutivo, la mejora de las condiciones financieras y el aumento del empleo. A su vez, elevó las previsiones de crecimiento económico. Por otro lado, consideraba que el endeudamiento era demasiado elevado, pudiendo alcanzar el 101% del PIB en 2016, aunque el déficit esperado en 2015 era de 4,5%, sólo un 0,3% por encima del objetivo establecido por Bruselas. (Fitchratings.com, 2015)

En octubre, DBRS mantuvo la calificación de la deuda española en A-, aunque mejoró la perspectiva de estable a positiva. La agencia justificó este cambio en que el fortalecimiento de la recuperación económica compensaba la incertidumbre provocada por las elecciones de diciembre, a la vez que valoraba positivamente la política monetaria aplicada por el BCE y el descenso del nivel de desempleo. (DBRS.com, 2015)

El mismo mes, Moody's decidió posponer cualquier decisión acerca de la calificación de la deuda española hasta después de las elecciones generales que se celebrarían en diciembre, por lo que mantuvo la calificación de Baa2 con perspectiva positiva. (Moody's.com, 2015)

También en octubre, Fitch publicó la actualización de la calificación de la deuda del Estado español, manteniendo ésta en BBB+ con perspectiva estable, valorando positivamente el crecimiento económico más rápido de lo previsto, mientras que la incertidumbre relativa al panorama político debido a las elecciones de diciembre y la situación de Cataluña actuaban lastrando ésta calificación. (Fitchratings.com, 2015)

En el mismo mes de octubre, la prima de riesgo se situaba en los 120 puntos básicos, la más baja en años y con una clara tendencia a la baja. Alemania estaba por entonces financiándose a un 0,45%, por lo que España debía ofrecer una rentabilidad de 1,65% si quería atraer a inversores tanto nacionales como internacionales. (Datosmacro.com, 2015)

4.4. Calificación en Portugal e Italia

Para situar a España en un contexto europeo, se evaluará la evolución de las calificaciones de Portugal y Grecia, dos países con varias similitudes con el nuestro. Este estudio se centrará en los años 2010-2012, con la finalidad de hacer un estudio con mayor profundidad.

4.4.1 Italia

S&P y había mantenido la calificación de A+ a la deuda pública italiana, mientras que Moody's había hecho lo propio con una calificación de Aa2, y Fitch la mantenía en AA-. DBRS todavía no calificaba la deuda de dicho país. Sin embargo, a mediados de 2011 se empezaron a notar los primeros problemas en la calificación dada la economía del país.

En febrero de 2011 DBRS otorgó su primera calificación a la deuda del país italiano, siendo ésta de AA- con perspectiva negativa, debido a la situación política inestable que podía afectar a la capacidad del gobierno en coalición para aplicar medidas de austeridad y reformas estructurales, el elevado endeudamiento y las bajas perspectivas de crecimiento. (DBRS.com, 2011)

En mayo de 2011, S&P mantuvo la calificación de la deuda de Italia, aunque modificó su perspectiva de estable a negativa. Esta decisión tenía su fundamento en las bajas perspectivas de crecimiento económico, la duda del ejecutivo de aplicar reformas en la productividad y la menor probabilidad de reducción de deuda por parte del Estado. (Standardandpoors.com, 2011)

El 30 de mayo la prima de riesgo italiana alcanzó los 184 puntos básicos, lo que implicaba que el país debía ofrecer casi un 1,9% más de rentabilidad que Alemania para atraer inversores. (Datosmacro.com, 2011)

En septiembre del mismo año se confirmó la rebaja por parte de S&P de la calificación de la deuda italiana, de A+ a A. Esta decisión se basó en lo comentado anteriormente: bajas perspectivas de crecimiento económico, la limitada capacidad del gobierno en coalición para aplicar reformas y el elevado endeudamiento público. (Standardandpoors.com, 2011)

En octubre, Moody's rebajó la calificación italiana en tres peldaños, de Aa2 a A2, con perspectiva negativa. Esta decisión se basó en el elevado endeudamiento público, que preveía alcanzara el 120% del PIB antes de acabar el año, las dificultades del ejecutivo para cumplir con los compromisos de consolidación fiscal y las incertidumbres económicas y políticas. (Moody.com, 2011)

Fitch también rebajó la calificación de Italia en un escalón, de AA- a A+, debido a la intensificación de la crisis económica, que afectaba negativamente al país a nivel económico y financiero, y debilitaba el perfil de riesgo de la deuda del Estado italiano. (Fitchratings.com, 2011)

El 9 de noviembre la prima de riesgo registró un nuevo máximo, alcanzando los 553 puntos básicos, para situarse en diciembre en 378 puntos básicos. Esto implicaba que el Estado debía ofrecer un 3,78% más de rentabilidad por sus bonos que Alemania para atraer a los inversores. (Datosmacro.com, 2011)

En enero de 2012, S&P y Fitch rebajaron de nuevo la calificación de la deuda italiana, pasando de A a BBB+ en S&P y de A+ a A- en Fitch, justificándose en las sacudidas monetarias y financieras a las que hacía frente la Unión Europea. (Standardandpoors.com y Fitchratings.com, 2012)

El 9 de enero la prima de riesgo alcanzó los 530 puntos básicos, la cual fue descendiendo hasta situarse en 278 puntos básicos, para iniciar una nueva ascensión hasta el 24 de julio, donde alcanzó los 532. Esto significaba que Italia debía ofrecer un 5,32% más de rentabilidad por sus bonos que Alemania si quería atraer inversores. (Datosmacro.com, 2012)

En febrero del mismo año, DBRS rebajó la calificación de la deuda italiana en un escalón, pasando de AA- a A+, con perspectiva negativa, debido a los retos derivados del elevado endeudamiento público, los elevados costes de financiación del país y las dudas sobre el crecimiento económico dada la crisis por la que atravesaba la Unión Europea. (DBRS.com, 2012)

En los últimos 6 meses del 2012, la prima de riesgo se situó en una media de 360 puntos básicos, y no se produjeron nuevas rebajas en la calificación de la deuda del país hasta 2013. (Datosmacro.com, 2012)

4.4.2 Portugal

En julio de 2010 Moody's rebajó la calificación de Portugal tras más de 12 años en los que ésta se mantuvo inamovible, pasando ésta de Aa2 a A1. Éste recorte vino precedido por los recortes de S&P (de A+ a A-) y Fitch (de AA a AA-).

Estas revisiones a la baja tenían su fundamento en la opinión de las agencias de que la fortaleza financiera del ejecutivo portugués seguiría debilitándose a medio plazo y las perspectivas de crecimiento se mantenían débiles. Esto se podría ver afectado si las reformas estructurales que pretendía llevar a cabo el Gobierno tuviesen efecto a medio y largo plazo. (Moody's.com, Standardandpoors.com y Fitchratings.com, 2010)

En septiembre, la prima de riesgo portuguesa alcanzó los 422 puntos básicos. Alemania se estaba financiando a un 2,2% de interés, por lo que el Estado portugués había de ofrecer rentabilidades de 6,4% aproximadamente para lograr atraer a los inversores (Datosmacro.com, 2010)

En noviembre, la prima de riesgo alcanzó los 439 puntos básicos. DBRS calificó la deuda portuguesa en A-, con perspectiva negativa, debido a los desajustes estructurales, el deterioro de las finanzas públicas y las bajas perspectivas de crecimiento económico. (DBRS.com, 2010)

En diciembre del mismo año Fitch realizó una nueva rebaja en la calificación de la deuda portuguesa, de AA- a A+, con perspectiva negativa dados los problemas de financiación antes comentados. (Fitchratings.com, 2010)

En marzo de 2011, Moody's rebajó la calificación de la deuda lusa de A1 a A3. Esta rebaja tenía su fundamento en el peligro que implicaba para las finanzas del país las posibilidades limitadas de crecimiento, la dificultad de acceso a la financiación, los riesgos implícitos en la aplicación de los objetivos de saneamiento de los presupuestos y la posibilidad de que se produjera una ayuda a la banca por parte del Gobierno. Además, añadió su preocupación por los problemas a medio plazo que podrían derivar de la falta de aplicación de reformas en el mercado laboral. Esta preocupación se vio aumentada por las altas rentabilidades que ofrecía la deuda portuguesa, que complicaban el cumplimiento del programa de financiación aun recibiendo el apoyo del fondo europeo de estabilización financiera. (Moody's.com, 2011)

Días después de la rebaja de Moody's, S&P y Fitch hicieron lo mismo, la primera pasando de A- a BBB y la segunda de A+ a A-. Se mantuvo la perspectiva negativa a la espera de que la UE se pronunciara acerca de la aplicación del Mecanismo Europeo de Estabilidad para ayudar a los países con problemas económicos (Standardandpoors.com y Fitchratings.com, 2011)

La rentabilidad ofrecida por la deuda portuguesa se situó en marzo alrededor del 8%. Alemania estaba pagando por aquel entonces un 3,1%, por lo que la prima de riesgo era de 489 puntos básicos (Datosmacro.com, 2011)

En abril, Fitch señaló como necesaria la ayuda externa a fin de lograr la consolidación fiscal, la reforma económica y la consolidación de la posición financiera. El ejecutivo, que en aquel entonces se encontraba en funciones, no tenía capacidad para negociar ayudas con la UE, lo que provocó un aumento de la preocupación de la agencia por la solvencia del país y la rebaja en tres escalones de la calificación de su deuda, de A- a BBB-. A su vez, la agencia no confiaba que el país pudiera cumplir con los objetivos de déficit marcados desde Bruselas, del 4,6%, si no recurría a ayuda externa e implantaba medidas de contención, por lo que mantuvo la perspectiva negativa. (Fitchratings.com, 2011)

Unos días antes, S&P había rebajado también la calificación de la deuda lusa en un escalón, de BBB a BBB-. (Standardandpoors.com, 2011)

En julio, Moody's recortó la calificación del país a Ba1, considerado como bono basura, debido al riesgo de un segundo rescate. La agencia consideraba que en ese segundo rescate era más probable que se exigiera la participación de los diversos acreedores del sector privado, y dudaba de la capacidad del país para alcanzar sus objetivos de déficit y deuda. Moody's mantenía la opinión de que Portugal no podría financiarse durante la segunda mitad de 2013, por lo que sería necesaria una nueva ronda de financiación. (Moody's.com, 2011)

En octubre del mismo año, DBRS rebajó la calificación en dos escalones, pasando de A- a BBB, con perspectivas negativas, debido al aumento de los riesgos relativos a la consolidación fiscal y unas perspectivas de crecimiento más débiles. (DBRS.com, 2011)

En noviembre, Fitch rebajó la nota de BBB- a BB+, pasando a ser bono basura, con perspectiva negativa, abriendo las puertas a nuevas rebajas futuras. Esta decisión se basó en los considerables desequilibrios fiscales del país, junto al elevado endeudamiento y las malas perspectivas económicas. (Fitchratings.com, 2011).

En enero de 2012, S&P rebajó nuevamente la calificación de la deuda portuguesa, pasando ésta a ser BB, con perspectivas negativas, debido a la caída del PIB y las perspectivas futuras adversas. (Standardandpoors.com, 2012)

En noviembre del mismo año, DBRS realizó un recorte en la calificación de Portugal en un peldaño, pasando de BBB a BBB-, también con perspectiva negativa, a pesar de que la UE confirmó que disponía de financiación adicional en el caso de que el país la necesitara. La rebaja se basó en la incertidumbre sobre el crecimiento económico de Portugal debido a las condiciones de financiación dificultosas y los efectos adversos de la consolidación fiscal. (DBRS.com, 2012)

4.4.3 Comparación entre España, Italia y Portugal

Tabla 7: Calificaciones de S&P a España, Italia y Portugal

Standard & Poors		
España	Italia	Portugal
Final 2010 – AA	Final 2010 – A+	Final 2010 – A-
Final 2011 – AA-	Final 2011 – A	Final 2011 – BBB
Final 2012 – BBB-	Final 2012 – BBB+	Final 2012 – BB

Fuente: elaboración propia con los datos expuestos en los puntos anteriores

Como se puede observar, Portugal, a finales de 2012, es el país más afectado por las rebajas de calificación de S&P, que califica su deuda como bono basura. La deuda española está a un paso de tener consideración de bono basura, pero se encuentra dos peldaños por encima de la portuguesa. Italia es la única que se mantiene con cierta holgura en grado de inversión.

Tabla 8: Calificaciones de Moody's a España, Italia y Portugal

Moody's		
España	Italia	Portugal
Final 2010 – Aa1	Final 2010 – Aa2	Final 2010 – A1
Final 2011 – A1	Final 2011 – A2	Final 2011 – Ba1
Final 2012 – Baa3	Final 2012 – A2	Final 2012 – Ba1

Fuente: elaboración propia con los datos expuestos en los puntos anteriores

Para Moody's, Portugal es también el país con peor calidad respecto a sus bonos, calificados como bono basura. España vuelve a encontrarse a un paso del bono basura, mientras que Italia es la mejor calificada, con una nota de A2

Tabla 9: Calificaciones de Fitch a España, Italia y Portugal

Fitch		
España	Italia	Portugal
Final 2010 – AA+	Final 2010 – AA-	Final 2010 – A+
Final 2011 – AA-	Final 2011 – A+	Final 2011 – BB+
Final 2012 – BBB	Final 2012 – A-	Final 2012 – BB+

Fuente: elaboración propia con los datos expuestos en los puntos anteriores

Fitch consideraba al Estado italiano como el más solvente de los tres países. Portugal se situaba en el grado de bono basura a finales de 2012, mientras que España se encontraba en los límites del grado de inversión, esta vez dos escalones por encima de la consideración de bono basura.

Tabla 10: Calificaciones de DBRS a España, Italia y Portugal

DBRS		
España	Italia	Portugal
Final 2010 – AA	-	Final 2010 – A-
Final 2011 – AA-	Final 2011 – AA-	Final 2011 – BBB
Final 2012 – A-	Final 2012 – A+	Final 2012 – BBB-

Fuente: elaboración propia con los datos expuestos en puntos anteriores

DBRS calificó con más generosidad a los tres países que el resto de agencias de calificación. Italia fue de nuevo el mejor calificado, con una calificación de A+ a finales de 2012 (en 2010 todavía no calificaba la deuda soberana de dicho país). España mantenía un aprobado con la calificación de A-, mientras que Portugal se encontraba dentro del grado de inversión por un escalón, con calificación de BBB-.

Por lo que se puede observar, DBRS se podría considerar como la agencia más generosa dada su calificación más elevada para los tres países en cada uno de los tres años estudiados, mientras que S&P es, en general, la que actúa de forma más severa con la calificación de cada uno de los países. Aunque con diferentes calificaciones, Italia es la mejor calificada en cada una de las cuatro agencias de calificación y en cada uno de los tres años estudiados, manteniéndose a una distancia prudente de la consideración de bono basura. Portugal, por su

parte, es la peor calificada en cada una de las cuatro agencias de calificación y en cada año estudiado, perdiendo calificación a cada año y entrando en la consideración de bono basura en 2012 para todas las agencias de calificación salvo DBRS. Por su parte, España se mantiene en todas las etapas temporales y en todas las agencias de calificación como el segundo clasificado en cuanto a calificación. España logra mantenerse dentro del grado de inversión en todas y cada una de las agencias de calificación y etapas temporales estudiadas, aunque para algunas agencias de forma más holgada que otras.

Si se compara el porcentaje de deuda soberana como porcentaje del PIB, se obtienen los siguientes resultados:

Tabla 11: Evolución de la deuda de España, Italia y Portugal como porcentaje del PIB

Año	Porcentaje de deuda respecto al PIB		
	España	Italia	Portugal
2010	62,8%	118,4%	83,1%
2011	68,7%	120,1%	107,8%
2012	84,2%	126,3%	119,1%

Fuente: elaboración propia con los datos de *“La deuda pública 2013. Análisis de las principales economías del mundo y del caso de España”*, 2013

Como se puede observar en la tabla, Italia ha sido la que más endeudada estaba respecto al PIB en los tres años de estudio. España ha conseguido mantener la deuda controlada hasta 2012, donde la deuda pasó de 68,7% a 84,2%. Portugal, en cambio, ha mantenido la deuda en un crecimiento constante, aunque descontrolado, puesto que en dos años pasó de 83,1% del PIB a 119,1%, llegando prácticamente a los niveles de Italia.

Como se ha visto en los anteriores puntos, las agencias de calificación han ido rebajando sus notas dadas la situación del país, las perspectivas de futuro, la política y el cumplimiento con los objetivos fijados.

Los problemas de deuda para Portugal comenzaron en septiembre de 2010, cuando estaba colocando su deuda a una rentabilidad del 6,4%, intereses que seguían una trayectoria ascendente.

En noviembre del mismo año, se aprobaron los presupuestos del año 2011 y se aplicaron medidas de ajuste de la economía: subida del IVA al 23%, congelación de las pensiones, rebaja de los salarios públicos entre 3,5% y 10% y recortes en el gasto público.

En marzo de 2011 se aprobaron nuevos recortes en sanidad, pensiones y se limitaron los beneficios fiscales, además de convocarse elecciones anticipadas. Todo esto hizo que aumentara la presión de los mercados sobre la deuda soberana portuguesa.

En abril, las rentabilidades que ofrecía Portugal por su deuda a 10 años alcanzó el 8,5%. Con la petición del rescate a la Unión Europea se esperaba que ésta rentabilidad bajara, pero en junio se alcanzó la cifra del 10% en los mercados secundarios. Las rentabilidades ofrecidas siguieron una trayectoria ascendente, y aunque se siguieron aplicando medidas de austeridad, éstas llegaron a alcanzar el 11,5%.

En el caso italiano, las agencias han mantenido siempre la calificación de su deuda dentro del considerado grado de inversión, aunque no fue hasta 2011 cuando comenzaron a valorar con detenimiento su situación de endeudamiento.

En mayo de 2011, Bruselas anuncia que el Estado italiano debería reducir su endeudamiento en un 3% para cumplir con el Pacto de estabilidad europeo. El Gobierno comenzó una política de recortes y ajustes en el país. La prima de riesgo se situó en julio en 260 puntos básicos, lo que significaba que el país debería ofrecer un 2,6% de rentabilidad más que Alemania para atraer a los inversores.

En julio, Moody's rebajó la calificación de la deuda de Portugal a bono basura. Tan solo un día después, la prima de riesgo del país superó la barrera de los 1.000 puntos básicos. Esto, dado que Alemania estaba financiándose al 3%, significaba que Portugal debía ofrecer rentabilidades del 13% para lograr atraer a los inversores.

En agosto la prima de riesgo alcanzó los 400 puntos básicos, situándose en una media de 361. El ejecutivo anunció nuevas medidas de ajuste, entre las que destaca la nueva legislación de equilibrio presupuestario. Estas medidas, junto a la compra de deuda pública por parte del BCE, lograron reducir la prima de riesgo a 278 puntos básicos.

En septiembre se aprobó por parte del FMI el segundo tramo del rescate a Portugal, que debería seguir aplicando medidas de austeridad para alcanzar los objetivos de déficit. La continuidad de estas medidas de austeridad provocaron una nueva huelga general.

También en septiembre se produjo una huelga general en Italia como protesta ante las políticas de austeridad aplicadas por el Gobierno, además de la subida del IVA al 21%, y la prima se volvió a situar sobre los 400 puntos básicos. Fue entonces cuando S&P decidió rebajar la calificación del Estado italiano a A con perspectiva negativa, dejando la prima de riesgo en 411 puntos básicos. Tan solo un mes después, Moody's hizo lo propio rebajando en tres peldaños la calificación de la deuda italiana, aunque la prima de riesgo se encontraba estabilizada en el rango de los 400 puntos básicos. Por entonces, se especulaba con la necesidad del rescate a Italia, lo que el ejecutivo negó taxativamente.

En noviembre se aprobaron los presupuestos generales de 2012, en los que destacan la reducción de gasto público y la subida de los impuestos. La prima de riesgo seguía su trayectoria ascendente y ya se encontraba en los 1.170 puntos básicos.

También en noviembre, con la inestabilidad provocada por el rescate a Grecia y tras la posible dimisión del Primer Ministro italiano, Silvio Berlusconi, la prima de riesgo se disparó hasta su máximo histórico: 495 puntos básicos. (Datosmacro.com, 2011)

Ese mismo mes se aprobaron las medidas de austeridad que exigía la UE y Berlusconi dimitió, siendo reemplazado por Mario Monti y su equipo de tecnócratas.

En enero de 2012, pese a la satisfacción de los Jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea por la marcha de la economía portuguesa, la prima de riesgo marcó un nuevo máximo histórico alcanzando los 1.560 puntos básicos. Esto, dado que Alemania estaba financiándose a un 1,4%, significaba que Portugal debía ofrecer una rentabilidad del 17% si quería atraer a los inversores, una cantidad realmente desorbitada.

Desde enero hasta abril, las políticas de austeridad y el apoyo de la UE empezaron a surgir efecto, y la prima de riesgo bajó hasta los 970 puntos básicos. Dado que Alemania se financiaba al 1,8%, Portugal "sólo" debía ofrecer rentabilidades de 11,5%. Tras anunciarse el nuevo tramo del rescate al país, en junio la prima de riesgo siguió bajando y las rentabilidades que Portugal necesitaba ofrecer para atraer a inversores eran de 9,7%.

En junio del mismo año, Italia vuelve a ser protagonista por una crisis de deuda, ya que tuvo que pagar casi un 70% para colocar los bonos a un año.

En julio la protagonista fue España, ya que se aprobaron nuevas medidas de ajuste y de recortes y el rescate a la banca. (20minutos, 2012)

5. CONCLUSIONES

La emisión de deuda pública es la principal fuente de financiación del Estado desde que estalló la crisis en 2008. La tendencia decreciente de los ingresos en las arcas públicas, unidas a los errores en las previsiones de gasto por parte del ejecutivo, han provocado un aumento de las emisiones de deuda soberana y, por tanto, de la deuda en circulación del Estado español. En 2016 la deuda sobrepasó el nivel del 100% del PIB y se estima que casi un 20% de dicho PIB se destinará al pago de intereses y amortización de deuda. Este aumento del endeudamiento, por otra parte generalizado en Europa, rompe con los límites establecidos por el Pacto de Estabilidad europeo, que señalaba un endeudamiento máximo del 60% del PIB como estable, y es consecuencia de las políticas adoptadas por el BCE, en concreto la expansión cuantitativa.

La deuda pública ha ido siempre unida a los resultados en el balance presupuestario: cuando existe superávit, el capital sobrante se utiliza para hacer frente a la amortización de la deuda, con el fin de reducir su carga; al contrario, cuando existe déficit, el Estado acude a la emisión de deuda para compensarlo. La sostenibilidad de dicho modelo viene marcada por la cantidad de deuda emitida y las rentabilidades ofrecidas para colocar la deuda en el mercado. Esto se debe a la insostenibilidad de la política fiscal implementada a lo largo de los años por los distintos partidos políticos que han estado en el Gobierno.

A partir de 2010 se desencadenó una crisis de deuda soberana en toda Europa y, en concreto, en España, que con la expansión cuantitativa se ha visto acrecentada. El constante aumento de deuda, así como de las rentabilidades ofrecidas y las perspectivas inciertas sobre el futuro de la economía del país se presentan como un problema a corto y largo plazo.

La desconfianza se materializa a través de la prima de riesgo, que llegó a alcanzar niveles muy elevados en los períodos más crudos de la crisis global, pero que en los últimos años se ha estabilizado.

España sufre la crisis de deuda pública, pero no es la única. Destacan los casos de Grecia, la primera en mostrar síntomas de debilidad cuando su prima de riesgo comenzó a aumentar de manera insostenible y tuvo que suspender las emisiones de deuda; y Portugal, que al igual que el país heleno, tuvo que pedir el rescate financiero a la Unión Europea debido a sus problemas estructurales y al desproporcionado ascenso de la prima de riesgo.

Las agencias de calificación han jugado un papel protagonista en esta crisis. Han sido muy criticadas por su escasa capacidad para prever las quiebras de empresas. En este sentido destaca el caso de Lehmann Brothers, que recibió la máxima calificación crediticia por parte de las tres grandes agencias de calificación el día antes de su quiebra. También ha sido criticado el oligopolio que forman S&P, Moody's y Fitch, controlando el 94% del mercado entre las tres, mientras que la siguiente agencia, DBRS, controla alrededor del 1,5% del mercado. A pesar de estos factores, las calificaciones de estas agencias siguen tomándose como referencia a la hora de invertir.

Las agencias de calificación normalmente no ayudan a calmar los mercados, sino que normalmente, en tiempos de crisis, incrementan la incertidumbre y los problemas financieros por los que atraviesan los Estados. Esto ha llegado a enfrentar a las agencias con la Unión Europea, que recriminó a Moody's que rebajara la deuda de Portugal tras aprobarse el primer rescate al país. Las agencias se escudan en que únicamente valoran el riesgo de impago de la deuda, sin entrar a recomendar la compra o venta de la misma. Sin embargo, juegan un papel crucial en la decisión del inversor sobre dónde depositar su dinero. Por ello, su responsabilidad ante los fallos debería ser mayor: actualmente se defienden argumentando que únicamente valoran las cuentas que realizan las empresas auditoras, por lo que si se produce algún error entre las perspectivas otorgadas por las agencias y la realidad, el error ha de venir necesariamente de aquellas empresas que han auditado la situación económica del emisor.

En el contexto de crisis en el que se encuentra Europa, sobre todo en la etapa de 2008-2013, que las agencias hayan degradado las calificaciones de la mayoría de Estados no es de extrañar, puesto que valoran los riesgos económico, social, político e internacional. En los casos de España, Italia y Portugal, queda patente que existe un riesgo económico debido a la

crisis que estalló en 2008. Existe a su vez un riesgo político, dados los casos de elecciones anticipadas en el caso español, dimisiones en el caso italiano o cambios de Gobierno en el caso portugués. En cuanto al riesgo social, éste ha demostrado existir dadas las diversas huelgas generales producidas en Portugal e Italia, y el famoso 15M en España; y en cuanto al riesgo internacional, se observa en la mala imagen que estos tres países proyectan al exterior fruto de lo anteriormente expuesto.

Las medidas llevadas a cabo por los gobiernos de España, Italia y Portugal han venido influenciadas por la Comisión Europea. En este sentido, se han implementado medidas de contención del gasto público y subidas de impuestos, lo que no ha logrado detener la crisis en ninguno de los tres países. Sin embargo, las políticas de cada país, la confianza que depositó el BCE y las políticas lanzadas por éste han logrado estabilizar las caídas en la confianza hacia los países, aunque el elevado endeudamiento lastra a todos los países. España e Italia tienen una calidad crediticia media-baja, mientras que Portugal se encuentra en el grado de bono basura para todas las agencias salvo DBRS.

Desde que comenzó la crisis, tanto el PSOE como el PP han aplicado reformas de contención de gasto y recortes. El déficit se encuentra por encima de los objetivos establecidos por Bruselas, los gastos públicos son demasiado elevados y los ingresos se incrementan, aunque no a la misma velocidad que los gastos, lo que implica que España ha de emitir deuda para compensar la diferencia. Al aumentar la necesidad de financiación, bajan las calificaciones y se incrementan las rentabilidades ofrecidas, que implican un mayor gasto público. Debido a esto, el país necesita mayor financiación, y la cadena vuelve a empezar. Se forma así un círculo vicioso del que es difícil salir.

La estabilización de la calificación de la deuda española ha relajado el mercado de deuda soberana, demostrando así la capacidad de influencia que tienen las agencias sobre los inversores. Aunque no hacen recomendaciones de compra o venta, sí influyen con sus calificaciones las decisiones de los inversores.

Debido a que no dan recomendaciones de compra o venta, las agencias evitan aceptar responsabilidades cuando se equivocan, aunque se demuestra que sus opiniones influyen de forma directa las decisiones de los inversores. Tras el gran error con Lehmann Brothers, la credibilidad de las agencias se puso en tela de juicio. Tras este suceso, las agencias parecen comportarse con mayor severidad en sus calificaciones, por lo que se puede llegar a pensar

que no tienen en consideración las consecuencias que tienen sus calificaciones en los emisores, y que tratan de actuar con severidad para no verse de nuevo en la situación de no haber previsto el desastre.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo.** (s.f.). Recuperado el 3 de junio de 2016, de *Banco Central Europeo*: <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>
- Banco de España.** (s.f.). Recuperado el 4 de junio de 2016, de *Banco de España*: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/indeco.html>
- Belio, L.** (2013). La deuda pública española y las agencias de calificación: luces y sombras. Trabajo final de grado. Universidad de Valladolid, Valladolid.
- Biglaiser, G.** (2008). Sovereign Bond Ratings. *Moody's Investor Service*, 1092–1116. DOI: <http://doi.org/10.1177/0010414007308021>
- Blanco, J.M.** (2008). *Economía: teoría y práctica*. (5ª ed.). Editorial: McGrawHil.
- Calvo, J.** (2005). La Deuda Pública en la nueva Ley General Presupuestaria: aspectos sustantivos y procedimentales. *Instituto de Estudios Fiscales*. 219-246.
- Cantor, R. y Packer, F.** (1996). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *Federal Reserve Bank of New York*, 37-53.
- Comín, F.** (2013). Apuros, ahogos, arreglos y bancarrotas. Las crisis de la deuda pública. En F. Comín Comín y M. Hernández Benítez, *Crisis económicas en España: 1300-2012. Lecciones de la Historia*. Madrid: Alianza Editorial, SA.
- Córdoba, M.** (2011). ¿Qué hacer con las agencias de calificación?. *Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias*, (42), 151–168.
- Cubero, J.I.** (2012). Control y regulación de las agencias de calificación crediticia en los mercados de deuda pública: cuestiones controvertidas y propuestas de solución. *Revista de Administración Pública*, (188), 279–314.
- Datosmacro.** (s.f.). Recuperado el 27 de mayo de 2016, de *Datosmacro*: <http://www.datosmacro.com>
- Daza, J. y Miralles, J.L.** (2012). Crisis de confianza en los mercados de deuda. *Book of Proceedings*, (3), 802-817.
- Dimitrijevic, A., Beers, T., Chambers, J., Kraemer, M. y Woodwell, C.** (2013). Sovereign Government Rating Methodology And Assumption. *RatingsDirect*, Issue 1, 1-42.
- Eurostat.** (s.f.). Recuperado el 30 de mayo de 2016, de *Eurostat*: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/main>
- Fernández, D.** (2016). La crisis económica española: una gran operación especulativa con graves consecuencias. *Estudios Internacionales*, (183), 119-151.
- Francés, F.** (2012). Análisis sostenibilidad de la deuda pública. Trabajo final de grado. Universidad Complutense de Madrid, Madrid.

- Guaita, J.** (2014). Impacto de los ciclos económicos en el mercado de eurobonos. Tesis. Universitat Politècnica de València, València.
- Jiménez, D.** (5 de febrero de 2015). El QE de Mario Draghi. *Economipedia*. <http://economipedia.com/noticias/>
- Kaminsky, G. y Schmukler, S.** (2001). Emerging markets instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?. *The World Bank Economics Review*, 171-195.
- Mars, A.** (9 de marzo de 2015). ¿Qué es la expansión cuantitativa del BCE? ¿En qué nos afecta?. *El País*. <http://economia.elpais.com/economia/>
- Ministerio de Economía y Hacienda. Gobierno de España.** (2008-2016). Presupuestos anuales. Recuperado de: <http://www.sepg.pap.minhap.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/pge2016/Paginas/pge2016.aspx>
- Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.** (2015). Presupuestos Generales del Estado. Informe Económico y Financiero. Recuperado de: <http://www.sepg.pap.minhap.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/InformeEconomicoFinanciero/Paginas/InformeEconomicoFinanciero.aspx>
- Montero, Y.** (5 de diciembre de 2015). Tapering. *Economipedia*. <http://economipedia.com/definiciones/>
- Nieto, A.** (2011). ¿Qué es la prima de riesgo y cómo se calcula?. *El blog salmón*. Recuperado de: <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-es-la-prima-de-riesgo-y-como-se-calcula>
- Olier, E.,** (2011), *Geoeconomía: las claves de la economía global*, Madrid, España: Pearson-Prentice Hall.
- Peña, A.** (2002). La Clasificación del Riesgo Soberano. *Revista de economía*, vol. IX, (2), 123-160
- Rodríguez, L., Parejo, J., Cuervo, A. y Calvo, A.** (2000). *Manual de sistema financiero español*. (13ª ed.). Editorial: Ariel Economía.
- Rojas, E.** (2008). La Calificación del Riesgo Soberano. *TEC Empresarial*, 2 (2), 21-27.
- Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos.** (2008-2016). Estadísticas Presupuestos Generales del Estado Consolidados. Recuperado de: <http://www.sepg.pap.minhap.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/Estadisticas/Paginas/Estadisticas.aspx>
- Stringer, T., McCormack, J., Fox, R., Renwick, D., Colquhoun, A. y Krustins, K.** (2014). Sovereign Rating Criteria. *Fitch Ratings Global*, 1-23.
- Tapia, A.** (2010). *Las Agencias de Calificación Crediticia. Agencias de "Rating"*. Cizur Menor (Navarra), Aranzadi SA.

Tesoro Público. (2008-2016). Boletín mensual del mercado de deuda pública. Recuperado de:
<http://www.tesoro.es>

Torgerson, T., McCormick, F. y Reid, A. (2011). Rating Sovereign Governments. *DBRS: INSIGHT BEYOND THE RATING*, 1-22.

Vázquez, M. (s.f.). Una aproximación a la actual crisis de deuda en España. *Economía UNAM*, 12(34), 53–67. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S1665-952X\(15\)30004-9](http://dx.doi.org/10.1016/S1665-952X(15)30004-9)

LEGISLACIÓN Y NORMATIVA

Canadá: Instrumentación Nacional 25-101, de 27 de enero de 2012, de Designación de Organizaciones de Calificación. *Boletín de la Comisión de Valores de Ontario*, de 20 de abril de 2012, núm.35. páginas 913 a 952.

España: Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria. *Boletín Oficial del Estado*, de 27 de noviembre de 2003, núm. 284, páginas 42079 a 42126.

España: Ley 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. *Boletín Oficial del Estado*, 30 de abril de 2012, núm. 103, páginas 32653 a 32675.

Europa: Tratado de Maastricht, de 7 de febrero de 1992. *Tratado de la Unión Europea*, 1 de noviembre de 1993, páginas 1 a 253.

Europa: Reglamento (CE) nº 1060/2009, de 16 de septiembre, del Parlamento Europeo y Consejo sobre las agencias de calificación crediticia. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 17 de noviembre de 2009, núm. 302, páginas de 1 a 31.

OICV. (2013). *Código de la Organización Internacional de Comisiones de Valores*, pág. 3.

ANEXO: METODOLOGÍAS DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

A continuación se procede a exponer las metodologías que siguen las cuatro agencias de calificación para otorgar una valoración sobre la deuda soberana de un país. Todos los datos expuestos a continuación han sido extraídos de las metodologías publicadas por las cuatro agencias en sus respectivas páginas web.

S&P Global Ratings

Standard & Poor's es una de las tres grandes agencias de calificación de riesgo crediticio, con la que forma un oligopolio. Su historia se remonta a 1860, cuando Henry Barnum Poor publicó *History of Railroads and Canals of the United States*. A Poor le preocupaba la falta de información de calidad disponible para los diversos inversionistas, por lo que inició una campaña para dar a conocer los detalles sobre operaciones de las empresas. S&P publica calificaciones crediticias desde 1916 de forma periódica, ofreciendo análisis independientes de riesgo crediticio a inversionistas y participantes de mercado de todo el mundo. Desde 1966, forma parte de la empresa estadounidense McGraw-Hill

Standard & Poor's (en adelante S&P) lleva proporcionando información sobre el mercado financiero durante más de 150 años. Además de S&P Rating Services, la compañía tiene dos divisiones más: S&P Dow Jones, el índice del mercado bursátil de Estados Unidos, y S&P Capital IQ, una división encargada de proporcionar investigaciones, datos y análisis a diversos inversores y asesores institucionales. El 26 de abril de 2016 Standard & Poor's Rating Services cambió su nombre a S&P Global Ratings.

Actualmente S&P tiene oficinas repartidas en 26 países, entre los que se encuentra España, y emite calificaciones de títulos de deuda en más de 100. Las calificaciones de S&P se organizan mediante letras, siendo AAA la más alta y D la más baja.

S&P diferencia entre dos rangos de calificaciones para la deuda a largo plazo:

- Inversiones estables o Investment grade: esta calificación indica que un bono tiene un riesgo relativamente bajo de incumplimiento por parte del emisor. Forman parte de este rango los bonos con calificaciones entre AAA y BBB.

Tabla 12: Calificaciones de S&P a largo plazo en grado de inversión

Calificación	Definición
AAA	Es la calificación más alta que S&P otorga. La capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros es extremadamente alta.
AA	El emisor tiene una capacidad muy alta para cumplir con sus compromisos. Difieren de los emisores con las calificaciones más altas en un pequeño grado
A	El emisor tiene una alta capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras, pero es más susceptible a los efectos adversos de los diferentes cambios en las circunstancias y condiciones económicas que los emisores con calificaciones más altas
BBB	El emisor tiene una capacidad adecuada para cumplir con sus compromisos. Sin embargo, es más probable que un cambio de circunstancias o condiciones económicas adversas guíen a una disminución de su capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras.

Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la página web de S&P

- Inversiones de riesgo o Speculative grade: esta calificación indica una mayor dificultad por parte del emisor para hacer frente al pago tanto del principal como de los intereses. En este rango se encuentran los bonos con calificaciones entre BB y D.

Tabla 13: Calificaciones de S&P a largo plazo en grado especulativo

Calificación	Definición
BB	El emisor es menos vulnerable en el corto plazo que otros emisores con calificaciones inferiores. Sin embargo, se enfrenta a una constante incertidumbre y exposición ante situaciones financieras, económicas o del negocio que podrían desembocar en una inadecuada capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones financieras.
B	El emisor es más vulnerable que aquellos con una calificación “BB”, pero en la actualidad posee la capacidad de cumplir con sus obligaciones financieras. Condiciones financieras, económicas o de negocio adversas probablemente perjudicarían la capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones.
CCC	El emisor es vulnerable en la actualidad, y depende de situaciones de negocio, financieras y económicas favorables para cumplir con sus obligaciones financieras.
CC	El emisor es vulnerable en la actualidad. Esta calificación se usa cuando no ha ocurrido un incumplimiento, pero S&P prevé éste como una certeza virtual, sin considerar el momento en que esto suceda.
C	El emisor es en la actualidad altamente vulnerable al impago, y se espera que la obligación tenga una recuperación final más baja en comparación con las obligaciones con calificación más elevada.
D	Una obligación con una calificación “D” se encuentra actualmente en incumplimiento de una promesa imputada, es decir, cuando los pagos sobre ella no se realizan en la fecha que vencen, a menos que S&P considere que tales pagos se realizarán en un lapso de cinco días hábiles. Esta calificación también se otorga después de que el emisor solicite el estado de bancarrota o realice una acción similar y cuando el incumplimiento de una obligación es una certeza virtual.
ND	Estas significan que S&P no ha asignado ninguna calificación a la emisión, que no hay suficiente información sobre la cual S&P pueda basar una calificación o que la agencia no califica una obligación debido a una cuestión de políticas.

Fuente: Elaboración propia con los datos extraídos de la página web de S&P

- Para la deuda a corto plazo, S&P diferencia también entre Investment grade y Speculative grade, con las mismas características explicadas anteriormente:

Tabla 14: Calificaciones de S&P a corto plazo en grado de inversión

Calificación	Definición
A-1	Una obligación con esta calificación se encuentra en la categoría más elevada de S&P. La capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones financieras es alta. Dentro de esta categoría, las calificaciones de algunas obligaciones poseen el signo "+", el cual indica que la capacidad del emisor es extremadamente fuerte.
A-2	Una obligación con esta calificación es un poco más susceptible a los efectos adversos causados por cambios en las condiciones económicas que aquellas obligaciones con calificaciones más altas. Sin embargo, la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros es satisfactoria.
A-3	Una obligación con esta calificación presenta parámetros de protección adecuados. Sin embargo, es más probable que ciertas situaciones económicas y coyunturales debiliten la capacidad del emisor para hacer frente a sus obligaciones financieras.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de S&P

Tabla 15: Calificaciones de S&P a corto plazo en grado especulativo

Calificación	Definición
B	Las obligaciones con esta calificación son vulnerables y poseen características especulativas significativas. El emisor presenta capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras en la actualidad, pero se enfrenta a importantes incertidumbres que podrían hacer que su capacidad fuera inadecuada para cumplir con dichas obligaciones.
C	Una obligación con una calificación "C" es actualmente vulnerable al impago y depende de condiciones financieras, económicas y del negocio favorables para cumplir con sus obligaciones financieras.
D	Una obligación con esta calificación se encuentra en la actualidad en impago. También se otorga esta calificación cuando el emisor solicita la petición de bancarota o cuando la comisión del impago es una certeza virtual.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de S&P

Las calificaciones "AA", "A", "BBB", "BB" y "B" pueden ir acompañadas de un signo "+" o "-". Estos signos muestran la posición relativa dentro de las principales categorías de calificación.

Una calificación de “AA+” tiene una valoración superior a los estándares que forman la calificación “AA”, pero no la suficiente como para ser calificada como “AAA”. S&P puede otorgar esta calificación de “AA+” si considera que una obligación calificada como “AA” tiene una perspectiva positiva, es decir, si considera que puede obtener una calificación de “AAA” en un periodo relativamente corto de tiempo.

Para otorgar una calificación a la deuda de un país, S&P basa su análisis en cinco factores considerados clave:

- Evaluación institucional, que mide la efectividad institucional y de gobernabilidad, además de los riesgos a la seguridad.
- Evaluación económica, que mide la estructura económica y las perspectivas de crecimiento.
- Evaluación externa, refiriéndose a la posición que ocupa un país en el mercado exterior, y en el que se mide la liquidez externa y la posición inversor internacional.
- Evaluación fiscal, que mide el desempeño fiscal y su flexibilidad, así como la carga de la deuda.
- Evaluación monetaria, que estudia la flexibilidad monetaria.

Para estos cinco factores, S&P asigna un valor entre 1 y 6, siendo 1 el valor más fuerte y 6 el más débil, dependiendo de la situación del país en cada uno de los factores.

Tras realizar una valoración de cada uno de los factores, S&P los agrupa del siguiente modo:

- Perfil institucional y económico, del que forman parte la evaluación institucional y la evaluación económica.
- Perfil de flexibilidad y desempeño, del que forman parte la evaluación externa, la evaluación fiscal y la evaluación monetaria.

Estos dos perfiles son más adelante combinados para determinar la calificación o *rating* de una deuda soberana en moneda local, tras valorar una serie de ajustes suplementarios y considerar las tendencias y otros factores que podrían llevar a que la agencia aumentara o disminuyera dicho *rating* en un escalón.

La deuda soberana en moneda local es más tarde ajustada para obtener la calificación de la deuda soberana en moneda extranjera, aplicando una disminución de entre cero y dos escalones cuando proceda.

1. Evaluación institucional

La evaluación institucional valora cómo las instituciones gubernamentales y su capacidad para desarrollar políticas afectan a los fundamentales de crédito soberano por medio de finanzas públicas sostenibles, la promoción de un crecimiento económico responsable y la respuesta ante shocks económicos y políticos.

La evaluación institucional tiene en cuenta los siguientes factores:

- La efectividad, predictibilidad y estabilidad del desarrollo de políticas por el Estado y de las instituciones políticas. Esto se basa en:
 - Historial del Estado en la gestión de las pasadas crisis económicas, políticas y financieras.
 - Mantenimiento de un desarrollo de políticas prudente.
 - Crecimiento económico responsable.
 - Predictibilidad de las políticas.
 - Retos reales o potenciales a las instituciones políticas,
 - Cohesión de la sociedad civil.
- La transparencia y responsabilidad de las instituciones, datos y procesos así como el alcance y exactitud de la información estadística, basado en:
 - Existencia de controles y equilibrios entre instituciones.
 - Nivel de percepción de corrupción.
 - La aplicación imparcial de contratos y respeto por el imperio de la ley.
 - Independencia de las oficinas estadísticas y los medios de comunicación.
- La cultura de pago de la deuda soberana. En este caso, un Estado no podrá obtener una calificación mayor que "6" si se cumple alguna de las siguientes características:
 - Atrasos significativos y sostenibles en el pago de la deuda oficial bilateral.
 - Un discurso público que cuestione la legitimidad de la deuda contraída por la administración previa.
 - Ausencia de cambios materiales en las políticas desde el último impago.
- Los riesgos de seguridad externa, los cuales incluyen las guerras o amenazas de guerra provenientes de conflictos o relaciones tensas con países vecinos.

2. Evaluación económica

La historia de los impagos de deuda soberana sugiere que una economía diversificada, rica,

con capacidad de recuperación, orientada al mercado y con capacidad de adaptación, junto con un crecimiento sostenible, provee a un Estado de una base de ingresos fuerte, mejora la flexibilidad de sus políticas fiscales y monetarias y mejora su capacidad de pago de la deuda. Se ha observado que las economías con fuerte orientación al mercado tienden a producir mayores niveles de riqueza porque permiten una asignación de recursos más eficiente con el fin de promover un crecimiento económico sostenible y a largo plazo.

Los factores clave de la evaluación económica de un Estado soberano son:

- Niveles de ingresos, los cuales se asignan mediante el estudio del PIB per cápita.
- Perspectivas de crecimiento, que se mide mediante el estudio de la tendencia de crecimiento del PIB per cápita, para lo cual se hace un estudio de 10 años, dividiéndose entre los 6 años anteriores, el año actual y las proyecciones para los 3 años venideros
- Diversidad y volatilidad económica.

3. Evaluación externa

La evaluación externa refleja la habilidad de un país para obtener fondos provenientes del exterior para cumplir con sus obligaciones con el sector público y privado de los no residentes. Se refiere a las transacciones y posiciones de todos los residentes respecto a los no residentes, puesto que la totalidad de estos stocks afecta a la competitividad de un país, el desarrollo de los tipos de cambio, el sentimiento del inversor externo y el poder internacional de un país en compras y reembolsos.

Hay tres factores que determinan la evaluación externa de un país:

- La situación de la moneda de un país en las transacciones internacionales. En este punto S&P diferencia entre tres tipos de países:
 - Países con moneda reserva: son aquellos países cuya moneda posee el 3% o más de todas las reservas mundiales, impulsado por la influencia política y económica del país. La demanda de deuda de estos países tiende a aumentar en épocas de crisis, basada en la credibilidad de sus instituciones y políticas, sistema financiero fuerte y mercado de capitales amplio y abierto. Para su análisis, S&P utiliza el ratio deuda externa neta - ingresos por cuenta corriente.
 - Países con moneda activamente comercializada: aquellos países que gozan de una moneda cuya compra o venta compone más del 1% de la facturación del mercado

extranjero global y su moneda no es una moneda reserva. Para su análisis, S&P utiliza el ratio deuda externa neta - ingresos por cuenta corriente.

- Otros países: son aquellos países cuya moneda no es ni moneda reserva ni es activamente comercializada. Para su análisis S&P combina la evaluación del endeudamiento externo del país y su liquidez externa.
- La liquidez externa del país, que se evalúa mediante el ratio de:
 - Necesidades brutas de financiación externa, estudiando para ello la media entre la estimación del año en curso y las perspectivas para los siguientes 2/3 años.
 - Reservas externas utilizables, es decir, la suma de reservas en moneda extranjera de no residentes bajo el control del banco central.
 - La posición externa del país, medida por el ratio deuda externa neta - ingresos por cuenta corriente. Se entiende por deuda externa neta la suma de la deuda externa bruta, reservas oficiales en moneda extranjera, activos líquidos externos del sector público y activos del sector financiero en general.

La calificación de la evaluación externa de un país es más tarde ajustada a la alza o a la baja dependiendo de la posición de su moneda, de la apertura de su economía y de su estado financiero. Los países miembros de una unión monetaria, como es el caso de España, son evaluados individualmente, debido a sus diferentes situaciones tanto en liquidez externa como en balanza por cuenta corriente.

Para países de los que S&P carece de la suficiente información, primero asigna la calificación del país propietario de la moneda que utiliza, realiza un ajuste a la baja debido a la falta de información, seguido de otro ajuste a la baja si su economía doméstica usa financiación externa con riesgo de fuga de capitales, si sus negocios financieros están amenazados por cambios regulatorios o de impuestos o si S&P considera que hay ciertos factores externos que puedan afectar a la reputación del país. Estos últimos ajustes no se producen si el país está relacionado con el país propietario de la moneda mediante un tratado, si los bancos son mayoritariamente propiedad de otros países con una calificación "A" o superior o si hay evidencia de que los activos de los sectores público y privado gozan de una mejor posición externa que el país propietario de la moneda.

4. Evaluación fiscal

La evaluación fiscal refleja la sostenibilidad de los déficits de un Estado y la carga de su deuda.

Para obtener una calificación, S&P estudia dos factores:

- Actuación fiscal y flexibilidad: S&P hace una evaluación inicial basado en las perspectivas de cambio en la deuda del Estado como porcentaje del PIB, para luego realizar varios ajustes, tanto a la baja como al alza.
 - Actuación fiscal: como se ha comentado antes, la principal forma de medir la actuación fiscal es calcular el cambio en la deuda del Estado durante el año expresado en porcentaje del PIB, ya que recoge los movimientos del tipo de cambio y el reconocimiento de los pasivos contingentes.
 - Flexibilidad fiscal, tendencias fiscales a largo plazo y vulnerabilidades: la evaluación de la flexibilidad de ingresos y gastos de un Estado, sus vulnerabilidades y las tendencias a largo plazo es eminentemente cualitativa. Para ello tiene en cuenta cambios demográficos, además de realizar varios ajustes, tanto al alza como a la baja.
- Carga de la deuda: refleja las perspectivas del nivel de deuda de un país. Para estudiarlo, S&P se basa en la deuda relativa el PIB, el coste de los intereses de la deuda respecto a los ingresos estatales, la estructura de la deuda, la capacidad de acceso a fondos y los riesgos relacionados a los pasivos contingentes que pueden pasar a ser deuda del Estado si se materializan.
 - Nivel de deuda y coste de la deuda: en este apartado se miden los gastos en intereses por parte del Estado como porcentaje de los ingresos, así como la deuda soberana neta como porcentaje del PIB, de la que se deducen los activos financieros más líquidos. No incluye la deuda de los bancos centrales, excepto en casos en los que dicha deuda pueda ser utilizada más allá de usos de política monetaria.
 - Acceso a fondos y estructura de la deuda: la evaluación de la deuda de un país se ve afectada si se cumple al menos dos de las siguientes condiciones: 1) la deuda soberana supera el 10% del PIB y tiene alta exposición a movimientos en los tipos de cambio; 2) la deuda soberana supera el 10% del PIB y es mantenida en un 60% o superior por no residentes; 3) el servicio de la deuda es vulnerable debido a un perfil de amortización que varía en más de un 5% del PIB en un año; 4) más del 20% del sector bancario residente está expuesto al Gobierno mediante préstamos o subvenciones.

- Pasivos contingentes: son aquellas obligaciones con potencial para convertirse en parte de la deuda soberana si se materializan, y pueden agruparse en pasivos contingentes de las instituciones financieras, pasivos contingentes de las empresas del sector público no financiero y garantías y otros pasivos contingentes fuera de presupuesto. Estos pasivos contingentes se agrupan dependiendo del riesgo de que se materialicen, en un rango desde “limitado” hasta “muy alto”. Su análisis se realiza en dos pasos: 1) se estiman los pasivos contingentes de las entidades depositarias; 2) dichos pasivos contingentes se ajustan debido al riesgo de las instituciones financieras no depositarias, entidades publicas no financieras y otros pasivos financieros.

5. Evaluación monetaria

La evaluación monetaria refleja la capacidad de las autoridades monetarias para imponer su mandato a la vez que se mantiene un crecimiento económico sostenible y se atenúan los grandes shocks económicos y financieros. La evaluación monetaria proviene del análisis de los siguientes elementos:

- La habilidad de un Estado para coordinar sus políticas monetarias con otras políticas fiscales y económicas con el fin de mantener un crecimiento económico sostenible.
- La credibilidad de la política monetaria, medida a través de las tendencias de inflación en un ciclo económico. La independencia operacional de las autoridades monetarias, así como de la gestión y legalidad favorecen la credibilidad de un país. Otro factor con peso es una política monetaria efectiva, la cual es medida a través de la estabilidad de precios. La habilidad para ser prestamista de último recurso es otro factor clave para la estabilidad financiera de un país.
- El impacto de los mecanismos monetarios orientados al mercado en la economía real, como resultado de la profundidad y diversificación del sistema financiero local y los mercados de capitales. Las tasas de descuento, la necesidad de una reservas mínimas y las operaciones de mercado abierto influyen los costes de financiación y por tanto al sistema financiero local. Los países con mayor calificación son aquellos con un alto nivel de intermediación financiera.

Las calificaciones obtenidas en los distintos puntos es ajustada posteriormente dependiendo de los mecanismos de transmisión de un país, el nivel de depósitos de residentes en moneda

extranjera y las restricciones de cambio que aplique el Gobierno en cuestión.

Los Estados con una amplia flexibilidad monetaria obtienen una mayor calificación, mientras que aquellos que carecen de ella suelen encontrarse en los últimos escalones de calificación. Entre estos últimos se encuentran países cuya moneda es controlada por otro país, países con grandes restricciones de cambio y países con inflación elevada o con alta dolarización (más del 50% de los depósitos de residentes en moneda extranjera).

Para países miembros de una unión monetaria, la evaluación se realiza en dos pasos: 1) se aplica una calificación para la unión monetaria en su conjunto; 2) se rebaja la calificación en un escalón para expresar la menor flexibilidad de cada uno de los miembros de la unión con respecto a esta, más otro escalón adicional si la economía de un país no está sincronizada con la del resto de países de la unión.

La calificación de la deuda en moneda extranjera se extrae de la calificación de la deuda en moneda local, aplicando uno o dos escalones a la baja dependiendo de la independencia de las políticas monetarias, de la profundidad de los mercados de capitales en moneda extranjera y de la flexibilidad institucional y fiscal.

Moody's Investors Service

Moody's Investors Service forma parte de Moody's Corporation junto a Moody's Analytics. Moody's Corporation fue fundado en 1909 con la intención de producir manuales de estadística relacionados con los bonos y su calificación, siendo su fundador, John Moody, el pionero en calificar la calidad de un bono o, al menos, de publicarlo ampliamente en un formato accesible.

En sus inicios conocida como Moody's Analyses Publishing Company, basada en la calificación de bonos de empresas ferroviarias, la compañía expandió sus calificaciones a firmas industriales y materias primas, así como bienes públicos, con la publicación de *Moody's Manual*, las cuales se presentaban en un formato de letras. Un año después de la publicación de su manual, la empresa pasó a llamarse Moody's Investors Service.

En la actualidad Moody's tiene presencia en 36 países, entre los que se encuentra España, calificando la deuda de más de 120 países, de 11.000 empresas, de 21.000 empresas públicas y de 72.000 productos estructurados, con unos beneficios anuales de 3.500 millones y más de 10.800 personas empleadas. Para realizar sus *ratings* la empresa utiliza una escala alfanumérica, cuyo rango va desde Aaa hasta C.

Moody's diferencia entre dos rangos de calificaciones:

- Inversiones estables o con Investment grade: esta calificación indica que un bono tiene un riesgo relativamente bajo de incumplimiento por parte del emisor. Forman parte de este rango los bonos con calificación entre Aaa y Baa3.

Tabla 16: Calificaciones de Moody's a largo plazo en grado de inversión

Calificación	Definición
Aaa	Las obligaciones con esta calificación son consideradas de la calidad más alta posible, y están sujetas al nivel más bajo de riesgo de crédito.
Aa	Las obligaciones con esta calificación son consideradas de alta calidad y por lo tanto están sujetas a un nivel muy bajo de riesgo de crédito.
A	Las obligaciones con esta calificación son consideradas de una calidad media-alta y están sujetas a un bajo riesgo de crédito.
Baa	Las obligaciones con esta calificación son consideradas de una calidad media y están sujetas a un riesgo de crédito moderado, por lo que pueden poseer ciertas características de obligaciones con Speculative grade

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Moody's

- Inversiones de riesgo o con Speculative grade: esta calificación indica una mayor dificultad por parte del emisor respecto a hacer frente al pago tanto al principal como de los intereses de una obligación. En este rango se encuentran los bonos con calificaciones en el rango entre Ba y C.

Tabla 17: Calificaciones de Moody's a largo plazo en grado especulativo

Calificación	Definición
Ba	Las obligaciones con esta calificación son consideradas como el primer escalón dentro del Speculative grade y están sujetas a un riesgo de crédito considerable.
B	Las obligaciones con esta calificación son consideradas puramente especulativas y están sujetas a un alto riesgo de crédito.
Caa	Las obligaciones con esta calificación son consideradas especulativas de baja calidad y se asocian con un riesgo de crédito muy elevado.
Ca	Las obligaciones con esta calificación son altamente especulativas y existe cierta probabilidad de que en un plazo corto de tiempo se produzca un impago, con perspectivas de recuperación del principal e intereses.
C	Las obligaciones con esta calificación son aquellas con la peor calidad que estima Moody's y habitualmente se encuentran en una situación de impago, con pocas perspectivas de recuperar tanto el principal como los intereses.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Moody's

Las calificaciones "Aa", "A", "Baa", "Ba", "B" y "Caa" pueden ir acompañadas de un "1", "2" o "3", dependiendo de la situación en la que se encuentre una deuda dentro de cada nivel de calificación. Así, el "1" indica que la obligación se encuentra en la parte alta de la categoría de su calificación general, el "2" que se encuentra en la mitad de la categoría y el "3" que se encuentra en la parte baja de dicha categoría.

- Para la deuda a corto plazo, Moody's diferencia también entre Investment grade y Speculative grade, con las mismas características explicadas anteriormente:

Tabla 18: Calificaciones de Moody's a corto plazo en grado de inversión

Calificación	Definición
P-1	Los emisores con esta calificación tienen una capacidad superior de devolver su deuda emitida a corto plazo
P-2	Los emisores con esta calificación tienen una capacidad alta de devolver puntualmente las obligaciones financieras emitidas a corto plazo.
P-3	Las emisiones con esta calificación tienen una capacidad aceptable de devolver con puntualidad sus obligaciones financieras emitidas a corto plazo.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Moody's

Tabla 19: Calificaciones de Moody's a corto plazo en grado especulativo

Calificación	Definición
NP	No se encuentra en ninguna de las categorías anteriores, bien porque se considera que las obligaciones financieras son de difícil cobro, bien porque Moody's no tiene una calificación para dicha deuda.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Moody's

Para otorgar una calificación a la deuda emitida por un país, Moody's se basa en cuatro factores:

- Situación económica, o la habilidad de un país para generar ingresos y servicio de deuda en el medio plazo.
- Situación institucional, o la capacidad de un gobierno para aplicar políticas económicas que afecten a la prosperidad y crecimiento económico del país.
- Situación fiscal, que estudia la salud general de las finanzas del gobierno.
- Susceptibilidad al riesgo, que estudia el riesgo de que eventos extremos e inesperados afecten a la posibilidad de impago de un país.

Para cada uno de estos factores, Moody's establece una tabla de 15 valores, desde "Muy alto +" hasta "Muy bajo -", los cuales son usados para determinar la calificación en cada sub-factor y, por lo tanto, de cada factor.

La situación económica e institucional se combinan, con el mismo peso cada una, para formar la Resiliencia económica. Una vez formada la Resiliencia económica, se le agrega la situación fiscal, unión en la cual tiene más peso la primera, para formar la Situación financiera gubernamental. Para acabar, a la Situación financiera gubernamental se le agrega la susceptibilidad al riesgo, la cual únicamente puede reducir la calificación del país, para formar la calificación de la deuda soberana de dicho país.

En cuanto a la moneda, Moody's diferencia entre deuda en moneda local y deuda moneda extranjera únicamente en casos específicos y sujetos a criterios específicos. Esta postura se basa en el hecho de que la apertura tanto de las balanzas de capitales y por cuenta corriente se ha visto incrementada; los mercados de capitales se han expandido y liberalizado; y las bases inversoras de los estados se han expandido y externalizado parcialmente.

Se produce una diferencia entre tipos de moneda cuando hay una movilidad de capitales limitada y los gobiernos se enfrentan a problemas en su liquidez externa o, en su caso, existe una diferencia notable entre su habilidad o voluntad para pagar a sus acreedores en moneda local o en moneda extranjera.

1. Situación económica

Este factor estudia la situación económica de un país basándose en su crecimiento potencial, diversificación, competitividad, ingresos nacionales y tamaño, y es importante para determinar la resiliencia de un país o, lo que es igual, su capacidad para sobreponerse a determinados shocks:

- **Dinámica de crecimiento:** para estudiar la dinámica de crecimiento de la economía de un país, se incorpora una serie de indicadores globalmente consistentes y objetivos a la evaluación, teniendo en cuenta las medias de diferentes años con la finalidad de eliminar los efectos de los ciclos económicos. Estos indicadores son: 1) la actuación reciente y perspectivas en el medio plazo del PIB; 2) la volatilidad del crecimiento del PIB; y 3) la competitividad e innovación del país según el Índice de Competitividad Global del Foro Económico Mundial.
- **Tamaño de la economía:** el indicador principal que utiliza Moody's para estudiar el tamaño de una economía es el PIB per cápita, el cual puede ser complementado por una evaluación de diversos factores estructurales que tengan en cuenta la fortaleza a largo plazo de dicho país.
- **Ingresos nacionales:** el indicador clave en este apartado es la cantidad de gastos en un país por parte de su población, el cual da una estimación del nivel de ingresos de los ciudadanos de un país. Los ingresos nacionales se miden por el PIB per cápita en términos de capacidad adquisitiva.

Además de estos factores, Moody's añade dos factores adicionales de ajuste:

- 1) "Boom de crédito", que evalúa si un crecimiento excesivo del crédito está afectando al resto de indicadores. Para ello, primero se estudia si realmente hay un crecimiento de crédito excesivo y, posteriormente, la severidad potencial de cualquier posible evento financiero. La evaluación de la situación económica se verá afectada en la medida en que éste boom de crédito afecte a los indicadores económicos, produciéndose el ajuste siempre a la baja.

- 2) Diversificación, o capacidad de un país para absorber un shock económico basado en la diversidad y fortaleza de su economía. Para su estudio se observa la distribución de los sectores con alto valor añadido en los gastos anuales de un país. Este factor puede ajustar la calificación tanto al alza como a la baja.

2. Situación institucional

Este factor estudia si las características institucionales están encaminadas a apoyar la habilidad y voluntad de un país para pagar sus deudas, así como la capacidad del gobierno para aplicar políticas económicas que puedan afectar a la prosperidad y el crecimiento económico. Para ello, Moody's se basa en los Indicadores de Gobernabilidad Mundiales, complementándolos con una evaluación de la efectividad de las políticas de un país, centrándose en la credibilidad de su banco central y su predisposición a actuar si fuera necesario:

- Marco institucional y efectividad: este factor se divide, a su vez, en tres sub-factores:
 - 1) Efectividad gubernamental: estudia la calidad de la administración y la burocracia gubernamental, a la vez que tiene en cuenta la planificación de las políticas, capacidades de implementación, la calidad de la gestión de los presupuestos y la independencia de los servicios públicos.
 - 2) Imperio de la ley: estudia el empoderamiento del contrato, la independencia de los jueces y confianza en el poder judicial, y los derechos de propiedad.
 - 3) Control de la corrupción: tiene en cuenta el grado de utilización de los poderes públicos para beneficio privado, el acaparamiento de la economía por parte de las élites, la burocracia o intereses especiales, así como la transparencia y la rendición de cuentas.
- Credibilidad de las políticas y efectividad: este factor se divide en dos sub-factores:
 - 1) Comportamiento de la inflación: los mayores niveles de crecimiento sostenible de la economía y prosperidad se alcanzan mediante la estabilidad de precios, por lo que períodos de alta inflación o deflación actúan de forma negativa en la credibilidad de un país, bien porque se erosiona la confianza en una moneda como reserva de valor en el caso de una alta inflación, como porque disminuye la capacidad de un banco central para afrontar sus deudas, lo cual suele preceder a un estancamiento de la economía, en el caso de deflación. Por lo tanto, la credibilidad de un banco central o cualquier autoridad económica equivalente es clave en la estabilidad de la economía y seguridad financiera. Esto se mide at

través de los precedentes inflacionarios, así como una evaluación de la capacidad de un banco central para intervenir el sistema financiero en período de crisis, la cual es mayor en periodos deflacionarios.

- 2) Volatilidad de la inflación: se asocia a un grado alto de incertidumbre en las políticas monetarias y la incapacidad de un banco central para controlarla.

Además de estos factores, Moody's añade un factor extra para otorgar la calificación a la situación institucional: los precedentes de impagos. Este factor únicamente puede ajustar la calificación general a la baja, basado en el riesgo de un nuevo impago, cuán reciente fue el último impago y la cantidad de pérdidas que supuso para los inversores.

Tabla 20: Distribución de los componentes de la situación institucional

Factor de calificación	Sub-factor de calificación	Peso del sub-factor	Indicadores del sub-factor	Peso del indicador
Situación Institucional	Marco institucional y efectividad	75%	Indice Mundial de Efectividad Gubernamental	50%
			Indice Mundial del Imperio de la Ley	25%
			Indice Mundial de Control de la Corrupción	25%
	Credibilidad y efectividad de las políticas	25%	Nivel de Inflación	50%
			Volatilidad de la Inflación	50%
	Factores de ajuste	1-6 escalones	Histórico de impagos	N/A

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Moody's

3. Situación fiscal

La situación fiscal de un país estudia la salud en términos económicos de las finanzas estatales, para lo cual se tienen en cuenta factores como la carga de la deuda, la capacidad de pago de

deuda y la estructura de dicha deuda. A su vez, se tienen en cuenta tanto activos financieros como pasivos contingentes:

- Carga de la deuda: el estudio de la carga de la deuda se divide, a su vez, en dos sub-factores:
 - 1) Deuda del gobierno central / PIB: este factor tiene en cuenta la deuda bruta de un gobierno, y no ha de implicar de por sí una probabilidad más o menos elevada de impago, pero sí sirve como punto de partida para ello.
 - 2) Deuda del gobierno central / ingresos: este ratio da una visión de la capacidad del país para hacer frente al pago de sus deudas en referencia a sus ingresos actuales, aunque un ratio demasiado elevado puede reflejar hechos contraproducentes como una debilidad de la política fiscal.
- Capacidad de pago de la deuda: el estudio de este factor se divide, a su vez, en dos sub-factores:
 - 1) Pago de intereses del gobierno central / ingresos: este ratio indica el grado en que la carga de la deuda de un Estado se encuentra dentro de su capacidad de generación de ingresos, así como la voluntad de sus acreedores para financiar los déficits de un gobierno. A mayor ratio, mayor parte de los ingresos son destinados a pagar los intereses de la deuda.
 - 2) Pago de intereses del gobierno central / PIB: este ratio estudia la capacidad que otorgan los ingresos y gastos nacionales para cumplir con las necesidades del servicio de la deuda estatal.

Además de estos factores, Moody's añade cuatro factores para ajustar la calificación de la situación fiscal, los cuales reflejan la complejidad de la sostenibilidad del pago de la deuda.

Estos factores son:

- Tendencia de la deuda: Este factor se calcula como el cambio en porcentaje del nivel de deuda respecto al PIB en un periodo de tiempo, ofreciendo una visión retrospectiva y prospectiva de la trayectoria de la deuda a medio plazo. Si la trayectoria es descendente la calificación es ajustada al alza, mientras que si es ascendente se ajusta a la baja. La sostenibilidad de la deuda es un factor clave, y su análisis se basa en diferentes escenarios respecto al crecimiento nominal, la trayectoria fiscal y el desarrollo del tipo de interés.
- Deuda gubernamental en moneda extranjera: la probabilidad de impago aumenta a medida que la deuda de un gobierno en moneda extranjera aumenta, puesto que esto indica que el mercado de capitales interno es demasiado pequeño y el Estado ha de

recurrir a acreedores externos. Además, diferentes shocks macroeconómicos o de balanza de pagos pueden llevar a una crisis monetaria y una gran depreciación, lo que aumentaría los costes de servicio de la deuda y la carga de la deuda de un Estado en moneda local.

- Otras deudas del sector público: estas deudas se refieren a los pasivos contingentes referentes a diversas empresas del sector público que se materializan, lo que requiere de fondos del gobierno central.
- Activos financieros del sector público o fondos soberanos: este factor tiene en cuenta la potencial reducción de la deuda y otras transacciones fiscales. El estudio de este factor se basa en la deuda bruta estatal, e incluye ventas de bienes estatales o la emisión de fondos soberanos con objetivos domésticos.

Tabla 21: Distribución de los componentes de la situación fiscal

Factores de calificación	Sub-factores de calificación	Peso del sub-factor	Indicadores del sub-factor	Peso de los Indicadores
Situación fiscal	Carga de la deuda	50%	Deuda soberana/PIB	50%
			Deuda soberana/ingresos	50%
	Capacidad de pago de la deuda	50%	Pago de intereses/ingresos	50%
			Pago de intereses/PIB	50%
	Factores de ajuste	1-6 escalones	Tendencia de la deuda	N/A
			Deuda soberana en moneda extranjera/deuda soberana	N/A
			Otra deuda del sector público	N/A
			Activos públicos financieros	N/A

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Moody's

4. Susceptibilidad al riesgo

Este factor estudia el riesgo de que eventos extremos o inesperados afecten negativamente a las finanzas públicas, aumentando con ello la probabilidad de impago de cada país. Para estudiar la susceptibilidad al riesgo, Moody's hace una división entre cuatro tipos diferentes de riesgo:

- Riesgo político: el estudio de este factor se divide, a su vez, en dos sub-factores, los cuales aumentan la probabilidad de impago de un país:
 - 1) Riesgo político doméstico: este sub-factor se evalúa basándose en dos indicadores: el índice de Voz y Rendición de cuentas del Banco mundial y el PIB per cápita.
 - 2) Riesgo geopolítico: este sub-factor es difícil de evaluar cuantitativamente, por lo que su evaluación es habitualmente cualitativa, en base a las tensiones o conflictos entre países.
- Riesgo de liquidez gubernamental: refleja el riesgo de que un estado soberano carezca de la liquidez necesaria para hacer frente a su deuda. Este riesgo se mide mediante la combinación de los siguientes:
 - 1) Parámetros fundamentales: la necesidad de financiación de un estado soberano se mide a través de las Necesidades de Financiación Brutas relativas al PIB. Asimismo, la cantidad de deuda soberana mantenida por no residentes es también útil en tiempos de dificultades del mercado.
 - 2) Dificultades de financiación del mercado: un indicador de este factor es la serie de medidas tomadas sobre el riesgo de impago, basadas en el mercado, como los préstamos bilaterales o multilaterales. Sin embargo, la activación de un programa de apoyo condicional (un ejemplo sería el conocido como “rescate”) suele ser un signo de debilidad de crédito y mayor riesgo de impago.
- Riesgo del sector bancario y otros pasivos contingentes: el estudio de los pasivos contingentes se centran en sus perspectivas, la estimación de su tamaño y la evaluación del riesgo de materialización. Las garantías explícitas del Gobierno para cubrir los pagos de deuda de terceras partes son el tipo más común de pasivos contingentes, a los que habría que añadir los pagos de deuda de aquellas entidades a las que un Gobierno se podría sentir obligado a ayudar. Uno de los indicadores del tamaño de los pasivos financieros es la historia del Gobierno en aportación de ayudas a otras entidades. Apartado aparte merecen los bancos, cuyas ayudas se dan en forma de aportación de garantías para facilitar las líneas de crédito y las inyecciones directas de capital. Para el estudio de los pasivos contingentes se utiliza las necesidades potenciales de capital de cada banco y se

extrapolan al sistema bancario entero, así como la posibilidad de que el Gobierno favorezca la liquidez de los bancos a costa de pérdidas en el sector privado. La deuda financiera bruta de los emisores relacionados con el Estado es también un medidor aproximado del tamaño de los pasivos contingentes, que unida a la deuda de los bancos forman los pasivos contingentes totales del Estado. Una medida importante es la posibilidad de que estos pasivos contingentes se materialicen, lo cual se estudia mediante dos factores: 1) la calidad del crédito de los bancos y entidades relacionadas con el Estado ; y 2) la voluntad del Gobierno para apoyar a las empresas en caso de necesidad. Tres medidas destacan en el estudio de los pasivos contingentes de los bancos:

- 1) Fortaleza del sistema bancario: esta fortaleza se mide por la media aportada por el BCA (Bank Baseline Credit Assessment), derivado de la media aportada por las Calificaciones de Fortaleza Financiera de los Bancos (BFSR por sus siglas en inglés). El BCA representa la opinión de Moody's en la salud y seguridad intrínseca en un banco.
 - 2) Tamaño del sistema bancario: el tamaño del sistema bancario se mide por el total de activos bancarios de los bancos locales en relación al PIB. Así, cuanto más grande sea el sistema bancario, mayores serán los pasivos financieros para el Estado.
 - 3) Vulnerabilidades en el acceso a fondos: el indicador clave en este punto es el ratio crédito-depósitos.
- Riesgo de vulnerabilidad externa: los mejores indicadores en este punto son los siguientes:
 - 1) Balanza por cuenta corriente e Inversión extranjera directa: la balanza por cuenta corriente da una indicación aproximada de la cantidad de capital neto que un país necesita importar del resto del mundo para saldar la diferencia entre los gastos domésticos y las inversiones. Déficits grandes y continuados en la balanza por cuenta corriente necesitan de un gran endeudamiento externo, a menos que éstos sean financiados mediante inversión extranjera directa.
 - 2) Indicador de vulnerabilidad externa: este ratio mide la capacidad de un Estado para utilizar sus reservas internacionales de forma inmediata con la finalidad de amortizar deuda. Este ratio se define como la suma de la madurez residual de la deuda a corto plazo y los depósitos de no residentes en los bancos locales con madurez superior a un año entre el stock de reservas externas oficial del año previo.

- 3) Posición internacional neta de inversión: este indicador mide la diferencia entre el valor de mercado de los activos externos de un país y el de sus pasivos, relativo al PIB.

La calificación final otorgada por Moody's puede variar de la extraída del estudio de los cuatro factores descritos, puesto que la información utilizada para extraer ésta es puramente histórica, mientras que Moody's trata de dar unas perspectivas de futuro. Además, Moody's posee cierta información confidencial que apoya este cambio en la calificación.

Otros factores adicionales pueden ser utilizados para medir la calidad de la deuda de un país, que no se incluyen en el cálculo general puesto que pueden tener influencia en ciertos países, pero no en el conjunto de ellos.

Fitch Ratings

Fitch Ratings es una agencia internacional de calificación crediticia con doble sede, una en Nueva York y otra en Londres. Fundada por John Knowles Fitch en 1913 en Nueva York como, se combinó con IBCA Limited, cuya sede se encontraba en Londres, en 1997. Fitch también adquirió a sus competidores Thomson BankWatch y Duff & Phelps Credit Ratings Co. A partir de 2004 Fitch empezó a desarrollar operativas subsidiarias especializadas en la gestión del riesgo empresarial, los servicios de información y el entrenamiento de la industria financiera con la adquisición de Algorithmics, una empresa canadiense, y la creación de Fitch Solutions y Fitch Training. La empresa es propiedad en su mayoría de Fimalac, una sociedad holding francesa.

Fitch fue el precursor de la utilización de letras como método de representación de la calificación, hecho que fue seguido por el resto de agencias de calificación. Posee oficinas en más de 30 países, otorgando calificaciones a la deuda de 118 países.

Fitch diferencia entre dos rangos de calificaciones:

- Inversiones estables o con Investment grade: esta calificación indica que un bono tiene un riesgo relativamente bajo de incumplimiento por parte del emisor. Forman parte de este rango los bonos con calificación entre AAA y BBB.

Tabla 22: Calificaciones de Fitch a largo plazo en grado de inversión

Calificación	Definición
AAA	Esta calificación representa la expectativa más baja de riesgo de impago por parte del emisor. Se asigna sólo en casos de una capacidad extraordinariamente fuerte de pago de las obligaciones financieras. Esta capacidad es muy poco probable que se vea afectada por eventos predecibles.
AA	Esta calificación representa una expectativa muy baja de riesgo de impago por parte del emisor. Indica una capacidad muy alta de pago de las obligaciones financieras, la cual no es significativamente vulnerable a eventos predecibles
A	Esta calificación denota unas expectativas bajas de riesgo de impago. La capacidad de pago de las obligaciones financieras por parte del emisor se considera alta. Esta capacidad es más vulnerable a situaciones económicas adversas que aquellas obligaciones con calificaciones más altas.
BBB	Esta calificación representa unas expectativas de riesgo de impago que en la actualidad son bajas. La capacidad para el pago de las obligaciones financieras por parte del emisor se considera adecuada, pero situaciones económicas adversas pueden lastrar esta capacidad.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Fitch

- Inversiones de riesgo o con Speculative grade: esta calificación indica una mayor dificultad por parte del emisor respecto a hacer frente al pago tanto del principal como de los intereses de una obligación. En este rango se encuentran los bonos con calificaciones entre BB y D.

Tabla 23: Calificaciones de Fitch a largo plazo en grado especulativo

Calificación	Definición
BB	Esta calificación representa una vulnerabilidad elevada al riesgo de impago de la deuda, en especial si se producen cambios negativos en las condiciones económicas. Sin embargo, la flexibilidad financiera puede ayudar al emisor a cumplir con las obligaciones financieras.
B	Esta calificación indica que el riesgo material de impago está presente, pero existe un pequeño margen de seguridad. Las obligaciones financieras se cumplen en la actualidad, aunque la capacidad de pago es vulnerable a deteriorarse dado el ambiente económico.
CCC	El impago es una posibilidad real.
CC	El impago tiene una probabilidad alta de producirse.
C	El impago es inminente o inevitable.
RD	Esta calificación se otorga a los emisores que han incurrido en un impago, pero que no han entrado en bancarrota.
D	Esta calificación se otorga a los emisores que además de incurrir en un impago, han declarado la situación de bancarrota.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Fitch

Las calificaciones “AA”, “A”, “BBB”, “BB” y “B” pueden en ocasiones ir acompañadas de un signo “+” o “-”. Estos signos muestran la posición relativa de una deuda dentro de las principales categorías de calificación. Una calificación de “BBB+” tiene una valoración superior a los estándares que forman la calificación “BBB”, pero no la suficiente como para ser calificada como “A”. Fitch puede otorgar esta calificación de “BBB+” si considera que una obligación calificada como “BBB” tiene una perspectiva positiva, es decir, si considera que puede obtener una calificación de “A” en un período relativamente corto de tiempo.

- Para la deuda a corto plazo, Fitch diferencia también entre Investment grade y Speculative grade, con las mismas características explicadas anteriormente:

Tabla 24: Calificaciones de Fitch a corto plazo en grado de inversión

Calificación	Definición
F-1	Calificación crediticia máxima. Indica la capacidad más alta por parte de un emisor para hacer frente a sus obligaciones financieras. Puede ir acompañada de un “+” si esta capacidad es especialmente fuerte.
F-2	Buena calidad crediticia. Indica una capacidad satisfactoria para hacer frente al pago de las obligaciones financieras por parte del emisor, aunque no tan elevada como las obligaciones con calificación superior.
F-3	Las obligaciones con esta calificación presentan una calidad crediticia adecuada, indicando que el emisor tiene capacidad de pago aunque es vulnerable a efectos económicos adversos.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Fitch

Tabla 25: Calificaciones de Fitch a corto plazo en grado especulativo

Calificación	Definición
B	Esta calificación representa la primera dentro del grado especulativo. El emisor tiene una capacidad mínima para hacer frente al pago de sus obligaciones financieras, además de ser muy vulnerable a situaciones económicas adversas.
C	Las obligaciones con esta calificación presentan un riesgo de impago elevado, y la capacidad de pago del emisor depende de situaciones económicas favorables.
D	Esta calificación representa que el emisor se encuentra actualmente en impago o que el impago es inminente.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de Fitch

Fitch considera que el factor primordial para calificar la deuda de un país es analizar mediante herramientas cuantitativas y cualitativas la voluntad de dicho Estado, así como su capacidad, para hacer frente a las obligaciones contraídas. Una vez analizado esto, su estudio se centra en cuatro factores considerados clave:

- Situación macroeconómica, políticas y perspectivas, incluyendo las perspectivas de crecimiento, la estabilidad económica y la credibilidad de las políticas.
- Características estructurales de la economía respecto a su vulnerabilidad ante posibles shocks económicos, financieros, políticos y de gobernabilidad.

- Finanzas públicas, incluyendo presupuestos cuadrados, la estructura y sostenibilidad de la deuda pública y la financiación fiscal.
- Finanzas externas, incluyendo la sostenibilidad de las balanzas por cuenta corriente y la circulación de capitales, así como el nivel y estructura de la deuda externa, tanto pública como privada.

1. Situación macroeconómica, políticas y perspectivas

Fitch considera que una estructura política creíble es aquella en la que las políticas monetarias y fiscales trabajan responsable y conjuntamente con vistas a un crecimiento a largo plazo sostenible, a la vez que minimizan las consecuencias de una posible inflación u otros shocks económicos.

En este sentido, la volatilidad macroeconómica afecta negativamente tanto al ahorro como a la inversión, distorsiona el desarrollo del sector financiero y crea dudas en la toma de decisiones de negocio a largo plazo. Para estudiar esta volatilidad macroeconómica Fitch se basa en la desviación típica de las variaciones del PIB, en porcentaje, de los últimos diez años, así como en el Índice de Precios al Consumo (IPC) y el tipo de cambio efectivo.

Las economías con unas mejores políticas macroeconómicas disfrutan de mayores y más estables períodos de crecimiento no-inflacionario. Por ello, Fitch considera que aquellos países con períodos históricos de alta inflación son más propensos a volver a desarrollarlos en el futuro. Típicamente, los países con una larga historia de inflación presentan altos grados de apalancamiento y dolarización, por lo que el ratio de depósitos en moneda extranjera entre los depósitos totales es un factor cuantitativo en el que la agencia pone especial atención.

Otros de los factores clave en este punto para Fitch son la solidez del sistema financiero, las tendencias de la balanza de pagos y otros activos externos relacionados con la liquidez en moneda extranjera y los pasivos externos. Los países cuya moneda es considerada como moneda reserva gozan de excepcionalmente alta flexibilidad política y financiera.

En casos de unión monetaria como es la Unión Europea, la evaluación de las políticas monetarias y de tipo de cambio es considerada menos importante. En estos casos, la

importancia recae en la existencia de unas políticas fiscales y de ajuste estructural apropiadas y la competitividad y flexibilidad de la economía.

2. Características estructurales

Las características estructurales y el riesgo político son factores importantes en la evaluación de la solvencia de un país.

Para el estudio de estos factores, Fitch utiliza indicadores como el nivel de ahorro relativo al PIB, la apertura a la inversión extranjera y la existencia de mecanismos efectivos para dedicar recursos a diversos usos competitivos. Una economía con una buena valoración en estos indicadores tendrá mayor calificación que aquellas economías más rígidas y peor posicionadas para absorber posibles shocks

Los rankings otorgados por el Índice de Desarrollo Humano de las Naciones Unidas (UNHDI por sus siglas en inglés) y el *World Bank's Ease of Doing Business survey and Governance Indicators* (encuesta de facilidad para realizara negocios y otros indicadores de gobernabilidad del Banco Mundial), así como los ingresos brutos per cápita y el PIB per cápita son otros factores que ayudan a Fitch a otorgar una calificación.

1.1 Riesgo político

El riesgo político se refiere al riesgo de que las autoridades de un país carezcan de la voluntad y capacidad política para destinar los recursos necesarios con vistas a hacer frente a sus obligaciones financieras. Hay varios factores relevantes para estimar la solvencia de un país como son la legitimidad del régimen político, la efectividad del gobierno, el control de la corrupción y la posibilidad de conflicto civil. Para estudiarlos, Fitch utiliza los Indicadores de Gobernabilidad del Banco Mundial, entre otros.

El historial de pagos es considerado como el indicador más claro de la voluntad de pago de un país, por lo que la agencia lo utiliza como modo de penalizar la calificación de un país emisor si éste ha incurrido en impagos recientemente. La implementación de una reestructuración de la deuda tras un impago puede influenciar el servicio de la deuda en sus plazos estipulados.

Un último factor importante en la evaluación del riesgo de un país son la pertenencia a una comunidad internacional.

1.2 Sector bancario

Un sistema financiero y bancario bien supervisados y regulado es un factor positivo en la calificación de un país. Hay dos riesgos del sector bancario que afectan a la solvencia de un país: la inestabilidad económica y los pasivos contingentes.

Debido al papel protagonista que juega el sector bancario en la economía de un país, tanto los gobiernos como los bancos centrales pueden verse forzados a intervenir para evitar una caída del sistema bancario, intervención que se produce a través de la supervisión y regulación y, en menor medida, en forma de apoyo financiero. La capacidad de un país para intervenir el sistema bancario sin afectar a su solvencia es una función de la credibilidad del banco central como prestamista de último recurso y la capacidad del gobierno para absorber al sector bancario doméstico y los pasivos del sector financiero sin poner en peligro su solvencia y capacidad financiera.

Para analizar el sistema bancario, Fitch utiliza varios indicadores, como el Fitch's Bank Systemic Risk (riesgo sistémico bancario); el Banking System Indicator, que mide la calidad financiera de un sistema bancario en particular; el Macro Prudential Indicator, que mide la vulnerabilidad a condiciones financieras adversas; el ratio de préstamos impagados respecto al total; el ratio de capital adecuado; y la cantidad relativa de acciones de propiedad pública o extranjera. Además, una serie de juicios cualitativos son utilizados para completar la evaluación, como el nivel de gestión financiera sofisticada o la propiedad extranjera del sistema bancario.

3. Finanzas públicas

La gestión de las finanzas públicas afecta a la solvencia de un país tanto directa como indirectamente a través de su influencia en la economía por medio de los impuestos, el gasto y el endeudamiento. Por otra parte, una carga de la deuda elevada afecta negativamente a la solvencia de un país, siendo un Estado con unas finanzas públicas fuertes más capaces de sostener un nivel de deuda alto.

Las principales herramientas para medir el endeudamiento de un país son el endeudamiento general bruto y neto, siendo el primero más útil para realizar un análisis comparativo entre diversos países y el segundo para estudiar las necesidades financieras presupuestarias y las tendencias fiscales.

En la evaluación de la solvencia de un gobierno es también importante el total de activos financieros que posee un país, incluyendo fondos propios e instrumentos financieros poco líquidos. En general, la deuda y los activos de empresas públicas no se incluyen en la evaluación de Fitch como pasivos y activos financieros. Sin embargo, sí se incluyen los pasivos financieros del resto del sector público. En cuanto a los pasivos contingentes, para el estudio del grado en que éstos pueden afectar a la solvencia de un país, Fitch valora tanto el tamaño de dichos pasivos como la probabilidad de que se materialicen.

En lo que a la posición financiera de un país respecto a sus vecinos se refiere, una de las medidas es la deuda neta externa dividido entre los activos financieros del país. La deuda del país se estudia en términos de su madurez, tipo de interés y composición monetaria.

Niveles altos de intermediación se asocian a una mayor capacidad de sostener y proveer de fondos una determinada carga de deuda, deuda cuya sostenibilidad es una función de su desarrollo en la historia. Esta sostenibilidad se ve afectada por el perfil histórico de la carga de la deuda de un país y su pasado en temas de políticas fiscales. Para medir la sostenibilidad de un cierto nivel de deuda y unas políticas fiscales se utilizan proyecciones de la carga de la deuda del país basadas en crecimiento económico, el coste de préstamo y el balance de situación.

Para finalizar, la flexibilidad presupuestaria afecta a la vulnerabilidad de las finanzas públicas a determinados shocks, así como a la sostenibilidad de la carga de la deuda. Fitch da un peso especial al pago de intereses y al nivel de gasto referente a los ingresos.

4. Finanzas externas

El stock de activos y pasivos, junto al flujo de comercio y financiero entre residentes y no residentes juegan un papel importante en la evaluación de la calificación de un país. Para

estudiarlos, Fitch se basa en dos elementos: la balanza de pagos y la balanza externa y la deuda.

4.1 Balanza de pagos

Fitch examina los componentes principales de la balanza por cuenta corriente para identificar sus puntos fuertes y débiles. Para ello, la agencia tiene en cuenta la volatilidad y las vulnerabilidades potenciales de los ingresos a posibles shocks domésticos y externos, así como la vulnerabilidad de la balanza por cuenta corriente y los factores que guían las tendencias de ésta, en particular como reflejan cambios en las balanzas de ahorro e inversión y la influencia de las políticas fiscales.

Para aquellos países con tipos de cambio regulados y altamente endeudados, Fitch pone especial atención en la resiliencia de los flujos de financiación externa y si las necesidades de financiación externa son cumplidas. Las fugas de capitales previas ajustan la calificación negativamente y afectan a la credibilidad de políticas y estabilidad macroeconómica. La estabilidad de la carga de la deuda externa se mide a través del ratio de servicio de la deuda y del ratio de servicio de los intereses de dicha deuda.

4.2 Balanza externa y deuda

Para Fitch, la capacidad de un Estado para reponerse a un shock en su balanza de pagos viene determinada por su stock de activos y pasivos externos. Los otros factores que determinan la sostenibilidad del endeudamiento externo son los siguientes:

- Voluntad de los no residentes a ampliar el crédito y consumir activos domésticos.
- Porcentaje de gastos y de la balanza por cuenta corriente destinados al servicio de la deuda externa.
- Madurez y estructura monetaria de los pasivos y activos externos.
- Distribución de los activos y pasivos externos por sector.

El análisis del crédito de un país y su calificación pretende captar la vulnerabilidad de las economías y la solvencia de los países a shocks externos, incluyendo aquellos de los mercados de capitales. El estudio de la posición neta de los activos externos en relación al PIB y la

balanza por cuenta corriente tanto de la economía en general como del país en concreto es otro factor más en la calificación de un país.

La vulnerabilidad de la balanza externa de una economía a una crisis de liquidez proveniente de una inmadurez de la misma se estudia a través del Ratio de Liquidez Internacional de Fitch (ILR por sus siglas en inglés), el cual expresa el stock de activos líquidos externos del sistema bancario en relación a los pasivos líquidos externos.

En cuanto a la solvencia de un país, un indicador importante es el de la deuda externa neta en relación al PIB y la balanza por cuenta corriente, así como los ratios de deuda externa neta. A la hora de analizar esta deuda externa neta, Fitch hace una distinción entre deuda de mercado y el resto de la deuda, otorgando una mejor valoración en general a la deuda oficial debido a sus mejores condiciones en la mayoría de los casos.

5. Diferencias entre la calificación de la deuda en moneda local y extranjera

Habitualmente, debido a la economía globalizada, las deudas en moneda local y extranjera tienen la misma calificación, aunque hay varios factores que favorecen una mejor calificación de la deuda en moneda local respecto a la deuda extranjera. Estos factores son los siguientes:

- Los fundamentales financieros públicos apoyan la calificación en moneda local sobre la calificación en moneda extranjera.
- El mercado de capitales doméstico, el cual es fuente de financiación fiscal amplia y fiable, favorece la financiación en moneda local mediante un coste relativamente bajo de la financiación y una madurez media o larga.
- Existe un histórico de inflación baja y estable, reflejado en la prevalencia de indexación de la inflación y bajos niveles de monetización, lo cual limita la flexibilidad monetaria.
- El histórico de pagos y del tratamiento de la deuda en moneda local de forma más favorable respecto a la deuda en moneda extranjera, así como la fortaleza de los sistemas bancario y financiero locales.

Para los países miembros de uniones monetarias, como es el caso de la Unión Europea, así como aquellos cuya economía esté muy dolarizada, la calificación en moneda extranjera y local son la misma.

DBRS Ratings Limited

Inicialmente conocida como Dominion Bond Rating Service, DBRS es una agencia de calificación crediticia fundada en 1976 por Walter Schroeder, que posteriormente vendería la empresa a un consorcio liderado por The Carlyle Group y Warburg Pincus en 2014. DBRS comprende tres empresas afiliadas: DBRS Limited, DBRS Inc y DBRS Ratings Limited, en la cual se centrará este trabajo.

DBRS es actualmente la cuarta agencia de calificación más grande del mundo, con más de 300 empleados divididos en 4 oficinas entre Canadá, Estados Unidos y Reino Unido, y emite calificaciones de más de 2500 emisores, entre los que se encuentran 36 Estados soberanos.

DBRS diferencia entre dos rangos de calificaciones:

- Inversiones estables o con Investment grade: esta calificación indica que un bono tiene un riesgo relativamente bajo de incumplimiento por parte del emisor. Forman parte de este rango los bonos con calificación entre AAA y BBB.

Tabla 26: Calificaciones de DBRS a largo plazo en grado de inversión

Calificación	Definición
AAA	Esta calificación representa la más alta calidad de crédito. La capacidad de pago de las obligaciones financieras por parte del emisor es extraordinariamente alta y es poco probable que se vea afectada por eventos futuros.
AA	Esta calificación representa una calidad de crédito superior. La capacidad del emisor para hacer frente al pago de las obligaciones financieras se considera alta, y se diferencia de la calificación superior en un grado muy pequeño. Es poco probable que sea significativamente vulnerable a eventos futuros.
A	Esta calificación representa una calidad buena de crédito. La capacidad de pago de las obligaciones financieras por parte del emisor es elevada, aunque menos que la deuda calificada con "AA". Puede ser vulnerable a eventos futuros, pero se considera que los factores negativos son gestionables.
BBB	Esta calificación representa una calidad de crédito aceptable. La capacidad del emisor para hacer frente al pago de sus obligaciones financieras se considera adecuada. Puede ser vulnerable a eventos futuros.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de DBRS

- Inversiones de riesgo o con Speculative grade: esta calificación indica una mayor dificultad por parte del emisor respecto a hacer frente al pago tanto del principal como de los intereses de una obligación. En este rango se encuentran los bonos con calificaciones entre BB y D.

Tabla 27: Calificaciones de DBRS a largo plazo en grado especulativo

Calificación	Definición
BB	Esta calificación es la más elevada dentro del grado especulativo. La capacidad del emisor para hacer frente al pago de sus obligaciones financieras es incierta. Es vulnerable a eventos futuros.
B	Calificación propia de deuda altamente especulativa. Existe un gran nivel de incertidumbre en la capacidad de pago del emisor para hacer frente al pago de sus obligaciones financieras.
CCC	Calificación de deuda con un nivel especulativo muy alto. Se encuentra en peligro de impago de las obligaciones financieras.
CC	Esta calificación representa una deuda con una posibilidad de impago de las obligaciones financieras muy elevada, o se encuentra subordinada a deudas con calificación "B" o "CCC".
C	Las obligaciones con esta calificación implican que el impago todavía no se ha producido pero éste se considera inevitable.
D	Esta calificación corresponde a aquellos emisores que han incurrido en impago o éste se va a producir en un plazo corto de tiempo.

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de DBRS

- Para la deuda a corto plazo, DBRS diferencia también entre Investment grade y Speculative grade, con las mismas características explicadas anteriormente:

Tabla 28: Calificaciones de DBRS a corto plazo en grado de inversión y especulativo

Calificación	Definición
R-1 Alto	Esta calificación implica la más alta calidad de crédito otorgada por DBRS. La capacidad de pago del emisor respecto a sus obligaciones financieras es excepcionalmente alta, la cual es poco probable que se vea afectada por eventos futuros.
R-1 Medio	Calidad crediticia superior. La capacidad de pago del emisor respecto a sus obligaciones financieras es muy alta. Se diferencia del R-1 Alto en un grado muy pequeño.
R-1 Bajo	Implica una calidad crediticia buena. La capacidad de pago del emisor respecto a sus obligaciones financieras es alta, aunque puede ser vulnerable a eventos futuros. Sin embargo, éstos son gestionables.
R-2 Alto	Adecuada-alta calidad de crédito. La capacidad de pago del emisor es aceptable, aunque puede ser vulnerable a eventos futuros.
R-2 Medio	La calidad de crédito es adecuada. La capacidad de pago del emisor es aceptable, aunque es vulnerable a eventos futuros u otros factores.
R-2 Bajo	Calidad crediticia adecuada-baja. La capacidad de pago del emisor respecto a sus obligaciones financieras es aceptable. Se presentan una serie de factores que pueden afectar esta capacidad de pago.
R-3	Calificación más baja dentro del Investment grade. Existe capacidad de pago por parte del emisor, aunque es vulnerable a futuros eventos y la capacidad de cumplir con sus obligaciones se puede ver afectada por diversos factores.
Calificación	Definición
R-4	Calidad de crédito especulativa. La capacidad de pago del emisor es incierta.
R-5	Representa una calidad de crédito altamente especulativa. Existe un gran nivel de incertidumbre respecto a la capacidad de pago del emisor.
D	Esta calificación es propia de obligaciones financieras cuyo emisor se declara en bancarrota, insolvencia o ha fallado en cumplir con sus obligaciones en los períodos estipulados

Fuente: elaboración propia con los datos extraídos de la página web de DBRS

Las calificaciones “AA”, “A”, “BBB”, “BB” y “B” pueden en ocasiones ir acompañadas de un signo “+” o “-”. Estos signos muestran la posición relativa de una deuda dentro de las principales categorías de calificación. Una calificación de “A+” tiene una valoración superior a

los estándares que forman la calificación “A”, pero no la suficiente como para ser calificada como “AA”. DBRS puede también otorgar esta calificación de “A+” si considera que una obligación calificada como “A” tiene una perspectiva positiva, es decir, si considera que puede obtener una calificación de “AA” en un período relativamente corto de tiempo.

DBRS agrupa los factores de riesgo de una deuda soberana en seis categorías, cada una de las cuales contiene una serie de consideraciones cuantitativas y cualitativas:

- Gestión fiscal y políticas fiscales
- Deuda y liquidez
- Estructura y situación económica
- Políticas monetarias y estabilidad financiera
- Balanza de pagos
- Ambiente político

Cada una de las categorías es evaluada y puntuada, con el objetivo de formar una puntuación conjunta para cada país, la cual se mueve entre 0 (riesgo muy bajo de impago) y 60 (riesgo muy alto de impago).

1. Gestión fiscal y políticas fiscales

Los indicadores que DBRS utiliza para evaluar la gestión fiscal y la efectividad de las políticas fiscales son los siguientes:

- Situación fiscal global:
 - Gastos: Gastos generales del Estado como porcentaje del PIB.
 - Ingresos: Ingresos generales del Estado como porcentaje del PIB.
 - Balanza fiscal: Balanza general como porcentaje del PIB.
 - Balanza fiscal primaria como porcentaje del PIB.
 - Ratio de cambios en la deuda respecto al PIB.
 - Pagos de intereses como porcentaje de ingresos.
- Gestión de las políticas gubernamentales y control del presupuesto:
 - Capacidad de generación de impuestos.
 - Flexibilidad fiscal.
 - Porcentaje de los ingresos generales derivados de fuentes cíclicas o volátiles como porcentaje de los ingresos totales.

- Proceso de gestión de los presupuestos y calidad de las normativas fiscales:
 - Asignación de responsabilidades.
 - Transparencia fiscal.
 - Refuerzo de la disciplina presupuestaria.
 - Credibilidad de las proyecciones macroeconómicas.
 - Rigidez, eficiencia, diversidad, estabilidad, justicia, perspectivas de gasto e ingresos.
- Atrasos como porcentaje del PIB.
- Tamaño de la economía sumergida como porcentaje del PIB.
- Inversión pública como porcentaje del PIB.

2. Deuda y liquidez

Los indicadores que DBRS utiliza para estudiar la deuda de un país y la liquidez tanto de sus activos como de sus pasivos son los siguientes:

- Stock de deuda:
 - Deuda bruta total como porcentaje del PIB.
 - Pasivos contingentes estimados, como porcentaje del PIB.
 - Deuda doméstica soberana como porcentaje del PIB.
 - Deuda externa soberana como porcentaje del PIB.
 - Deuda pública neta como porcentaje del PIB.
- Susceptibilidad a shocks en la deuda:
 - Cambios proyectados en las deudas tanto bruta como neta, como porcentaje del PIB.
 - Cambios en el stock de deuda asociados con diversos escenarios de shock, como porcentaje del PIB.
 - Porcentaje de deuda ligada a moneda extranjera, tipos de interés e inflación.
- Estructura de la madurez y activos líquidos:
 - Deuda pública a corto plazo como porcentaje de la deuda bruta.
 - Activos líquidos del sector público como porcentaje de la deuda a corto plazo.
 - Madurez promedio de la deuda del sector público.
 - Necesidades financieras y fuentes de financiación:

- Las necesidades incluyen amortizaciones de deuda, pagos de cupones de intereses de bonos de deuda domésticos, déficit estatal y devolución de letras del Tesoro.
- Las fuentes incluyen emisiones brutas de bonos y letras y préstamos bancarios.
- Financiación de contingencia: Multilateral, a través de organismos como el FMI, el Club de París, bancos comerciales y otros.
- Deuda privada:
 - Deuda de los hogares como porcentaje del PIB
 - Deuda de entidades no financieras como porcentaje del PIB.
 - Pasivos bancarios como porcentaje del PIB.
 - Deuda externa como porcentaje del PIB.
 - Servicio de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones o del PIB, indistintamente.
 - Estructura de la madurez de la deuda, medida como la duración promedio.

3. Estructura y situación económica

Los indicadores que DBRS utiliza para medir cómo esta estructurada la deuda de un país y la situación económica en que éste se encuentra son los siguientes:

- Crecimiento económico y productividad:
 - Crecimiento real del PIB en porcentaje.
 - Crecimiento del PIB nominal en porcentaje.
 - PIB per cápita.
 - Cambios en porcentaje del PIB per cápita.
 - Cambios en la producción por hora trabajada en porcentaje.
- Flexibilidad y resiliencia económica:
 - Cambios en porcentaje de empleo.
 - Volatilidad de la producción en porcentaje.
 - Cambios en los costes laborales unitarios en porcentaje.
 - Utilización de la fuerza laboral como porcentaje de la población en edad laboral.
 - Nivel de desempleo.
 - Ranking del World Bank Doing Business.
- Inversión del sector privado y nivel de ahorro.
- Patrones de consumo.

- Demografía: crecimiento de la población, distribución por edad, niveles de educación.
- Distribución de ingresos y pobreza.

4. Política monetaria y estabilidad financiera

Los indicadores que DBRS utiliza para medir la efectividad de las políticas monetarias y los mecanismos implementados para lograr la estabilidad financiera son los siguientes:

- Régimen monetario:
 - Objetivos de inflación y régimen del tipo de cambio.
 - Grado de independencia del banco central.
 - Políticas de tipos de interés: políticas de tipos de interés a corto plazo, objetivos a largo plazo, tipos de interés nominal y real.
 - Agregados monetarios como porcentaje del crecimiento y del PIB:
 - Crédito doméstico al sector privado.
 - Dinero en sentido amplio.
- Credibilidad de las políticas:
 - Porcentaje de inflación.
 - Incidencia de la deflación, en número de años en los últimos 10 años.
 - Ahorro doméstico como porcentaje del PIB.
 - Cambio promedio en los rendimientos del país en 10 años en períodos de recesión económica.
 - Años desde la última fuga de capitales.
- Riesgos financieros:
 - Efectividad de la disciplina de mercado y acuerdos de supervisión financiera.
 - Crecimiento del crédito en exceso del crecimiento del PIB, en porcentaje.
 - Ratio de apalancamiento en porcentaje de los activos totales.
 - Créditos brutos no productivos como porcentaje del total de créditos.
 - Deuda de los hogares como porcentaje de los ingresos.
 - Índice de capitalización ponderada por riesgo.
 - Crecimiento del crédito sectorial en exceso del crecimiento del PIB, en porcentaje.
 - Créditos como porcentaje de los depósitos.
 - Cambio en los precios de las propiedades, en porcentaje.

5. Balanza de pagos

Los indicadores que DBRS utiliza para estudiar la balanza de pagos de un país son los siguientes:

- Balanza de pagos y ajustes externos:
 - Estructura de la balanza por cuenta corriente.
 - Saldo de la balanza por cuenta corriente como porcentaje del PIB.
 - Saldo de la balanza por cuenta corriente respecto a la inversión directa externa, como porcentaje del PIB.
 - Exportaciones e importaciones de bienes y servicios:
 - Porcentaje del PIB.
 - Niveles de crecimiento.
 - Composición.
 - Estructura de la cuenta de capitales:
 - Inversión directa extranjera.
 - Bonos y otros pasivos a largo plazo.
 - Bancos comerciales y deuda a corto plazo.
 - Activos externos netos de los residentes.
 - Flujos de capitales a corto plazo.
 - Cambios en la cuota de mercado de las exportaciones, en porcentaje.
 - Cambios en término de comercio, en porcentaje,
 - Cambios en la tasa efectiva de intercambio, en porcentaje.
 - Desvío en los tipos de cambio.
 - Flexibilidad de los tipos de cambio nominales.
- Posición Inversora Internacional Neta (NIIP por sus siglas en inglés) y liquidez en moneda extranjera:
 - Posición inversora internacional neta en porcentaje del PIB.
 - Deuda externa bruta en porcentaje del PIB.
 - Estatus como moneda reserva.
 - Ratio de liquidez externa.
 - Reservas internacionales:
 - Stock.
 - Porcentaje de deuda externa a corto plazo más déficit por cuenta corriente.
 - Acceso a liquidez en moneda extranjera.

6. Ambiente político

Los indicadores que DBRS utiliza para estudiar la situación política en la que se encuentra un país soberano son los siguientes:

- Ambiente institucional:
 - Índice de rendición de cuentas.
 - Índice del imperio de la ley.
 - Integridad e independencia judiciales.
 - Refuerzo de los contratos y leyes de bancarrota.
- Compromiso de afrontar los retos económicos y los servicios de la deuda:
 - Capacidad y voluntad gubernamental para actuar en respuesta de los retos económicos y financieros.
 - Histórico de impagos.
 - Facilidad de aprobación de reformas en una legislatura.
 - Consenso político en los grandes asuntos económicos.
 - Igualdad del poder legislativo con los poderes ejecutivo y judicial.
 - Legitimidad del gobierno y apoyo popular.
 - Tensiones étnicas y religiosas.
 - Implicación militar en la política.
- Relaciones internacionales:
 - Fuerza de las alianzas de un país y participación en instituciones económicas regionales y globales.
 - Probabilidad de apoyo presupuestario externo sin necesidad de implicación del sector privado en una reestructuración de la deuda.

DBRS apenas hace distinción entre deuda en moneda local y deuda en moneda extranjera. Factores que pueden provocar una diferenciación a favor de la moneda local son la existencia de mercados domésticos muy líquidos, lo cual favorece la flexibilidad para financiar los mercados locales; el poder sobre los impuestos del gobierno central; y la existencia de países con bancos centrales independientes. Factores que actúan a favor de la moneda externa son el exceso en el stock de deuda en moneda local, el número limitado de inversores domésticos o las políticas en exceso expansivas. Sin embargo, la experiencia de DBRS es que en la mayoría de países hay pocas evidencias de que los gobiernos prioricen la deuda en moneda local sobre aquella en moneda extranjera.