



Universidad de Valladolid

ESCUELA DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO
DE SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

La deuda pública española y las agencias de calificación: luces y sombras

Presentado por: Laura Belío Sánchez

Tutelado por: José Luis Ruíz Zapatero

Soria, septiembre de 2013

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	9
-------------------	---

CAPÍTULO 1

LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA

1.1 Evolución histórica de la deuda pública española.....	13
1.2 Las crisis de la deuda pública.....	20
1.3 Concepto y tipos de deuda pública.....	24
1.4 Medición.....	26
1.5 Regulación legal: Ley General Presupuestaria.....	31
1.5.1 Antecedentes históricos.....	31
1.5.2 Ley General Presupuestaria.....	32

CAPÍTULO 2

LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

2.1 Definición y tipos de agencias de calificación.....	35
2.2 Funciones de la calificación crediticia.....	37
2.3 Principales agencias de calificación.....	39
2.3.1 Breve paseo por la historia de las principales agencias de calificación.....	39
2.3.2 Determinación del nivel de riesgo de un país.....	41
2.3.3 Niveles de clasificación de la deuda soberana en las principales agencias.....	43
2.4 Crisis de credibilidad de las agencias de calificación.....	45
2.5 Regulación de las agencias de calificación.....	48
2.5.1 Estados Unidos.....	48
2.5.2 Europa.....	48
2.5.3 España.....	49

CAPÍTULO 3

LAS CALIFICACIONES DE LA DEUDA PÚBLICA Y SU IMPLICACIÓN EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

3.1	La prima de riesgo	53
3.2	Las calificaciones crediticias	57
3.3	Evolución de estos indicadores y causas.	61
3.4	Calificaciones en otros países de la Unión Europea.....	72
	CONCLUSIONES	87
	BIBLIOGRAFÍA.....	93

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1 Evolución de la deuda pública española 1960-1982.....	14
Tabla 1.2 Evolución de la deuda pública española 1985-2012.....	14
Tabla 1.3 Evolución del déficit (-)/superávit (+) presupuestario 1995-2012	14
Tabla 1.4 Evolución de los tipos de deuda en el período 2002-2011.....	26
Tabla 2.5 Resumen de los tipos de agencias de calificación.....	36
Tabla 2.6 Niveles de calificación de las principales agencias.....	43
Tabla 2.7 Significado de las calificaciones utilizadas por las agencias de calificación.	44
Tabla 3.8 Porcentaje de deuda sobre el PIB de los países de la zona euro	79

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1 Evolución de la deuda pública española 1960-2012 y del déficit (-) o superávit (+) presupuestario 1995-2012.....	15
Gráfico 1.2 Composición de la deuda en circulación.	27
Gráfico 1.3 Distribución de la deuda en circulación (marzo 2013).....	28
Gráfico 2.4 Tenencias de Bonos y Obligaciones del Estado no segregados	29
Gráfico 2.5 Tenencias de Letras del Estado.....	30
Gráfico 2.6 Tenencias de Valores segregados.....	30
Gráfico 3.7 Prima de riesgo de España de 2006 a julio de 2013.....	55
Gráfico 3.8 Evolución de las calificaciones de la deuda pública española de las tres principales agencias	59
Gráfico 3.9 Política de gasto en deuda pública (intereses) 1996-2013	71
Gráfico 3.10 Deuda pública sobre el PIB de los países de la UE	79

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1 Resumen de la historia de las principales agencias de calificación	41
Figura 3.2 Calificaciones de la agencia Standard & Poor's a países de la UE.....	77
Figura 3.3 Calificaciones de la agencia Fitch a países de la UE	78
Figura 3.4 Calificaciones de la agencia Moody's a países de la UE.....	78

Introducción

Según el Banco de España, la crisis económica y financiera ha provocado un aumento de la deuda pública en España. Esta tendencia y la dificultad para atajar esa dinámica expansiva, ha colocado la sostenibilidad de las finanzas públicas en el centro del debate de la política económica en Europa.

En el caso de las Administraciones Públicas españolas, el reducido nivel de deuda pública de partida en 2007 permitió absorber el impacto inicial del deterioro cíclico sobre las finanzas públicas sin que se llegaran a alcanzar niveles elevados del stock de deuda. Sin embargo, la prolongación de la debilidad económica, los elevados déficits públicos, así como el impacto de las ayudas al sector financiero, entre otros factores, han situado la ratio de deuda sobre el PIB en el 84,2% en 2012 (88,2% del PIB en el primer trimestre de este año), aunque todavía por debajo de su nivel en la Unión Económica Monetaria.

El rápido incremento de la deuda pública en algunos países del área del euro fue uno de los factores que originaron la crisis de deuda soberana que se inició a comienzos de 2010. La revisión del marco de gobernanza económica de la UE que se ha producido como respuesta a esta crisis ha incluido una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que tiene como uno de sus objetivos principales reforzar el papel del límite definido sobre la deuda pública. La modificación del marco presupuestario español, iniciada en septiembre de 2011 con la reforma de la Constitución y su desarrollo posterior en abril de 2012 a través de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LEP), otorga una importancia a esta variable. En particular, establece un límite explícito que no se contemplaba en las leyes de estabilidad previas, de forma que su peso sobre el PIB no podrá superar el 60%, estableciéndose un período transitorio hasta 2020 para la aplicación de este criterio.

Si a todo esto añadimos el efecto que tienen las calificaciones de las agencias de rating, la deuda pública y las finanzas de España se ven con graves problemas. Las agencias de calificación son protagonistas desde el inicio de la crisis e, incluso, señaladas como culpables de dicha crisis. Esto no impide que sus calificaciones y perspectivas sean influyentes sobre los inversores, tanto en deuda pública como privada.

Las agencias se encargan de dar una calificación sobre el riesgo que los inversores corren, pero no implica recomendaciones de compra. Entonces, ¿son responsables de los efectos negativos que su actividad provoca? ¿Tienen una posición privilegiada por el hecho de que su actividad no implica decisiones directas de compra, mantenimiento o venta de valores?

Muchos han sido los errores que han cometido a lo largo de su historia y ello ha implicado una crisis de credibilidad de su actividad, pero... ¿realmente se ha dejado de confiar en ellas por sus errores pasados?

Con el presente trabajo esperamos poder dar respuesta a estas cuestiones. Para ello estudiaremos, por un lado, la deuda pública española y su actual situación, y por otro, las agencias de calificación y su actividad en los mercados. Además, estudiaremos cómo la deuda pública española ha pasado

de ser calificada como una inversión segura a una inversión con riesgo de impago o especulativa.

El trabajo se estructura en tres grandes capítulos. El primer capítulo se encarga de estudiar la deuda pública española. Nos hemos centrado en su evolución histórica, sus tipos, su medición y su regulación legal con el paso de los años. También se incluye un epígrafe sobre las crisis de deuda que se han producido a lo largo de la historia.

El segundo capítulo explica qué son las agencias de calificación crediticia o agencias de rating, cuáles son las principales agencias que operan y que mayor poder e influencia tienen, qué métodos utilizan y, brevemente, cuál es su regulación, tanto en Estados Unidos, como en Europa y España.

El tercer capítulo se encarga de mostrar la evolución que han seguido las calificaciones de las agencias y cómo ello ha influido en la deuda pública. Para ello analizaremos qué calificaciones ha ido recibiendo la deuda soberana española, en qué se han basado dichas notas y cómo ello ha influido a las arcas del Estado. Hemos tomado como indicador la prima de riesgo, que nos permite analizar como la bajada en las calificaciones influye en los intereses a pagar por el Estado español, en comparación con Alemania, que es tomada como una inversión sin riesgo. Además, hemos realizado un análisis de la situación en los países de la zona sur de Europa que tienen similitudes con España, como son Portugal, Italia y Francia.

Por último se exponen las conclusiones a las que se ha llegado con la elaboración de este trabajo y se citan las referencias bibliográficas utilizadas, diferenciando los libros, monografías e informes de las noticias consultadas en las páginas web.

Capítulo 1

La deuda pública española

1.1 Evolución histórica de la deuda pública española

El actual Gobierno tiene como objetivo prioritario en política económica devolver la estabilidad a las finanzas públicas, condición imprescindible para lograr un crecimiento sostenible y fomentar la creación de empleo, garantizar el bienestar de los ciudadanos y ofrecer una perspectiva de futuro más próspera, justa y solidaria.

La estabilidad presupuestaria resulta un pilar indispensable en la gestión de las finanzas públicas y es necesaria, además, una sostenibilidad financiera. El funcionamiento conjunto de dichos pilares debe garantizar la financiación adecuada de unos servicios públicos de calidad y ofrecer seguridad a los inversores respecto a la capacidad de la economía española para crecer y atender los compromisos. El proceso de consolidación fiscal y de reducción de la deuda pública fueron determinantes para la entrada de España en la Unión Económica y Monetaria y uno de los principales activos sobre los que se cimentó el largo período de crecimiento de la economía española hasta 2008.

El 2 de marzo de 2012 se firmó el “*Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza*” de la Unión Económica y Monetaria, por el que los países se comprometen a mantener una estabilidad de las cuentas públicas, al acordar una situación de equilibrio o con superávit, lo que se considera acatado si el déficit estructural¹ alcanza el objetivo a medio plazo establecido para cada país. En el caso de España, para 2012, este objetivo era de equilibrio estructural. Además, se refuerza el compromiso de disciplina presupuestaria mediante la consideración del volumen de la deuda pública, se establecen mecanismos correctores de los desequilibrios y una mayor coordinación a fin de garantizar una corrección efectiva y duradera de los desequilibrios.

A todo ello debemos añadir la reforma del artículo 135 de la Constitución española, en septiembre de 2011, donde se introduce una regla fiscal que limita el déficit estructural y limita la deuda pública al valor de referencia del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (la deuda pública no puede superar el 60% del PIB). Este límite es una garantía de la sostenibilidad presupuestaria. (Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, 2012)

¹ Déficit estructural: déficit público de carácter permanente que se produce independientemente de la influencia del ciclo económico sobre los ingresos y gastos. Con el *Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza* en la Unión Económica y Monetaria este déficit no debe superar el 0.5% del PIB.

A continuación daremos una visión de cómo ha evolucionado la deuda pública española desde 1960. Para ello estudiaremos la evolución de la deuda pública en % del PIB.

Tabla 1.1 Evolución de la deuda pública española 1960-1982

Año	1960	1970	1975	1976	1977	1978	1981	1982
% Deuda sobre el PIB	20.5	11.3	7.3	13.0	15.3	14.3	22.2	25.1

Fuente: Elaboración propia con los datos aportados en CincoDias.com (Meraviglia).

Tabla 1.2 Evolución de la deuda pública española 1985-2012

Año	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
% Deuda sobre el PIB	43.7	45.1	45.5	41.7	43.2	45.1	45.8	48.4	60.5	63.1	65.8
Año	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
% Deuda sobre el PIB	67.5	67.2	68.8	62.4	59.3	55.5	52.5	48.7	46.2	43.0	39.7
Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012					
% Deuda sobre el PIB	36.2	40.2	53.4	62.8	68.7	84.2					

Fuente: Elaboración propia con los datos aportados en el presupuesto anual de 1997 (Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos, 1997) y con los datos aportados en los presupuestos anuales (Ministerio de Economía y Hacienda. Gobierno de España., 2000 a 2012).

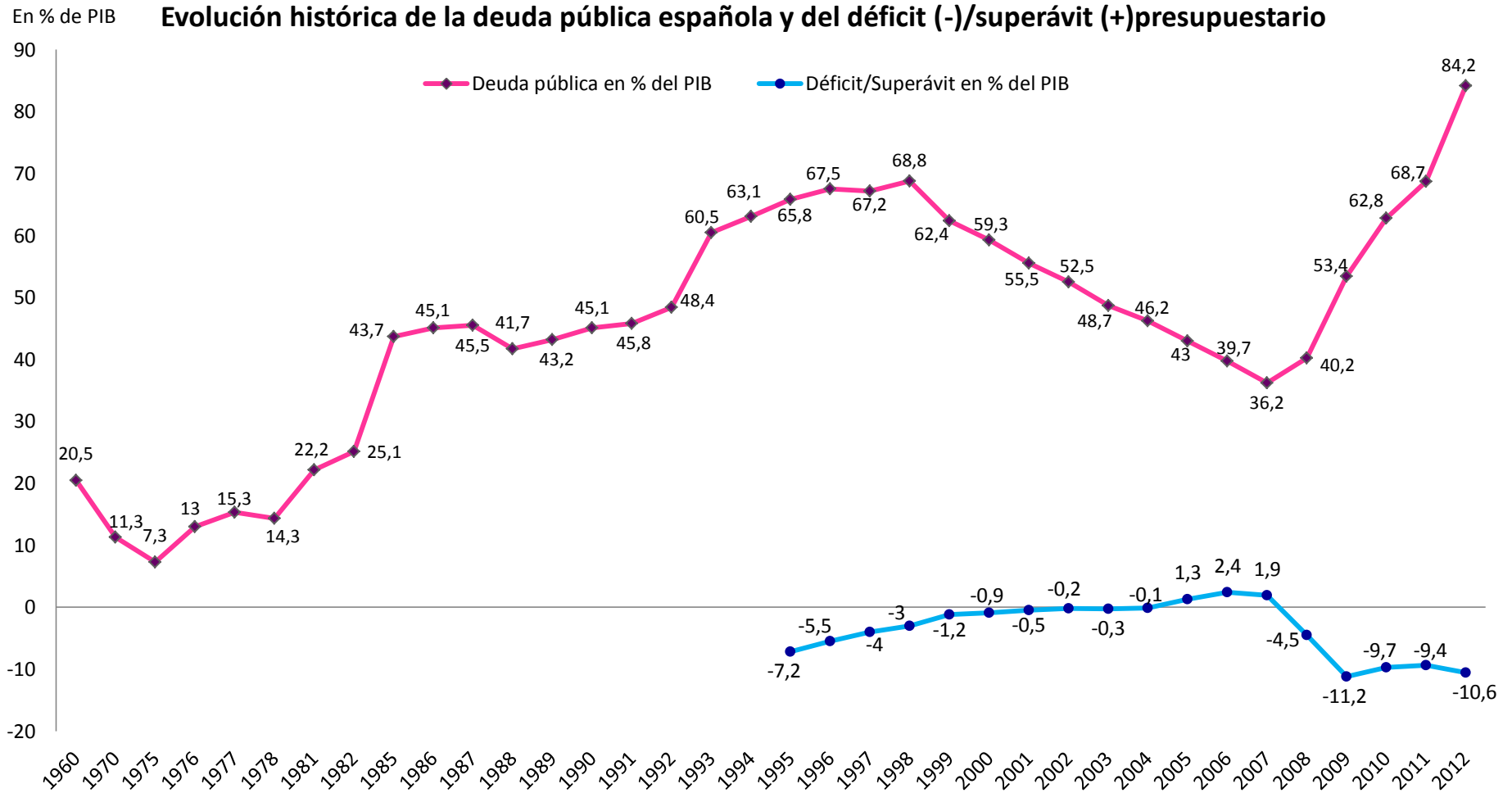
Además, incluimos un análisis del déficit/superávit que ha tenido el Gobierno español, también en porcentaje del PIB español. Los datos encontrados no se remontan tan atrás como la deuda pública, pero ofrecen una visión de la relación entre ambos indicadores.

Tabla 1.3 Evolución del déficit (-)/superávit (+) presupuestario 1995-2012

Año	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
% Déficit (-)/Superávit (+) sobre el PIB	-7.2	-5.5	-4.0	-3.0	-1.2	-0.9	-0.5	-0.2	-0.3
Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
% Déficit (-)/Superávit (+) sobre el PIB	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.7	-9.4	-10.6

Fuente: Datos extraídos de (Eurostat, 2013).

Gráfico 1.1 Evolución de la deuda pública española 1960-2012 y del déficit (-) o superávit (+) presupuestario 1995-2012



Fuente: Elaboración propia con los datos de Tabla 1.1 Evolución de la deuda pública española 1960-1982 , Tabla 1.2 Evolución de la deuda pública española 1985-2012 y Tabla 1.3 Evolución del déficit (-)/superávit (+) presupuestario 1995-2012

Para comenzar con nuestro análisis de la evolución de la deuda pública, nos remontaremos a la Dictadura de Franco, aunque existen pocos datos de esa época en relación al endeudamiento público, dado el hermetismo de dicho régimen.

Como se observa en el gráfico, durante el régimen franquista, el porcentaje de deuda sobre el PIB pasó de representar el 20.5% al 7.3%, el porcentaje más bajo registrado. Esto se puede explicar porque en los últimos años del franquismo los impuestos regresivos eran la principal fuente de ingresos presupuestarios y resultó un eficaz instrumento recaudador. El sistema era el siguiente: la Hacienda hacía una evaluación global de lo que un sector o subsector podía pagar, pactaba la aceptación de lo evaluado con la correspondiente corporación y ésta se encargaba de recaudar lo convenido para el Estado.

La verdadera reforma llegó con la democracia. En el período 1975-1995, el sector público español experimentó una profunda transformación. Del lado de los ingresos destaca que, con los Pactos de la Moncloa (1978) se simplificó el cuadro impositivo y se introdujeron nuevos impuestos como el IRPF, el Impuesto sobre la Renta de las Sociedades y el IVA. La reforma no se aprobó en su totalidad, pero su parte más importante, el Impuesto sobre la Renta, sí fue aprobado. Esta reforma logró la modernización del sistema fiscal español, destacando el cambio en la distribución de los ingresos. En 1980 los impuestos directos eran, por fin, mayores que los indirectos, y dentro de los directos, el impuesto sobre la renta, el más moderno y equitativo, aportaba casi la totalidad. Habían desaparecido los arcaicos impuestos de producto y el sistema tributario había recuperado casi un siglo de retraso.

Subsisten graves problemas. Aunque el IVA acabó adoptándose en 1986, con la entrada en la CE, la reforma nunca se aprobó enteramente, por razones principalmente políticas. Además, el IRPF plantea problemas cada vez más serios: persisten una gran ocultación y evasión fiscales que hacen que paguen más los más pobres, es decir, las rentas del trabajo, que son las más fáciles de detectar. El sistema vuelve a dar muestras de rigidez e insuficiencia, situación que se ha tratado de remediar con un enorme crecimiento de la deuda pública en los ochenta y con subidas en las tarifas del IRPF, lo cual ha acentuado la falta de equidad y la ocultación. Además, es un impuesto excesivamente progresivo (lo cual acentúa la inflación), que desincentiva el trabajo cualificado y estimula el fraude. (Tortella, 2003)

Del lado de los gastos, destaca que el sector público pasa de una actividad fundamentalmente reguladora a proveer una amplia gama de bienes y servicios públicos con impacto presupuestario: el gasto público duplicó su participación en el PIB. La reforma del sistema impositivo español que acabamos de comentar dio lugar a un incremento de los ingresos públicos, pero no igualaban el ritmo de expansión de los gastos. Desde 1976 las cuentas públicas se caracterizan por registrar un déficit persistente que, además, ha tenido como consecuencia una elevación del ratio de deuda pública sobre el PIB, con los problemas que ello comporta en términos de crecimiento de la carga de intereses.

La deuda del conjunto de las administraciones públicas experimentó un aumento espectacular, pasando, en términos de porcentaje sobre el PIB, del 43.7 en 1985 al 65.8 en 1995. El nivel del ratio de deuda respecto al PIB es relativamente moderado en relación con el de los países de la UE, pero el fuerte incremento registrado en dichos años resultaba preocupante por un doble motivo. En primer lugar, porque la economía española dejó de satisfacer el único de los criterios de convergencia nominal que cumplía en los últimos años. Pero además, porque dicho incremento del ratio de deuda reflejaba la insostenibilidad de la política fiscal instrumentada en el pasado reciente.

Este crecimiento del endeudamiento no se produjo de forma regular a lo largo del período considerado, sino que se concentró en 1992-1995, años en los que el ratio de deuda pública sobre el PIB aumentó en 20 puntos de los 22.1 registrados desde 1985. Ello se debió, fundamentalmente, al cambio de signo en la diferencia entre el crecimiento real del PIB y el coste medio real del endeudamiento. Durante el período 1985-1991, el crecimiento real de la economía española fue superior al coste medio real del endeudamiento, lo que contribuyó a una reducción del ratio de deuda. A partir de 1992 la desaceleración y posterior recesión de la economía española, produjeron una elevación del coste real de endeudamiento.

Desde 1992 la política fiscal se encontraba en una senda insostenible, cuya corrección requería un importante esfuerzo de consolidación orientado a estabilizar el ratio de deuda pública en los años siguientes. La corrección del desequilibrio presupuestario resultaba necesaria para poder realizar una adecuada política de asignación del gasto público que estaba fuertemente condicionada por el elevado peso alcanzado por la carga de intereses. Además, la reducción del déficit público debía hacerse actuando sobre su componente estructural, lo que permitiría ampliar el margen de maniobra que precisaba la política presupuestaria para contrarrestar los efectos del ciclo económico. (Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos, 1997)

A partir de 1998, como se puede ver en el gráfico, se quiebra la tendencia continuamente ascendente de la deuda pública. Desde 1996 hasta 2004, el Gobierno de José María Aznar orientó la política económica española a favorecer la convergencia económica real con los países más avanzados de la Unión Europea. Llevó a cabo un proceso de saneamiento de las cuentas públicas, de internacionalización y de reformas estructurales. En dicho período la economía española registró un crecimiento anual del PIB superior, en promedio, al de la Unión Europea.

Como vemos, el déficit público también experimentó una bajada desde 1995 a 2004, pasando del -7.2 al -0.1% del PIB, lo que se tradujo en menores necesidades de financiación que redujeron el ratio de deuda pública.

La estrategia de la política económica se centró en la orientación de las finanzas públicas al equilibrio y la mejora de su calidad, y en la realización de reformas estructurales que aumentasen la flexibilidad de la economía española.

De 2004 a 2011, coincidiendo con el período de Gobierno de José Luis Rodríguez Zapatero, se observan dos tendencias. Desde 2004 hasta 2008 se

sigue la tendencia a la baja del ratio de deuda pública sobre el PIB, explicada por las políticas llevadas a cabo y por la situación económica a nivel nacional e internacional. En dicho período se siguen llevando a cabo políticas orientadas a la reducción del déficit y al equilibrio de las finanzas públicas. Como vemos, en el período 2005-2007, los presupuestos del Estado presentaban un superávit, llegando en 2006 a su máximo con un 2.4% del PIB. En 2007 se alcanza un nivel mínimo en la relación de deuda pública y PIB. El Estado sigue con una tendencia de capacidad de financiación, menos que en 2006, pero sin presentar déficit en sus cuentas.

A partir de 2008, con el estallido de la crisis financiera a nivel mundial, se quiebra la tendencia en ambos indicadores. Comienza un ascenso del ratio de deuda y una necesidad de financiación que alcanza su máximo en el período estudiado, presentando un déficit del 11.2% del PIB. Dichas tendencias continúan en la actualidad. La acentuada caída de la actividad económica y del empleo, junto con las medidas que tomó el Gobierno para paliar los efectos sobre la renta disponible de las familias y las empresas, y garantizar la estabilidad del sistema financiero, produjo un fuerte incremento del déficit y una mayor necesidad de financiación, lo que condujo a incrementar la emisión de deuda pública.

De 2011 a la actualidad, con el Gobierno del Partido Popular, liderado por Mariano Rajoy, la política económica desarrollada se ha basado en una reducción del gasto público, mediante reformas del sistema, y un incremento de los ingresos públicos.

Las políticas de austeridad se han llevado a cabo con el objetivo de disminuir los gastos del Estado, que debían ir acompañados de una subida de los ingresos. La reducción del gasto se ha producido, pero los ingresos no han ascendido en la medida que el Estado esperaba, lo que ha dado lugar a una necesidad de financiación mayor que ha desembocado en una subida del ratio de deuda pública en relación al PIB, situándolo en su máximo histórico en 2012, un 84.2% del PIB. Dicho nivel se sitúa por debajo de la media de la Zona Euro, donde la deuda pública alcanza un 90.4% del PIB en 2012. Como vemos, la necesidad de financiación también fue mayor el año pasado que en 2010 y 2011, donde se consiguió una pequeña reducción del porcentaje de déficit público sobre el PIB. (Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos, 2012)

1.2 Las crisis de la deuda pública

“Las crisis de la deuda pública surgen cuando los impuestos recaudados por el Estado no pueden sostener sus cargas financieras. Estallan cuando los gobiernos adoptan medidas drásticas (ortodoxas o irresponsables) para reducir la magnitud de la deuda”. (Comín Comín, 2013 pág. 169).

Una de estas políticas ortodoxas para solucionar las crisis de deuda es liquidar superávits presupuestarios, con los que amortizar la deuda. Algunas medidas que se pueden tomar son recortar los gastos o aumentar los ingresos mediante reformas tributarias o privatizaciones.

En el período considerado en este trabajo, como principal reforma tributaria destaca la reducción del déficit que tuvo que hacer España en el período 1993-2007 para su entrada en el euro. En 2010-2012, la crisis de la deuda obligó a las reformas tributarias y al recorte del gasto público. Esta creciente austeridad presupuestaria puede agravar la depresión económica, impidiendo la reducción del déficit. La Hacienda española puede quedar hundida en la “trampa de la deuda” (insostenibilidad), como sucedió en otros países de la zona euro desde 2008.

Las privatizaciones del patrimonio público, para reforzar los ingresos de la Hacienda o reducir la deuda se utilizó durante los gobiernos del PSOE y PP (1993-2001), que aportaron abundantes ingresos al Estado y permitieron reducir el déficit. En la actual crisis, los gobiernos han renunciado a vender las pocas empresas estatales que quedan por las malas perspectivas del mercado. La frustrada salida a bolsa de Loterías sirve como ejemplo.

Para poder salir de estas crisis de deuda, siglos antes España recurrió en múltiples ocasiones al impago, pero desde 1990 se renuncia a la gestión irresponsable de la deuda y sólo destaca en nuestro análisis que en el período 1976-1988 se aplica un impuesto inflacionista y una represión financiera.

En 1983-1987 se emitieron pagarés del Tesoro y deuda especial sin impuestos para atraer dinero negro hacia la financiación de la Hacienda.

El impuesto inflacionista se aplicó durante el franquismo y la transición a la democracia y la liquidación de la deuda mediante la inflación fue general en las democracias tras la Segunda Guerra Mundial. Estas acciones causaron estragos entre los tenedores de deuda pública en el siglo XX.

Los rápidos crecimientos de la deuda que llevaban a las crisis surgían cuando los recurrentes déficits presupuestarios sobrepasaban el 20% del gasto público y el 3% del PIB. Estos déficits excesivos, dentro del período temporal analizado, ocurrieron en 1982-1996 y 2010-2012. Tras ellos se aplicaron restricciones fiscales que consiguieron superávits presupuestarios en 2005-2007. Los determinantes de los déficits públicos en la democracia vienen causados por la actuación del Estado del bienestar en las crisis económicas. Anteriormente, hasta 1958, nacían de la financiación de las guerras.

Tras la muerte de Franco, fueron las crisis económicas las desencadenantes de las crisis de deuda. Antes de los Pactos de la Moncloa (1978), los ingresos y gastos presupuestarios eran inelásticos a la actividad económica. Las recesiones económicas no generaban déficits presupuestarios ni crisis de deuda y esto cambia tras el establecimiento del Estado del Bienestar, cuando los ciclos económicos determinan el déficit presupuestario. Los impuestos modernos (IVA e IRPF) redujeron su recaudación en las crisis, mientras que el seguro de desempleo aumentaba los gastos, generando los déficits públicos coyunturales. Además, los gobiernos incurrieron en déficits estructurales para estimular la economía a salir de la recesión, como sucedió en 1975-1983, 1992-1993 y 2008-2009. Estas insuficiencias fiscales desencadenaron las crisis de la deuda pública. Desde mayo de 2010, influida por el contagio de la crisis griega.

La deuda pública empieza a crear problemas a la Hacienda cuando quintuplicó los ingresos tributarios. Esta situación fue frecuente hasta 1950 y apareció de nuevo en 2010, reflejando el inicio de la nueva crisis de la deuda. En relación al porcentaje que representa la deuda pública sobre el PIB, el umbral de intolerancia se sitúa entre el 60% y el 80%, mostrando las mismas crisis de deuda. Otro indicador es el nivel de pago de los intereses, que se sitúa en el 20% en relación a los ingresos fiscales y que se superan en 1986, 1996 y 2010. Todos estos indicadores muestran un rasgo común: su rápido crecimiento en cuanto se inician las crisis de deuda, reflejando su carácter explosivo.

Otro indicador adelantando las crisis de la deuda es el acortamiento del plazo medio de vencimiento, por el aumento de los títulos a corto plazo. Ante un empeoramiento de los mercados, los gobiernos pueden encontrar problemas para renovar la deuda a corto y con una huida de los capitales extranjeros, lo que aumenta el riesgo de las crisis de deuda. Durante las crisis los prestamistas no prestan a largo plazo por el riesgo de impago y los gobiernos recurren a la deuda del Tesoro (flotante). La desproporcionada magnitud de la deuda flotante agrava las crisis porque a los pagos por intereses hay que añadir los mayores desembolsos por amortización de títulos. Tras la entrada de España en la UE (1985-2010) las cargas de la deuda han alcanzado niveles insostenibles (más del 50% de los ingresos fiscales). El problema de los grandes volúmenes de deuda flotante es proceder a su consolidación, para así reducir la deuda flotante y las cargas financieras del presupuesto.

Otro hecho que agrava las crisis de deuda es el predominio de deuda exterior porque faltan divisas para satisfacer los intereses y porque el capital extranjero huye del país. En el siglo XX se nacionalizó la deuda externa, aplicándole un impuesto del 2% sobre sus intereses por ser interna y afectándole el impuesto inflacionista al cambiar su denominación a pesetas. El predominio de la deuda interna en el siglo XX permitió a la Hacienda recurrir al impuesto inflacionista, haciendo innecesarios los impagos formales. La deuda externa se recuperó con la democracia y tras la modernización de la deuda pública, la mantenida por inversores no residentes sobrepasó el 54% en 2010. La huida de los capitales exteriores desde 2011 ha agravado la crisis presente.

Menos visible que el impago de intereses fue la reducción del coste de financiación real por la inflación. El impuesto inflacionista deterioró los rendimientos reales de la deuda durante el franquismo y la transición a la democracia. En el franquismo la inflación provocó una nueva eutanasia del rentista. Con la pérdida de sus ahorros los españoles perdieron también su ilusión financiera. Comenzaron a anticipar que los déficits presupuestarios serían monetizados y en consecuencia exigieron mayores intereses nominales a la deuda. En consecuencia, los tipos de interés reales volvieron a ser positivos desde 1987, aunque inferiores a los nominales.

La sostenibilidad de la deuda pública no sólo depende de su dimensión, sino también de sus costes financieros medios. Estimando estos por el cociente de los pagos de intereses entre la deuda viva, en el franquismo los costes de financiación del Tesoro quedaron por debajo del 3% dada la represión financiera. En la democracia, los tipos de interés de la deuda aumentaron al 8.1% en 1992. Las razones de este aumento fueron varias: la liberalización financiera, la gestión responsable de la deuda para financiar al Estado en condiciones de mercado, la acumulación de deuda por los déficits presupuestarios y el predominio del endeudamiento a corto plazo. Desde 1993, la política de convergencia fiscal y monetaria, para integrar España al euro, redujo el tipo de interés al 4.2% en 2007. En este entorno está el coste mínimo de financiación del Estado español en condiciones de mercado.

En agosto de 2012, el coste medio de la deuda española era del 4.1% y la maduración media de los títulos alcanzaba los 6.4 años. Desde un punto de vista técnico y estático, la situación de la deuda pública era sostenible. La relación entre la deuda pública y el PIB era inferior a la media europea, pero el problema era que España estaba inmersa en una profunda crisis económica que empeoraba día a día las cuentas públicas. Las especulaciones contra el euro también afectaban porque España carece de soberanía fiscal y monetaria y su suerte depende de las instituciones europeas, que trataban de condicionar las ayudas a la seriedad de la política de austeridad y de las reformas estructurales de España.

En julio de 2012, tras el anuncio de grandes recortes en el gasto público y de notables aumentos en los impuestos (incluido el IVA), después de la aprobación de un rescate de 100.000 millones de euros para la banca española, por el Mecanismo Europeo de Estabilidad, aplicable cuando se acordase la unión bancaria, el tipo de interés del bono español a 10 años siguió cotizándose por encima del 7% y la prima de riesgo con respecto al bono alemán alcanzó un máximo histórico. Se vio algo aliviada cuando el Banco central Europeo anunció que compraría deuda española si el gobierno pedía el rescate a la UE. Sin embargo los inversores no confiaban en las medidas aprobadas por el gobierno español, pues la crisis económica no tenía visos de salida dado que los problemas estructurales seguían siendo graves (enorme paro, falta de competitividad, crisis bancaria e inmobiliaria, corrupción y descontrol de las haciendas locales y autonómicas). Los inversores también desconfiaban de que la UE tuviera una estrategia definida de salvamento para el euro, por los conflictos nacionales. La situación era crítica y el rescate (formal o encubierto) de España por la UE sería imprescindible antes o después: sólo así el BCE accedería a comprar deuda española, para rebajar

los tipos de interés y permitir que el Tesoro pudiera renovar, a precios asequibles, los enormes vencimientos de deuda a corto plazo. El abaratamiento del coste de la deuda también era imprescindible, pues el Estado tendría que emitir más deuda para rescatar a la mayoría de las Comunidades Autónomas, en práctica suspensión de pagos. La estructura de la deuda tampoco ayudaba, pues la historia muestra que cuando un Estado pierde el crédito (el *rating*) en los mercados, la crisis de la deuda empeora exponencialmente, por la huida de los inversores extranjeros y la dificultad de renovar la deuda a corto.

Los costes de financiación tienen una evolución inversa a la cotización de la deuda pública en la bolsa, como veremos más adelante en este trabajo. Durante las crisis de deuda, su cotización estaba por los suelos. Durante el franquismo, la deuda pública cotizó sobre su par porque no había déficits presupuestarios ni impagos explícitos. La cotización de la deuda se desplomó en el ocaso del franquismo, coincidiendo con la incertidumbre política, el aumento de los déficits presupuestarios y la crisis económica de la década de 1970. La cotización mejoró en los años noventa por la gestión responsable de la deuda.

“La historia de la Hacienda enseña que la solución a las crisis de la deuda consiste en reducir su volumen para que sea sostenible en relación a los recursos fiscales, lo que exige conseguir superávits para amortizarla. Los gobiernos españoles recurrieron a este expediente ortodoxo de resolver las crisis de la deuda en contadas ocasiones, destacando Fernández Villaverde y, presionados por la Unión Europea, los gobiernos socialista y popular en la crisis de 2010-2012. En estos casos, los ministros de Hacienda aplicaron políticas restrictivas para equilibrar el presupuesto y restaurar la reputación del Reino de España como prestatario internacional”. (Comín Comín, 2013)

1.3 Concepto y tipos de deuda pública

Según el artículo 92 de la Ley 47/2003, de 27 de noviembre, “constituye la Deuda del Estado el conjunto de capitales tomados a préstamo por el Estado mediante emisión pública, concertación de operaciones de crédito, subrogación en la posición deudora de un tercero o, en general, mediante cualquier otra operación financiera del Estado con destino de financiar los gastos del Estado o a constituir posiciones activas de tesorería”. (Gobierno de España, 2003)

El Gobierno de España opera con tres tipos de valores:

1. Letras del Tesoro.

Son valores de renta fija a corto plazo representados mediante anotaciones en cuenta. Se crearon en junio de 1987, cuando se puso en funcionamiento el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

Las Letras se emiten mediante subasta. El importe mínimo de cada petición es de 1.000 euros, y las peticiones por importe superior han de ser múltiplos de 1.000 euros.

Son valores emitidos al descuento por lo que su precio de adquisición es inferior al importe que el inversor recibirá en el momento del reembolso. La diferencia entre el valor de reembolso de la Letra y su precio de adquisición será el interés o rendimiento generado por la Letra del Tesoro.

En la actualidad se emiten letras a 3, 6 y 12 meses.

Por tratarse de valores a corto plazo, las variaciones de precio en el mercado secundario suelen ser reducidas. Suponen un menor riesgo para el inversor que prevea o pueda necesitar vender estos valores en el mercado antes de su vencimiento.

2. Bonos y Obligaciones del Estado.

Son valores emitidos por el Tesoro a un plazo superior a dos años. Bonos y obligaciones se diferencian en el plazo, en los bonos oscila entre 2 y 5 años, mientras que en las obligaciones es superior a 5 años.

Los bonos y obligaciones se emiten mediante subasta competitiva. El valor nominal mínimo que puede solicitarse en una subasta es de 1.000 euros y las peticiones por importes superiores han de ser múltiplos de 1.000 euros.

En la actualidad se emiten bonos a 3 y 5 años, y obligaciones a 10, 15 y 30 años.

3. Deuda en divisas.

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

En la actualidad, la financiación en divisas tiene un papel complementario a la financiación en euros. Uno de los objetivos prioritarios, además de la posible obtención de ahorro en coste a través de operaciones de arbitraje, es diversificar la base inversora internacional en bonos del Reino de España. El peso de la deuda del Tesoro denominada en divisas en la deuda total en circulación se sitúa en torno al 1.5%.

La composición por monedas de la deuda en divisas del Tesoro (antes de swaps) muestra una preeminencia de los bonos denominados en dólares, seguidos a distancia, por yenes y libras esterlinas. Por instrumentos, destaca el segmento compuesto por instrumentos negociables: eurobonos y Notas a Medio Plazo², siendo nula actualmente la participación de préstamos. La exposición de la cartera de deuda a las divisas es nula, dado que la totalidad de estas emisiones se cubren mediante swaps³, de modo que no se incurre en riesgo de tipo de cambio. (Ministerio de Economía y Competitividad, Gobierno de España., 2013)

² **Notas a medio plazo (NMP):** instrumento de deuda corporativo o gubernamental ofrecido a los inversores de manera continua. Los vencimientos van desde nueve meses hasta 30 años (o más). (Van Iorne, y otros, 2003)

³ **Swaps de divisas:** contrato financiero entre dos partes que desean intercambiar su principal, en diferentes divisas, por un período de tiempo acordado. En la fecha de vencimiento, los principales son intercambiados al tipo original de contado. Durante el período del acuerdo, las partes pagan sus intereses recíprocos. Es importante señalar que el tipo de cambio utilizado en todo momento durante la vida del acuerdo swap es el que existía al comienzo del mismo. (Mascareñas, 2012)

1.4 Medición

El Estado español fija en sus Presupuestos Generales anuales las necesidades de financiación previstas en función del déficit o superávit de sus cuentas. De acuerdo a los ingresos y gastos que se prevén tener para cada ejercicio, el Tesoro emitirá más o menos deuda pública, en sus diferentes instrumentos.

La estrategia de financiación del Tesoro desde el año 2002 se ha regido en los siguientes objetivos: la provisión de activos libres de riesgo al mercado, competitivos y líquidos a lo largo de toda la estructura temporal de vencimientos y la satisfacción de los objetivos de emisión al menor coste posible a largo plazo.

El principal procedimiento de emisión por parte del Tesoro Público fue la subasta. Las subastas se resolvieron por el procedimiento “holandés modificado”, que supone la adjudicación al precio medio de aquellas pujas realizadas por encima de dicho precio medio y al precio pujado de las restantes pujas aceptadas. Las subastas están establecidas en un calendario anual y para flexibilizar su estrategia de financiación se permite al Tesoro realizar anuncios de referencias adicionales a subastar cuando es necesario.

A continuación se muestra una tabla y el gráfico correspondiente donde se puede observar la evolución de la deuda en circulación en los últimos años.

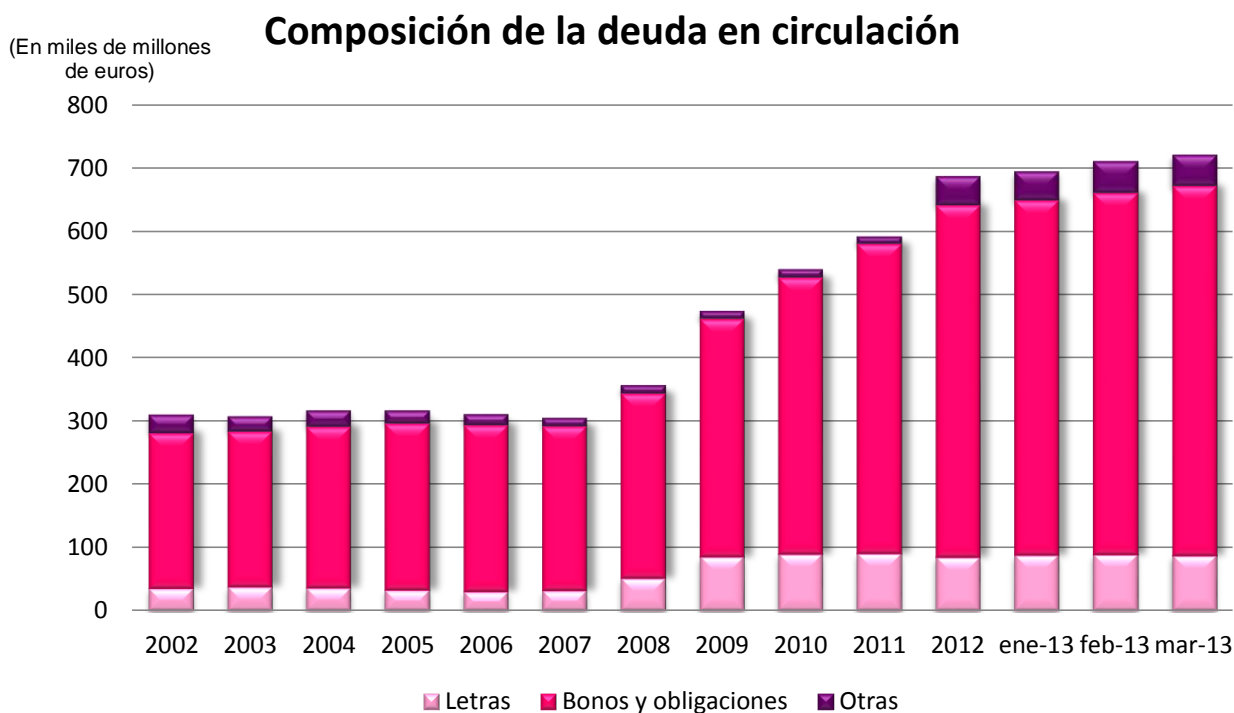
Tabla 1.4 Evolución de los tipos de deuda en el período 2002-2011.

(En miles de millones de euros)

Año	Letras	Bonos y obligaciones	Otras	Total
2002	35.8	247.1	29.1	312.0
% sobre total	11.5	79.2	9.3	100.0
2003	38.8	246.0	24.4	309.2
2004	37.0	255.9	26.3	319.2
2005	33.3	264.7	21.2	319.2
2006	31.3	264.1	17.1	312.5
2007	32.4	260.9	13.8	307.1
2008	52.1	293.0	13.3	358.4
2009	85.5	376.6	13.3	475.4
2010	89.8	437.2	13.7	540.7
2011	90.6	489.9	11.6	592.1
2012	84.61	556.85	46.77	688.23
Enero 2013	87.95	561.02	46.68	696.65
Febrero 2013	89.41	571.60	50.12	711.13
Marzo 2013	87.69	583.70	50.17	721.56
% sobre total	12.2	80.9	6.9	100.0

Fuente: Memoria 2011 del Tesoro. (Tesoro Público, 2011) y (Tesoro Público, 2013)

Gráfico 1.2 Composición de la deuda en circulación.



Fuente: Elaboración propia con los datos de la Tabla 1.4 Evolución de los tipos de deuda en el período 2002-2011.

El gráfico muestra de una forma muy visual cómo ha crecido la deuda del Estado desde el año 2002 a marzo de 2013 y cuáles han sido los principales tipos de deuda que han incrementado su circulación entre los inversores.

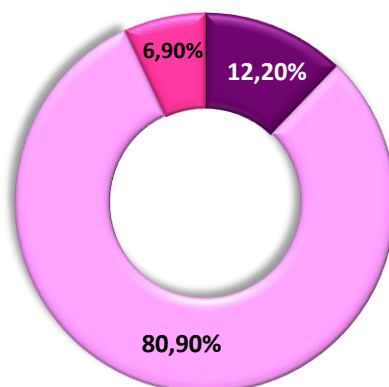
Desde 2002, el total de deuda en circulación ha pasado de 312 miles de millones de euros a los 722 miles de millones de euros, es decir, se ha duplicado la deuda en circulación del Estado. Como podemos observar, de 2002 a 2007 apenas hubo una variación significativa de la deuda, pero a partir de 2007 se incrementa la circulación de Bonos y Obligaciones del Estado. En 2008 comienza a incrementarse la circulación de Letras, que en miles de millones pasan de 52 a 85.5. Desde 2012 también se observa un cambio de tendencia, las Letras del Tesoro estabilizan su crecimiento y se incrementa la circulación de Otros tipos de deuda, entre los que destacan la deuda no negociable y las emisiones internacionales y deuda en divisas, siendo la deuda no negociable la que coge fuerza en las emisiones. Esta deuda no negociable incluye préstamos y deuda asumida en euros y en monedas nacionales de la zona euro.

En el siguiente gráfico se muestra el porcentaje sobre el total que representa cada uno de los tipos de deuda del Estado.

Gráfico 1.3 Distribución de la deuda en circulación (marzo 2013).

Distribución de la deuda en circulación (marzo 2013)

■ Letras ■ Bonos y obligaciones ■ Otras



Fuente: Elaboración propia con los datos de la Tabla 1.4 Evolución de los tipos de deuda en el período 2002-2011.

Como podemos ver, el 81% de la deuda del Estado en marzo de 2013 está representada por Bonos y Obligaciones. Las características principales de este tipo de deuda son:

- Valor nominal: 1.000 euros.
- Interés: cupón anual.
- Método de emisión: subasta.
- Petición mínima: 1.000 euros.
- Límite para presentar peticiones:
 - a. Miembros del mercado: fecha de la subasta.
 - b. No miembros: un día hábil antes de la subasta.
- Fecha de liquidación: tres días hábiles después de la subasta.
- Fecha de pago:
 - a. Miembros del mercado: fecha de la liquidación.
 - b. No miembros: un día hábil antes de la liquidación.
- Fiscalidad:
 - a. Residentes.
 - IRPF: durante los ejercicios 2012 y 2013 el cupón tributa como renta del ahorro al 21%⁴, y está sujeto a una retención del 21%. El rendimiento obtenido en la venta o amortización también tributa al 21%⁴ y no está sujeto a retención salvo en caso de “lavado de cupón”.

⁴ Se gravará al tipo del 25% el tramo de la base liquidable que exceda de 6.000 euros hasta 24.000 euros y al 27% el tramo que exceda de los 24.000 euros.

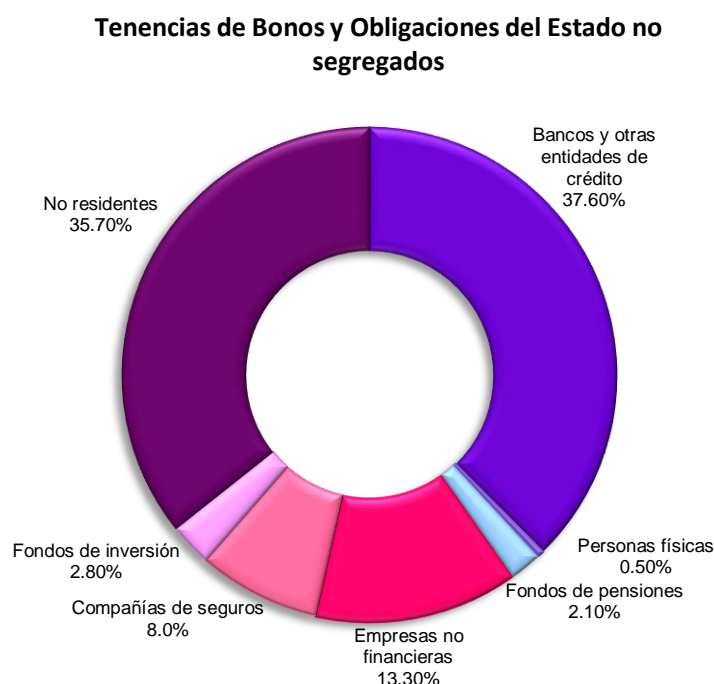
- Impuesto de sociedades: los rendimientos de todos los Valores del Tesoro tributan atendiendo a la contabilidad empresarial basada en el principio de devengo y no están sujetas a retención salvo los casos de “lavado de cupón”, a los que se aplica una retención del 21%.
- b. No residentes: no están sometidos a tributación en España los rendimientos derivados de la Deuda Pública española, obtenidos por personas físicas o entidades no residentes, siempre que no operen a través de un establecimiento permanente en España.

Las Letras presentan únicamente dos diferencias en cuanto a sus características en comparación con los Bonos y Obligaciones:

- Interés: al descuento.
- Fiscalidad:
 - a. Residentes.
 - IRPF: durante los ejercicios 2012 y 2013 el rendimiento (diferencia entre el importe de compra y el de venta o amortización) tributa como renta del ahorro al 21%⁴ y no está sujeto a retención a cuenta.

El resto de características que hemos apuntado para los Bonos y Obligaciones son las mismas para las Letras del Tesoro. (Tesoro Público, 2013)

Gráfico 2.4 Tenencias de Bonos y Obligaciones del Estado no segregados



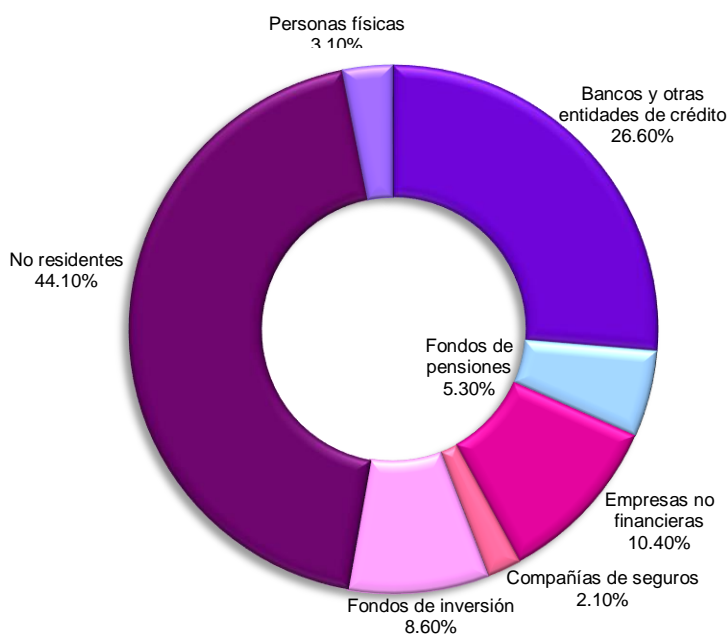
En cuanto a los tenedores de deuda del Estado, se muestra en los siguientes gráficos cuál es la distribución entre los diferentes tipos de inversores en cada uno de los tipos de deuda.

Los Bonos y Obligaciones están en su mayoría en manos de bancos y otras entidades de crédito, no residentes y empresas no financieras. Las personas físicas, seguidas de los fondos de pensiones son los tenedores con menor porcentaje de este tipo de deuda.

Fuente: (Tesoro Público, 2013)

Gráfico 2.5 Tenencias de Letras del Estado

Tenencias de Letras del Tesoro

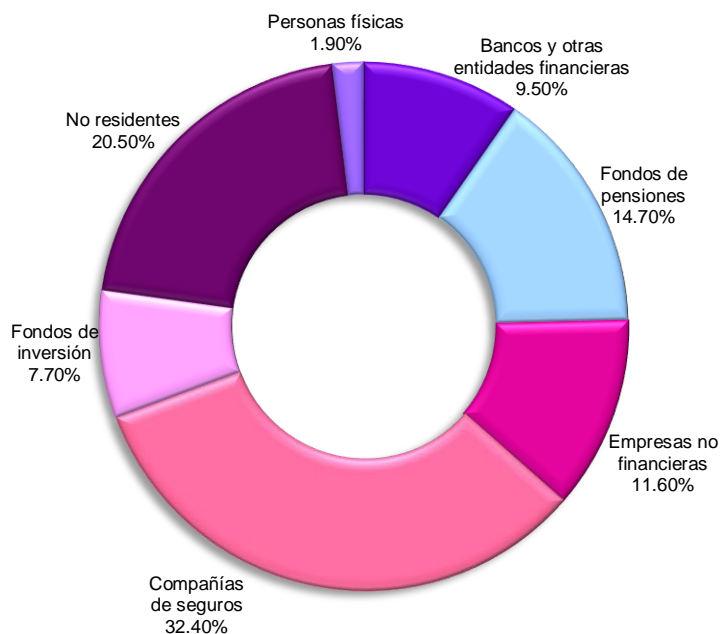


Fuente: (Tesoro Público, 2013)

En cuanto a las Letras del Tesoro, encontramos diferencias en la tenencia frente a los Bonos y Obligaciones. Como vemos, los Bancos y otras entidades de crédito pierden peso en este tipo de instrumentos, siendo los no residentes los que mayor porcentaje sustentan, el 44.10% del total de tenencia. Las compañías de seguro también tienen menor peso, mientras que las personas físicas, que pasan de representar un 0.50% a un 3.10%, y los fondos de inversión y de pensiones ganan porcentaje de posesión de Letras del Tesoro. Las empresas no financieras mantienen un porcentaje muy parecido de Bonos y Obligaciones y Letras del Tesoro, 13.30% y 10.40% respectivamente.

Gráfico 2.6 Tenencias de Valores segregados

Tenencias de Valores segregados



Fuente: (Tesoro Público, 2013)

Si observamos la tenencia de valores segregados, la cosa cambia completamente. La mayor parte de estos valores están en manos de compañías de seguros, el 32.4%, seguidos por los no residentes, que poseen un 20.50% de estos valores. En el lado opuesto encontramos a las personas físicas, con un 1.90%, seguidas por los fondos de inversión y los bancos y otras entidades no financieras, con un 7.70% y un 9.50% respectivamente.

1.5 Regulación legal: Ley General Presupuestaria

1.5.1 Antecedentes históricos

El 4 de enero de 1977 se aprueba la Ley 11/1977 General Presupuestaria. Se establece en dicha norma, en relación al endeudamiento público, la regulación de las nuevas formas de endeudamiento que utilizan los Organismos autonómicos.

En la exposición de motivos se hace referencia a la deuda pública en el motivo “VII. Del endeudamiento público”. Dicho motivo mantiene el tratamiento jurídico de la deuda pública e introduce una novedad, pasa a regularse también las formas de endeudamiento utilizadas por el resto de organismos autónomos del Estado.

El crédito público que no es estricta Deuda Pública pasa a quedar regulado con la promulgación de dicha Ley. Concretamente establece “(...) no puede ignorarse que las modernas actividades del Estado y de sus Organismos autónomos conciben a la Deuda Pública como instrumento de financiación y su ordenamiento jurídico así ha de configurarla”.

Además, se regula el Tesoro Público en su doble vertiente funcional y sin pérdida de su concepción unitaria. La Ley regula la emisión y reembolso de los Bonos del Tesoro Público, así como la esterilización de los medios dinerarios con ellos obtenidos, como instrumento al servicio de la conveniente liquidez del sistema financiero nacional.

La deuda pública queda regulada en los artículos 101 a 105, los cuáles no han sufrido modificaciones importantes y se detallarán a continuación en la actual Ley General Presupuestaria. (Gobierno de España, 1977)

El 23 de septiembre de 1988 se aprueba el Real Decreto Legislativo 1091/1988. Se modifica la anterior normativa por la nueva configuración del Estado establecida por la Constitución, la extensión del ámbito de los Presupuestos Generales del Estado y las nuevas técnicas presupuestarias.

“El principio de seguridad jurídica proclamado por el artículo 9, número tres de la Constitución Española aconseja la promulgación de un texto refundido de la Ley General Presupuestaria”. El Gobierno quedó autorizado por la Ley 21/1986, de 23 de diciembre, “a regularizar, actualizar y armonizar las disposiciones legales vigentes de carácter permanente en materia de gestión presupuestaria contenidas en las Leyes anuales de Presupuestos posteriores a la entrada en vigor de la citada Ley General Presupuestaria”.

La Deuda Pública sigue regulándose en los artículos 101 a 105. (Ministerio de Economía y Hacienda, 1988)

1.5.2 Ley General Presupuestaria.

La nueva Ley 47/2003, General Presupuestaria se refiere a la Deuda del Estado en sus artículos 94 y siguientes, tras efectuar una referencia anterior en su artículo 92. Esta regulación viene a reemplazar a la contenida en el antiguo Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria, aprobado mediante R. D. Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, que delimitaba la Deuda Pública en sus artículos 101 y siguientes.

El TRLGP estimó como necesidad de carácter ineludible proceder a realizar un reconocimiento normativo del crédito público existente al margen de lo que podríamos denominar la “estricta Deuda Pública”, quedando sometidas a regulación cuestiones tales como el deslinde de competencias orgánicas existentes para su contratación, exigiendo el ingreso en el Tesoro Público de los fondos obtenidos al efecto.

El régimen jurídico de la Deuda del Estado aparece regulado en los artículos 103 a 105 de la LGP. En el primero de ellos se contiene el Régimen de los Valores representativos de la Deuda del Estado.

Tal y como dispone el artículo 103 de la nueva LGP “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. (...) 5. El titular de valores representativos de la Deuda del Estado tendrá la consideración de acreedor del Estado aun cuando hubiera pactado con el vendedor, incluso simultáneamente a la compra de los valores, su futura venta.”

Los artículos 104 y 105 de la citada Ley, hacen referencia al Régimen de transmisión de la Deuda y a su Prescripción, respectivamente. (Calvo Vérguez, 2005) y (Gobierno de España, 2003)

Capítulo 2

Las agencias de calificación crediticia

“Las Agencias de Calificación Crediticia o Agencias de Rating han sido en los últimos años y siguen siendo en la actualidad una de las protagonistas de los mercados financieros internacionales porque todos los informes públicos y privados sobre la crisis financiera global han coincidido en identificarlas como las principales culpables de dicha crisis o, al menos, de su propagación a través de los mercados financieros mundiales ya que, primero, dieron las máximas calificaciones a emisores e instrumentos financieros de dudosa solvencia que acabaron quebrando y, después, no corrigieron aquellas calificaciones para adaptarlas al deterioro de la solvencia de los emisores e instrumentos calificados. Sin embargo, esta crítica feroz y unánime a aquellas Agencias no ha impedido que sus calificaciones de los emisores públicos y privados y de los valores por ellos emitidos sigan teniendo una influencia decisiva sobre las posibilidades o el coste de colocación de dichos valores en el mercado”. (Tapia Hermida, 2010)

2.1 Definición y tipos de agencias de calificación

De acuerdo con 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 la evaluación del riesgo crediticio de los emisores de valores representativos de deuda o de dichos valores”.

El Reglamento 1060/2009 (Parlamento y Consejo Europeo, 2009) define en su artículo 3 las agencias de calificación crediticia como “una persona jurídica cuya ocupación incluya la emisión de calificaciones crediticias con carácter profesional”. En el mismo artículo se define la calificación crediticia como “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”.

En el Derecho comparado de los EE.UU., la Sección 3 de la Ley de Reforma de las Agencias de Calificación Crediticia de 2006 las define 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”.

Tipos de agencias de calificación crediticia:

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

Puede distinguirse entre las agencias que ofrecen servicios complementarios a la calificación crediticia estrictamente considerada y aquellas que se dedican, únicamente, a la calificación crediticia.

A su vez, hay agencias dedicadas a la actividad genérica de calificación crediticia y aquellas otras especializadas en calificar los riesgos específicos de determinadas regiones (agencias locales que evalúan el riesgo-país de tipo político o de tipo de cambio) o industrias (por ejemplo, en seguros).

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

Se distinguen las tres grandes agencias globales (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) que actúan internacionalmente con publicación a menudo gratuita de sus calificaciones, de las pequeñas agencias locales que suelen actuar en escenarios regionales y sobre la base de sistemas de suscripción remunerada a sus calificaciones.

A su vez, las agencias globales, domiciliadas en los EE.UU., operan a través de agencias locales que bien pueden ser sociedades filiales y pertenecer al mismo grupo, o bien pueden ser sociedades autónomas afiliadas a las primeras.

En relación a esto se han detectado problemas inherentes al oligopolio existente en el mercado global de las calificaciones crediticias. (Tapia Hermida, 2010)

Tabla 2.5 Resumen de los tipos de 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 crediticia.

2.2 Funciones de la calificación crediticia

Las calificaciones crediticias satisfacen la necesidad de interpretar profesional e independientemente la información disponible sobre la solvencia de los emisores en el mercado de instrumentos financieros.

Una valoración adecuada requiere desarrollar un proceso de acopio de información sobre las circunstancias de los emisores, las características de los valores y las condiciones de los mercados. A continuación, debe existir una interpretación de la información obtenida y, finalmente, una plasmación de la misma. La información se puede plasmar en opiniones sobre la solvencia del emisor o en recomendaciones de compra, venta o mantenimiento de valores.

Esta interpretación se hace necesaria en el contexto de mercados financieros globalizados en los que se debe establecer una metodología y criterios de calificación homogéneos que permitan superar las diferencias culturales en la interpretación de la información disponible.

En los mercados de instrumentos financieros encontramos dos tipos de intermediarios. Por una parte, entidades que intermedian en la compra y venta de valores, que son las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito. Por otra, las entidades que recaban información de los emisores sobre sus características y las de los instrumentos y valores que emiten. Dicha información la plasman en forma de: recomendaciones o evaluaciones de la solvencia de los emisores para hacer frente a las obligaciones derivadas de los valores que emiten. Estas evaluaciones son las propias de las agencias de calificación crediticia o agencias de “rating”.

La función de la calificación crediticia incide en el momento en el que el inversor debe adoptar la decisión de invertir, desinvertir o mantener un determinado valor en su cartera, pero no determina por sí solo tal decisión. “Las agencias de rating juegan un papel importante al ayudar a los partícipes del mercado a incorporar a su proceso decisorio una información voluminosa, diversa y compleja sobre una inversión particular” (Comité Técnico de OICV/IOSCO, 2003 pág. 15).

La actividad de calificación incide sobre el riesgo que tienen las inversiones realizadas, pero no debe confundirse con las recomendaciones directas de inversión. La calificación del riesgo no implica, por sí sola, la recomendación de adquirir o vender un valor. La decisión dependerá de la composición de la cartera y la combinación de otros factores relevantes como son la rentabilidad y la liquidez.

De modo que, las calificaciones inciden en las decisiones de inversión de forma indirecta, porque no implican recomendaciones de invertir, desinvertir o mantener en cartera un instrumento financiero. Además, lo hacen de forma parcial porque sólo tienen en cuenta el riesgo, y no factores como la rentabilidad y liquidez.

La calificación crediticia también contribuye a la eficiencia y reduce la asimetría informativa y el coste de financiación de los emisores en el mercado de valores.

Cumple una función significativa para la eficiencia de los mercados de valores porque hace que tales mercados cumplan adecuadamente su labor de trasvase del ahorro a la inversión productiva y para que los mercados sean capaces de traducir en términos de cotización toda la información disponible en el mercado sobre los emisores y sobre las circunstancias de los mercados. Esta contribución a la eficiencia del mercado exige que las calificaciones tengan un horizonte temporal extenso para que constituyan un factor de estabilización racional de los comportamientos de los inversores.

Por lo anterior, las calificaciones contribuyen a reducir la asimetría informativa que existe entre los emisores de valores que apelan al ahorro del público inversor, disponiendo de la información esencial para evaluar su propia solvencia, y los inversores que adquieren aquellos valores, ignorando en muchas ocasiones datos esenciales para evaluar aquella solvencia y, en consecuencia, el riesgo de crédito que están asumiendo.

En consecuencia, los inversores (sobre todos los institucionales) exigen una compensación por el incremento de riesgo que para ellos supone la asimetría informativa. Dicha compensación se traduce en un incremento de los intereses a pagar en los valores de renta fija y en un incremento del coste del capital para los emisores, de modo que la reducción de la asimetría informativa que supone la disponibilidad en el mercado de calificaciones objetivas y reconocidas del riesgo comporta una reducción de la compensación exigida por los inversores y un menor coste de obtención del capital para los emisores. (Tapia Hermida, 2010)

2.3 Principales agencias de calificación

2.3.1 Breve paseo por la historia de las principales agencias de calificación

La historia de las agencias de rating comienza con la financiación de los ferrocarriles americanos a principios del siglo XX. Para financiar esas enormes infraestructuras, tales empresas recurrieron a la emisión de bonos.

De 1909 a 1970 los ingresos de las agencias de calificación provenían de la venta de informes a los suscriptores de sus estudios. Sin embargo, a partir de esa fecha cambiaron la forma de negocio, siendo los propios emisores de productos financieros los que pagan a las agencias. En el fondo es un negocio que vende el “nivel de reputación” de los emisores, que es comprado por los inversores. En el caso de las emisiones de deuda soberana de los diferentes países no se aplica: las calificaciones de los países grandes, como Estados Unidos o Francia, por ejemplo, son gratis si bien, los países en vías de desarrollo pagan una cantidad entre 50.000€ y 200.000€ por un informe. (Olier, 2011)

Actualmente existen en el mundo unas ciento sesenta agencias de rating, pero Moody's, Standard & Poor's (S&P) y, a gran distancia, Fitch dominan el mercado. Se trata de un oligopolio en el que Moody's y S&P tienen una cuota de mercado del 80% y Fitch, del 14%. La organización de las tres grandes agencias, su enfoque analítico y las escalas ordinales que utilizan para las clasificaciones y las tarifas que cobran por sus servicios son bastante parecidos. En el período 1998-2005, los ingresos de las tres agencias crecieron enormemente, a una tasa anual del 17%, siendo Fitch la que más ha crecido.

La historia de Standard & Poor's se remonta a 1860, año en el que Henry Vernon Poor publicó *The history of Railroads and Canals of the United States*. A Vernon le preocupaba la falta de información de calidad disponible para los inversores y comenzó una campaña para difundir información sobre las operaciones de las empresas. En 1906 se constituyó Standard Statistics Bureau para proporcionar información financiera sobre empresas estadounidenses. La agencia publica calificaciones crediticias desde 1916, año en el que comenzó a asignar ratings a los bonos de empresa. Poco después inició la publicación de ratings de deuda soberana.

Posteriormente, en 1940, fueron introducidos los ratings de bonos municipales. En 1941, Poor's Publishing and Standard Statistics se fusionaron, dando lugar a Standard & Poor's Corporation, que en 1966 fue adquirida por McGraw-Hill Companies. Actualmente tiene su sede en Nueva York y está presente en veinticuatro países. En 2008 su facturación ascendió a 2.650 millones de dólares.

Moody's, que fue creada por John Moody, comenzó a publicar calificaciones crediticias en 1909. Inicialmente, calificaba las emisiones de empresas de ferrocarriles norteamericanas. En 1913 empezó a evaluar empresas industriales y de servicios. En 1914 ya calificaba bonos emitidos por

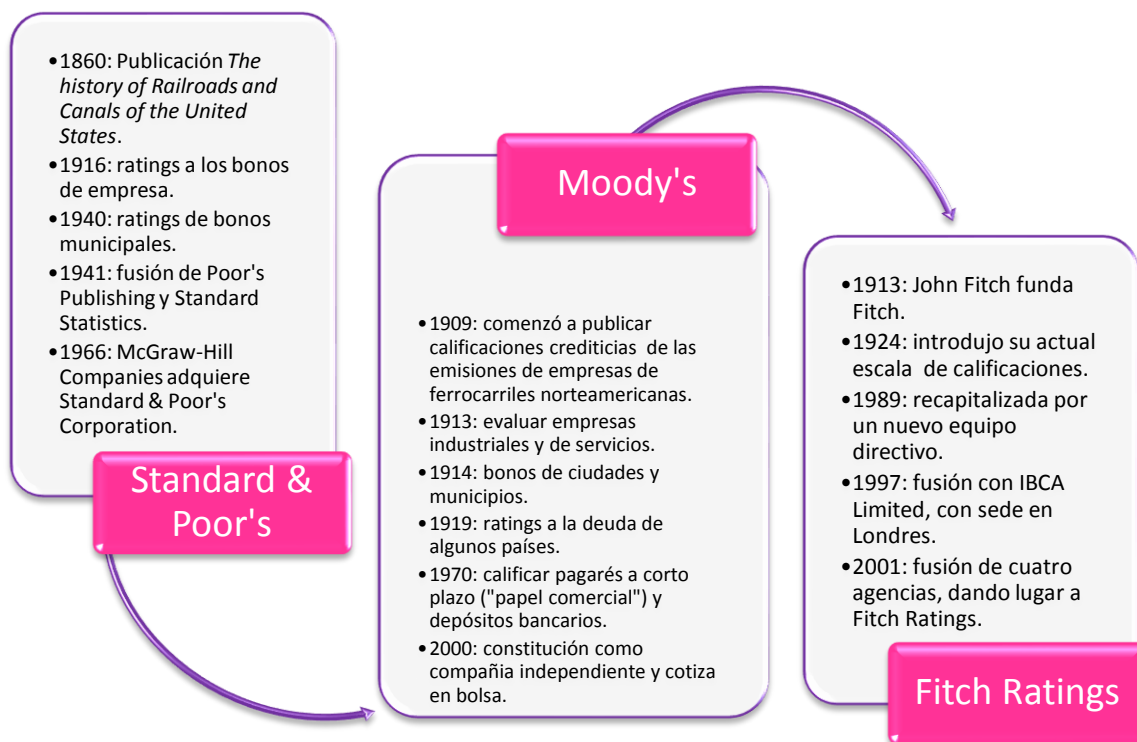
ciudades y municipios. En 1919 la agencia asignaba ratings a la deuda de algunos países, como Gran Bretaña, Francia, Italia, Japón y China. En 1924, Moody's cubría casi el 100% del mercado de bonos de los Estados Unidos. En los años setenta, la agencia comenzó a calificar pagarés a corto plazo (lo que se denomina "papel comercial") y depósitos bancarios. Es en estos años cuando Moody's, al igual que otras agencias, empezó a cobrar a los emisores, además de a los inversores, por sus servicios de rating. La justificación es que los emisores deben pagar porque la calificación les da acceso al mercado de capitales. Además, la creciente complejidad de esos mercados exigía personal cualificado, al que también había que pagar, y bien. En el año 2000 se constituyó como compañía independiente y cotiza en bolsa. Uno de sus mayores accionistas es Warren Buffett, el más famoso y prestigioso financiero e inversor norteamericano de las últimas décadas.

Fitch Ratings es el resultado de la fusión de la estadounidense Fitch, fundada en 1913, por John K. Fitch y la británica IBCA, pequeña empresa de calificación con sede en Londres, especializada en el análisis de la solvencia de los bancos, que fueron adquiridas en 1992 y 1997 por Fimalac, empresa fundada por un inversor francés, Marc Ladreit de Lacharrière, que había sido un alto ejecutivo de L'Oréal y Renault. Fimalac realizó su primera inversión en agencias de calificación en 1992, cuando adquirió IBCA ante la dificultad de desarrollar una agencia de rating desde una base francesa. A finales de 1997, el propietario de Fitch intentó adquirir IBCA, pero tras las negociaciones fue Marc Ladreit quien se hizo con Fitch. En abril de 2000 adquirió Duff & Phelps y posteriormente adquirió Bankwatch. Las cuatro agencias se fusionaron en 2001, dando lugar a Fitch Ratings. (Las agencias de rating, nuevas protagonistas, 2010).

Entre las tres grandes gestionan la calificación de decenas de billones de dólares. Tienen oficinas en las mayores plazas financieras del mundo, y sus ejecutivos, si bien poco conocidos públicamente, mantienen relaciones con presidentes de Gobierno, ministros de finanzas y altos ejecutivos de grandes empresas. Son en realidad un poder en la sombra.

Respecto a los ingresos de las agencias de rating poco se sabe. Únicamente Moody's ofrece datos. En 2009, su informe anual dictaba que había obtenido unos ingresos de 1.800 millones de dólares, la mitad aproximadamente en Estados Unidos y el resto internacionalmente. Su negocio había crecido internacionalmente de manera exponencial en los últimos años. (Olier, 2011).

Figura 2.1 Resumen de la historia de las principales agencias de calificación



Fuente: Elaboración propia con los datos del apartado 2.3.1.

2.3.2 Determinación del nivel de riesgo 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 otros, 1996).

En primera instancia la determinación de este riesgo consiste en la evaluación del marco legal y constitucional del país, con el propósito de determinar las fuentes de ingresos, su solvencia económica, la capacidad de contratación y los mecanismos de control e información para las emisiones en estudio. Una vez establecido el contexto donde opera el país, se analizan los aspectos financieros y cualquier otro elemento de juicio vinculado con el comportamiento previsible del deudor.

La medición de dicho riesgo se realiza mediante la construcción de indicadores de tipo cualitativo y cuantitativo, los cuales involucran diferentes áreas socio-económicas de una nación. En el caso de los indicadores cuantitativos se utiliza la información disponible en las cuentas públicas, datos estadísticos de las principales variables macroeconómicas y el presupuesto

nacional. En el caso de los indicadores cualitativos se utilizan informes realizados por las autoridades respecto a la gestión pública y la opinión de analistas sobre aspectos más subjetivos como las fortalezas, oportunidades, amenazas y debilidades que se observen en el país analizado (La Calificación del Riesgo Soberano, 2008).

Otro elemento importante es observar la estabilidad de la calificación de la deuda de un país, e incluso la tendencia de las calificaciones cuando estas varían, ya que la evaluación realizada por las principales calificadoras de riesgo, se fundamenta en las condiciones macroeconómicas de los países, por lo que la probabilidad de que cambie la calificación también existe y con ello la probabilidad de que cambien los rendimientos de los bonos (Kaminsky, y otros, 2001), en función de la variación de los precios.

En términos generales, las empresas clasificadoras de riesgo soberano analizan, entre otros, los siguientes riesgos para emitir su juicio respecto a una clasificación particular:

- a. Riesgo económico.
Se analiza la capacidad de pago de un país y parte del análisis de variables que miden el crecimiento económico, el producto interior bruto, la inflación, la devaluación, el déficit fiscal y comercial...
- b. Riesgo político.
Corresponde a un elemento cualitativo que involucra consideraciones políticas y sociales. Este riesgo también incorpora el análisis de la falta de consenso político y de compromisos para efectuar reformas estructurales para la recuperación económica de la nación.
- c. Riesgo social.
Este tipo de riesgo intenta medir los conflictos que se desarrollan en la sociedad, el respeto a las leyes, los niveles de pobreza, los problemas sociales y, en general, la idiosincrasia de la población.
- d. Riesgo internacional.
Se consideran en este apartado las leyes y las condiciones internacionales que influyen en cada país: las alianzas comerciales, sus principales socios, las alianzas políticas, las relaciones con los países vecinos... (La Calificación del Riesgo Soberano, 2008)

2.3.3 Niveles de clasificación de la deuda soberana en las principales agencias

Las tres principales agencias utilizan para sus calificaciones indicadores muy similares. Los criterios de medición se establecen según el plazo (largo o corto) y el grado (inversión o especulación). A continuación se muestra una tabla con los niveles de calificación en el largo y corto plazo, y otra con la definición del riesgo.

Tabla 2.6 Niveles de calificación de las principales agencias.

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

Fuente: Geoeconomía: las claves de la economía global (Olier, 2011)

A continuación se muestra cuál es el significado de las calificaciones que otorgan a los instrumentos financieros que pueden encontrarse en el mercado.

Tabla 2.7 Significado de las calificaciones utilizadas por las agencias de calificación.

<u>La más alta calidad crediticia.</u>	
AAA Aaa	Denota la más baja expectativa de riesgo de crédito. Refleja la capacidad más alta de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados.
<u>Muy alta calidad crediticia.</u>	
AA+, AA y AA- Aa1, Aa2 y Aa3	Indica fuerte capacidad de asumir compromisos de pago, la cual se considera poco vulnerable de eventos in fortuitos. Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados.
<u>Alta calidad de crédito.</u>	
A+, A y A- A1, A2 y A3	La capacidad de pago es considerada fuerte y sólida, refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
<u>Buena calidad de crédito.</u>	
BBB+, BBB y BBB- Baa1, Baa2 y Baa3	Indica que hay una baja expectativa de riesgo de crédito, refleja la adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Aún cuando la capacidad para asumir compromisos se considera adecuada, puede ser más vulnerable a cambios en las circunstancias o en las condiciones económicas que las clasificaciones anteriores.
<u>Grado especulativo.</u>	
BB+, BB y BB- Ba1, Ba2 y Ba3	Hay una posibilidad del desarrollo de un riesgo crediticio al cambiar adversamente las condiciones económicas. No obstante, proporciona un buen “ambiente” para los negocios si existen compromisos de pago. Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.
<u>Altamente especulativo.</u>	
B+, B y B- B1, B2 y B3	Indican que existe un significativo riesgo de crédito presente. No obstante, los compromisos adquiridos están siendo bien afrontados y permite aún un margen de seguridad. Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es más variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas que la categoría inmediata superior. La capacidad de pago está determinada por las condiciones económicas presentes.
<u>Riesgo de incumplimiento presente.</u>	
CCC+, CCC, CCC-, CC y C Caa1, Caa2, Caa3, Ca y C	Altamente especulativo e implica incumplimiento muy probable. Existe riesgo de incumplimiento de pago de capital e intereses en los términos y condiciones pactados aunque tiene algunas cláusulas de protección para los inversionistas.
<u>Incumplimiento.</u>	
DDD, DD y D C	En este caso hay un nivel de pérdida presente en la inversión por realizar. En el caso de las corporaciones de Estados Unidos implica una pérdida en el rango de 50% al 90% de la inversión realizada, por cuanto el emisor no ha cumplido con pagar el capital e intereses según los términos pactados.

Fuente: (La Calificación del Riesgo Soberano, 2008)

2.4 Crisis de credibilidad de las agencias de calificación

Durante los últimos años, la importancia de la calificación crediticia ha sido creciente y se ha dado una expansión objetiva y geográfica. El uso de las calificaciones ha experimentado un proceso expansivo en sentido objetivo por el número creciente de emisores y originadores de instrumentos financieros y el acceso al mercado de nuevos valores e instrumentos financieros cada vez más complejos que demandan nuevas calificaciones de los riesgos que comportan. La expansión geográfica se ha dado porque el desarrollo de nuevos mercados conlleva la extensión de las labores de calificación, siendo tal expansión uno de los síntomas de madurez de los mercados.

Desde finales del pasado siglo XX y hasta el verano de 2007, los mercados financieros internacionales se han visto sacudidos por escándalos financieros que se han expandido desde los EE.UU (ENRON, WORLCOM, XEROX...) hacia Europa (caso PARMALAT).

Estos escándalos se caracterizan por utilizar mecanismos de ocultación y distorsión de la información, pero no previstos por falta de transparencia. Afectaron a todos los sujetos implicados: emisores, bancos de inversión y auditores y resto de intermediarios informativos, entre ellos las agencias de calificación, cuyo papel fue criticado con gran dureza por las autoridades bursátiles de los Estados implicados. El creciente protagonismo de las agencias de rating viene generando, desde la quiebra de Enron y Parmalat, un debate sobre la organización y las pautas de comportamiento de las empresas de este sector.

Las críticas a las agencias de calificación se habían formulado con anterioridad por organismos internacionales cuando calificaron los riesgos financieros de los países emergentes. La información transmitida por las agencias de calificación tenía una importancia determinante en el acceso de los países de mercados emergentes a los mercados internacionales de capitales. Durante la crisis de Asia oriental se demostró que las agencias no pudieron prever la crisis y ayudaron a agravarla al proceder a reclasificar a algunos países.

A raíz de esta crisis de credibilidad, desde 2002 se inició un proceso de revisión de la regulación de las agencias de calificaciones en los EE.UU, que se extendió a nivel global y a la Europa Comunitaria.

También existe un consenso internacional sobre el hecho de que las agencias de calificación han contribuido de forma significativa a las turbulencias experimentadas por los mercados financieros desde la segunda mitad del año 2007, hasta el punto de que su actuación les ha hecho merecedoras de críticas públicas que han trascendido desde los ámbitos de las autoridades de supervisión financiera a los espacios de la política general.

Pero no han sido las únicas culpables de los defectos de funcionamiento de los mercados financieros que han desembocado en la grave crisis desarrollada desde el año 2007. No han sido las únicas responsables del valor

excesivo que han tenido sus propias calificaciones crediticias, porque la búsqueda de las máximas calificaciones para todas las series de sus emisiones estructuradas por parte de los emisores que pagaban tales calificaciones y la aceptación acrítica de aquellas calificaciones excesivas por parte de los gestores profesionales de inversores institucionales también han sido factores que han precipitado el papel dañino de las calificaciones y de las agencias que las han emitido en la crisis financiera global.

Entre las causas de las crisis de credibilidad destacan las deficiencias en los métodos y modelos utilizados por las agencias, las carencias de la comunicación de las agencias con los usuarios de las calificaciones y la incapacidad de reacción adecuada de las agencias. Respecto a esta última, cuando las condiciones del mercado se deterioraron, no adaptaron con prontitud sus calificaciones sobrevaloradas. Las agencias han ofrecido un alto nivel de calidad cuando se ha tratado de emitir calificaciones iniciales pero han fallado en las revisiones periódicas de aquellas calificaciones, tanto para mejorarlas como para empeorarlas.

En la crisis financiera global que se extiende desde el año 2008, las agencias no fueron capaces de adaptar sus métodos de calificación y las calificaciones resultantes a los instrumentos cada vez más complejos e innovadores que produjeron los mercados financieros.

El grado de complejidad de los productos financieros que ha precipitado la crisis financiera global posterior a 2007 se refleja en los productos financieros complejos y estructurados fruto, en algunos casos, de la titulización. Productos estructurados basados en hipotecas de alto riesgo y en titulaciones dependientes de la renovación de la deuda emitida por los vehículos de inversión estructurada. En este sentido, algunos informes sitúan la quiebra de Lehman Brothers, acaecida en septiembre del 2008, como inicio de la crisis financiera global. Las obligaciones o los derivados emitidos por aquel banco de inversión formaban parte de productos estructurados que sirvieron, por ejemplo, para configurar las cestas de inversión de las provisiones matemáticas de numerosos seguros de vida, en los que los tomadores asumían el riesgo de la inversión a largo plazo. Las agencias no tenían preparados sus métodos de análisis para emitir calificaciones crediticias adecuadas de estos productos estructurados y emitieron calificaciones inadecuadas.

Otro factor que ha contribuido a la ineficiencia de las calificaciones crediticias consiste en que los instrumentos financieros que han calificado las agencias eran nuevos y existía una creencia de que los productos financieros innovadores eran buenos por sí mismos, sin necesidad de evaluar si aquella innovación era eficiente o dañina. Las agencias no consiguieron calificar adecuadamente tales instrumentos complejos, resultado de la innovación financiera.

En resumen, existe consenso internacional sobre el protagonismo que han tenido las agencias de calificación en la crisis financiera internacional porque han contribuido a reducir la percepción del riesgo que implicaban algunos productos financieros estructurados al equiparar su calificación crediticia a la de las obligaciones y bonos emitidos por Estados o sociedades.

Esta infravaloración del riesgo crediticio se ha debido a la metodología opaca y errónea aplicada por tales agencias, sin datos históricos suficientes sobre el comportamiento del mercado de hipotecas infragarantizadas, sobre la correlación entre la falta de garantías y los impagos...

Otro punto crítico es el conflicto de interés ínsito en el hecho de que estas agencias califican la solvencia financiera de unos emisores que pagan sus honorarios. Los informes internacionales señalan que deben establecerse las medidas regulatorias para cambiar el actual modelo de pago de los honorarios de estas agencias por los emisores cuyos valores califican a un modelo de pago de los inversores que son los usuarios de tales calificaciones. Otro aspecto crítico es la situación de oligopolio en la que las tres agencias más importantes limitan las posibilidades de competencia efectiva en el sector. En este sentido, se señala que la estabilidad y la eficiencia de los mercados financieros internacionales no pueden depender de un número reducido de agencias de calificación, cuyas calificaciones se han revelado erróneas con demasiada frecuencia, pecando de un optimismo crediticio que no ha calibrado los riesgos que se han convertido en siniestros.

La credibilidad de las agencias es materia delicada y trascendente que afectó de una forma importante a España. La credibilidad de las agencias ha sufrido graves deterioros cuando la realidad ha demostrado que la insolvencia de determinados emisores, que se consideraba altamente improbable, cuando no efectivamente imposible, a tenor de las calificaciones otorgadas a sus instrumentos de deuda, se mostró con toda su crudeza cuando se declararon en quiebra. Se trató de crisis de credibilidad que afectaron a todas las agencias relevantes y que tuvieron como referencia la falta de acierto de calificaciones crediticias concretas. A diferencia de estas crisis de credibilidad, la realizada de nuestro mercado bancario nos ha mostrado recientemente que la credibilidad pública de las agencias puede tambalearse cuando discrepan abiertamente en sus diagnósticos de la situación de determinados sectores económicos en informes prospectivos. Se trata de informes generales y no de calificaciones. Así, en octubre de 2009, Moody's publicaba, el día 13, un informe de perspectiva sobre la banca española que ponía en duda la solvencia futura y ponía en entredicho la verosimilitud de la imagen que arrojaban las cuentas de las distintas entidades de crédito. Mientras que Fitch, el día 16, publicaba otro informe en el que valoraba la solidez de la banca española, a pesar de que reconocía los problemas del deterioro de sus activos, su morosidad y el consiguiente descenso de su rentabilidad. En todo caso, esta discrepancia valorativa en informes generales sobre sectores económicos, a pesar de despertar la incertidumbre en los mercados financieros, es admisible que se produzca por la propia independencia del criterio valorativo de las agencias y su significado es muy distinto de las primeras crisis causadas por calificaciones positivas de emisores prácticamente coetáneas con sus quiebras. (Tapia Hermida, 2010)

2.5 Regulación de las agencias de calificación

2.5.1 Estados Unidos

Desde 1931, en EE.UU. se han promulgado normas sobre las calificaciones, pero no es hasta 2006, con la quiebra de la empresa ENRON y el posterior escándalo, cuando se promulga la Ley de Reforma de las Agencias de Calificación Crediticia, de 3 de enero de 2006. Dicha ley establece un control público de las agencias que se basa en su registro, acomodación a las reglas y posterior control. El 11 de julio de 2008 se proponen nuevas normas que complementan las anteriores y cuyo objetivo es aumentar la transparencia en el proceso de calificación y frenar las prácticas que provocan las oscilaciones en los mercados financieros, de modo que las calificaciones sean más significativas y los inversores cuenten con mayor información. (Tapia Hermida, 2010)

2.5.2 Europa

El 16 de septiembre de 2009 se aprueba el Reglamento (CE) nº 1060 sobre las agencias de calificación crediticia, por el Parlamento Europeo y del Consejo. 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 calificaciones crediticias y normas relativas a la organización y actuaciones de las agencias de calificación crediticia, a fin de fomentar su independencia y evitar conflictos de intereses". El artículo 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)".

Este Reglamento persigue cuatro objetivos generales, con la finalidad última de mejorar el proceso de emisión de las calificaciones crediticias: garantizar que las agencias eviten los conflictos de intereses en el proceso de calificación, mejorar la calidad de los métodos empleados y de las calificaciones, lograr una mayor transparencia y establecer un marco eficaz de registro y supervisión, evitando el arbitraje regulatorio entre Estados miembros de la UE. (Parlamento y Consejo Europeo, 2009)

2.5.3 España.

En nuestro ordenamiento conviven dos regulaciones que afectan a las agencias de calificación: 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 en nuestro país por la necesidad de traslación al Derecho español, sin perjuicio de que el Estado español deba promulgar las normas que completen ese estatuto comunitario único de las agencias de calificación en los aspectos previstos en aquel Reglamento, tales como el régimen de sanciones.

El régimen especial está contenido en una Directiva y ha sido plasmado en normas nacionales que armonizan el derecho español al comunitario. Tanto las entidades de crédito individualmente consideradas como los grupos consolidables de entidades de crédito deberán cumplir los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito y, en concreto, valorar sus exposiciones ponderadas por riesgo. Para ello, pueden utilizar dos métodos: el “método estándar” o, cuando lo autorice el Banco de España, el “método basado en calificaciones internas”. Si optan por el “método estándar”, pueden utilizar una calificación externa de crédito si la Agencia de Calificación Externa que la efectúe está reconocida como tal por el Banco de España.

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

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

- 1) La calificación obligatoria de los bonos de titulización. Existe obligación de calificar los bonos de titulización. En concreto, el artículo 5.8 de la Ley 19/1992 empezó exigiendo que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria fuera evaluado por una “entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV”. Esta exigencia de calificación se extendió a los valores emitidos con cargo a cualquier Fondo de Titulización de Activos por el artículo 2.3.b) del Real Decreto 926/1998.
- 2) 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 préstamo hipotecario y el valor de la vivienda hipotecada si aquel préstamo cuenta con el aval bancario de una entidad de crédito con una calificación mínima para exposiciones a largo plazo de A1, A+ o asimilados emitida por una ECAI reconocida por el Banco de España.
- 3) El uso de las calificaciones crediticias para calificar un fondo de inversión como un fondo monetario. La Circular 1/2009 de la CNMV considera como fondos monetarios los que, entre otras

condiciones, carezcan de exposición a activos con calificaciones crediticias a corto plazo inferior a A2 o sin calificación específica cuyo emisor cuente con una calificación crediticia a corto plazo inferior a A2.

- 4) La transparencia de las calificaciones de riesgo de los instrumentos financieros calificados voluntariamente. Existe un deber de transparencia de las calificaciones de riesgo de aquellos instrumentos financieros que se hayan calificado voluntariamente a solicitud de sus emisores.
- 5) La aplicación a las Agencias de Calificación Crediticia de algunas normas de conducta de los mercados de valores. A la vista de la actividad típica de las agencias de calificación, les resultarán aplicables determinadas normas de conducta, que previenen del abuso de mercado, de capítulos del título VII de la LMV. Se refiere a las normas de conducta que se dirigen a cuenta de personas físicas o jurídicas que actúan en el mercado de valores y que se refieren a la información, tanto para prohibir los abusos de información privilegiada (art. 81) como para prohibir las manipulaciones informativas de precios (art. 83 ter). También pueden afectar a las agencias 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 a las agencias de estas normas de conducta pensadas primordialmente para los analistas de inversiones debe realizarse con gran prudencia por cuanto las agencias no emiten recomendaciones de inversión en sentido estricto y, por lo tanto, no son analistas de inversiones. (Tapia Hermida, 2010)

Capítulo 3

Las calificaciones de la deuda pública y su implicación en la economía española

Vamos llevar a cabo el análisis de la evolución de la deuda pública en relación a las calificaciones que las agencias de rating han otorgado a la solvencia del Gobierno de España, nos vamos a centrar en dos aspectos fundamentales: la evolución de la prima de riesgo de la deuda española y las calificaciones de las agencias a la deuda a largo plazo, ya que mantienen una relación directa en los mercados de capitales.

3.1 La prima de riesgo

Se define la prima de riesgo como el sobreprecio que exigen los inversores por la compra de deuda de un país frente a la alemana, cuyo precio es el que se utiliza como base o referencia ya que está considerada como la más segura y la menos propensa a sufrir variaciones bruscas en función de factores coyunturales o puntuales.

Para explicar cómo se calcula la prima de riesgo, comenzaremos por explicar cómo se fija la rentabilidad de la deuda de los países. El Estado realiza emisiones de deuda a través de subastas, como se ha explicado en el capítulo uno de este trabajo, en el mercado primario de deuda soberana a un precio o tipo de interés. Este precio varía en función de la demanda o el plazo de vencimiento de los títulos, pero no cambia a lo largo de su vigencia. Cuanto mayor es el plazo, mayor es la rentabilidad que exigen los inversores porque no dispondrán de su dinero hasta el vencimiento. Los principales compradores de títulos con los “inversores institucionales” (bancos y grandes fondos de inversión).

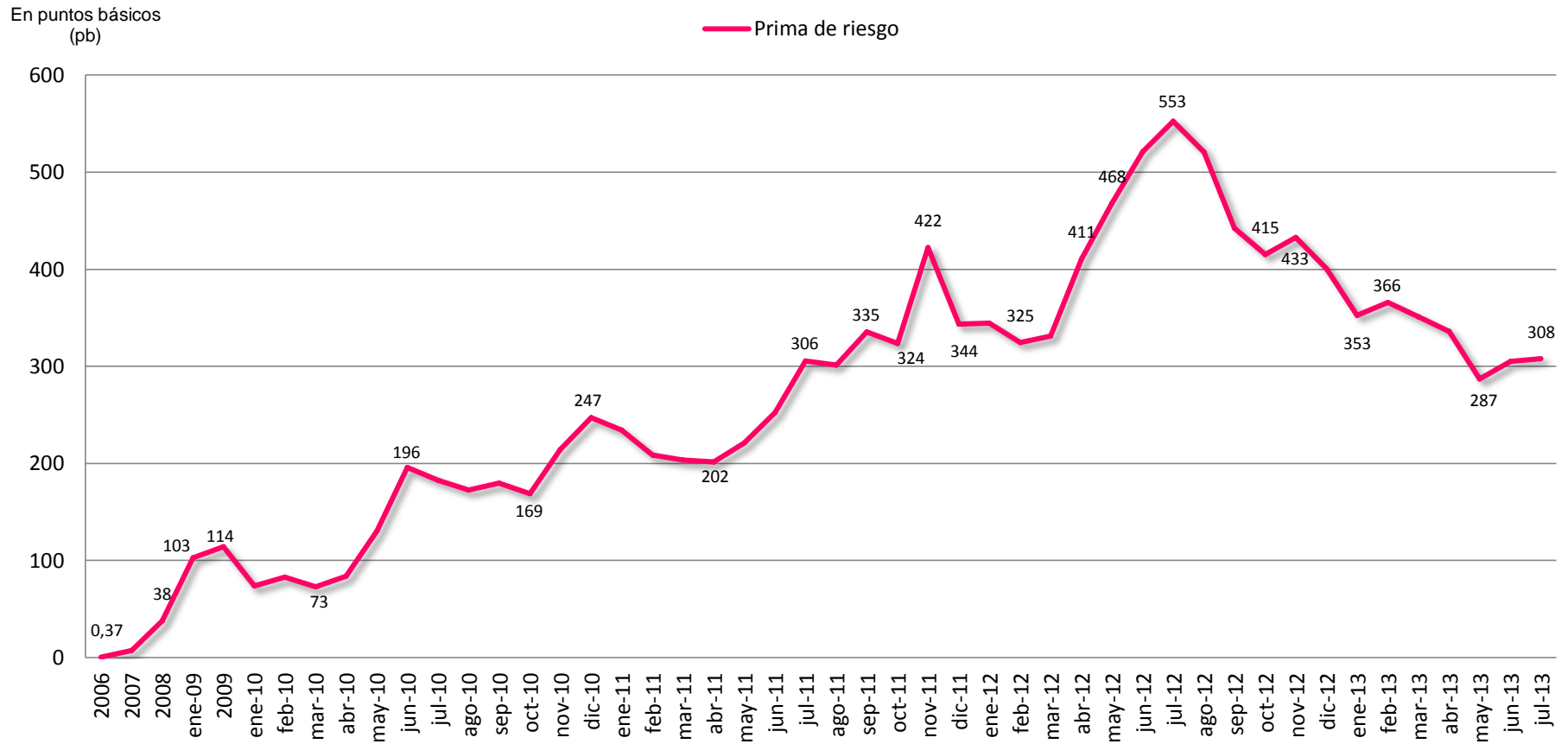
La rentabilidad que exigen depende de la situación económica y las previsiones de futuro, de modo que en momentos de crisis y recesión los inversores priorizan la seguridad y aumenta la demanda de deuda alemana, que es la que más confianza da a los inversores en el pago de sus obligaciones futuras. Ante ese incremento de la demanda, baja el tipo de interés de sus bonos y España debe incrementar su tipo de interés para hacer más atractiva su deuda a ojos de los inversores.

Una vez se ha subastado en el mercado primario y han sido emitidos los bonos de un país, éstos se intercambian libremente en los mercados secundarios de deuda a un interés o rendimiento que varía en función de la demanda. Es en este mercado donde se calcula la prima de riesgo. El mercado secundario tiene el mismo perfil de inversor que el primario, pero es más permeable a las circunstancias concretas que afectan a cada Estado y refleja mejor la percepción del riesgo de los inversores. La prima de riesgo es la diferencia entre los bonos a 10 años de un país frente a los de Alemania.

La prima de riesgo afectará al mercado primario y a las subastas porque ambos mercados se retroalimentan entre ellos, ya que el interés al que cotizan los bonos en el secundario se trasladan al primario, a las subastas del Tesoro y a las arcas del Estado. (Romero, 2010)

Gráfico 3.7 Prima de riesgo de España de 2006 a julio de 2013

Prima de riesgo española 2006 - 2013



Fuente: elaboración propia con la serie histórica proporcionada por (Banco de España).

3.2 Las calificaciones crediticias

Las agencias de calificación influyen porque son las encargadas de poner nota a los valores que se negocian, tanto a la deuda de los países como a acciones de compañías concretas, en función de la seguridad de la inversión. Se encargan de estudiar el historial de pago de los emisores, las perspectivas que afronta y los riesgos o amenazas que soportan. Su valoración es determinante para convencer a los inversores porque les da una visión del riesgo que corren y éstos confían en las técnicas utilizadas por aquellas, aunque ha quedado demostrado que no siempre son fiables y que en ocasiones se han equivocado de forma rotunda con sus calificaciones. (Romero, 2010)

Las agencias de calificación cumplen un papel de vital importancia, por lo que resulta esencial que proporcionen de forma sistemática calificaciones independientes, objetivas y de la mayor calidad posible. Hubo muchas críticas acerca de la función que han desempeñado en la creación de las condiciones que condujeron al desarrollo de la crisis financiera.

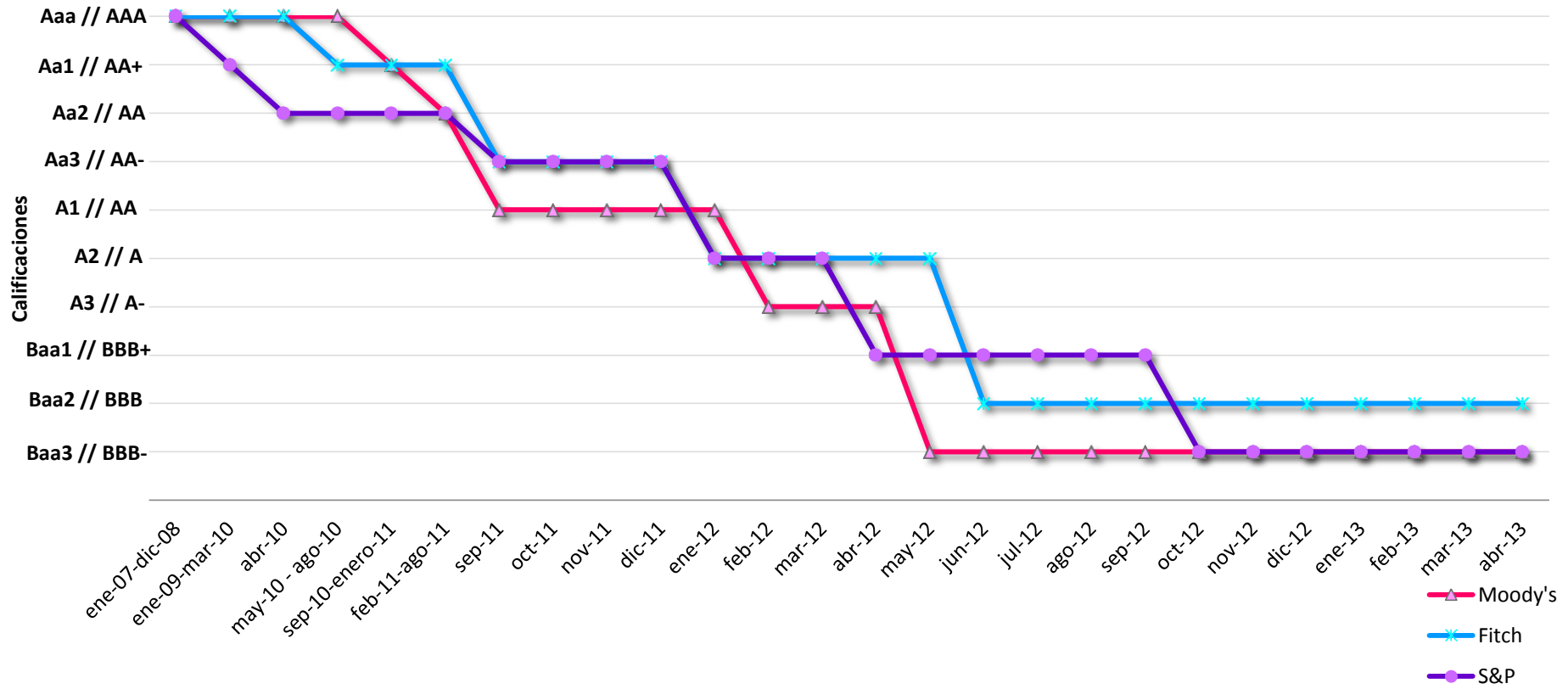
La razón que justifica el empleo de calificaciones es conseguir economías de escala en términos de la recopilación y el análisis de la información, así como resolver los problemas que plantea la simetría de la información entre emisores e inversores. A raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo o subprime en Estados Unidos, se acusó a las agencias de calificación crediticia de haber emitido calificaciones iniciales de productos estructurados que no reflejaban los verdaderos riesgos implícitos en esos valores.

Las agencias anunciaron cambios para mejorar la integridad de sus procesos de calificación. Son plenamente conscientes del hecho de que los fallos registrados en las calificaciones de los productos financieros estructurados han mermado la confianza de los participantes en el mercado y de los reguladores en la capacidad de las agencias para evaluar la calidad crediticia. Estos cambios son consecuencia de la urgente necesidad de adoptar medidas que contribuyan a restablecer el papel único de las agencias de calificación como “guardianes” de los mercados de crédito mundiales. (Agencias de calificación crediticia: Evolución y cuestiones de política, 2009)

En el siguiente gráfico se muestra cómo han ido cambiando las calificaciones de la deuda española para las Obligaciones a 10 años, de las tres principales agencias de calificación que hemos mencionado anteriormente.

Gráfico 3.8 Evolución de las calificaciones de la deuda pública española de las tres principales agencias

Evolución de las calificaciones de las tres principales agencias



Fuente: elaboración propia con los datos obtenidos de (Tesoro Público, 2007-2013)

3.3 Evolución de estos indicadores y causas.

A continuación vamos a estudiar la evolución de las calificaciones de la deuda pública española y los motivos que han propiciado tales cambios, y cómo ello ha influido a la prima de riesgo de España y a la deuda pública, sobre todo en el coste de financiación.

Las tres agencias, de enero de 2007 a diciembre de 2008, mantuvieron la más alta calificación, lo que implicaba que no había riesgo de impago por parte del Estado español.

La prima de riesgo, como podemos observar en el gráfico, subió ligeramente del año 2006, donde se situaba en 0.37 puntos básicos, al año 2008, donde de media se situó en los 38 puntos básicos, una cifra poco significativa que no alteró el mercado de deuda.

En enero de 2009, la agencia Standard & Poor's rebajó la calificación un nivel, situándola en AA+, frente a las otras dos, que mantuvieron la triple A. Esta revisión a la baja de la perspectiva de crédito se debió a las previsiones de bajo crecimiento económico y a la persistencia de un elevado déficit fiscal, lo que dejó abierta la posibilidad de un recorte de la calificación en los siguientes años.

La entidad destacó que la pertenencia de España a la eurozona proporcionaba al país estabilidad monetaria y en los tipos de cambio, lo que permitió evitar previsiones derivadas de la crisis financiera, pero advirtió de que España se enfrentaba a un prolongado período de evolución por debajo de sus pares, con un crecimiento del PIB anual inferior al 1% debido al alto endeudamiento del sector privado y a un rígido mercado de trabajo, lo que dio lugar a la rebaja de la calificación.

También apuntó que si el Gobierno anunciaba medidas fiscales concretas y que pudiesen alcanzar de manera creíble superávit primarios anuales del 2% o superiores a finales de 2012, las presiones a la baja sobre la calificación podrían disminuir. Instantes después de la rebaja en la perspectiva de la deuda española, el diferencial del bono español con el "bund" alemán se ampliaba a 69 puntos básicos (ABC.es, 2009).

La prima de riesgo aumentó en enero de 2009 hasta los 103 puntos básicos y de media en enero se situó en los 114 puntos. Ello implicó para el Estado subastar su deuda a un tipo de interés mucho mayor para garantizar la venta en el mercado primario y atraer inversores.

De enero de 2009 a marzo de 2010 las agencias mantuvieron las anteriores calificaciones, Standard & Poor's seguía calificando la deuda como AA+ y las otras dos mantenían la triple A en la deuda de España.

La prima de riesgo bajó y en marzo de 2010 la media fue de 73 puntos básicos. Alemania se financiaba a un tipo de interés aproximado del 3.2% y España debía ofrecer casi un 4% para atraer inversores.

Moody's y Fitch, en febrero de 2010, coincidían en que la calificación triple A de la deuda española estaba "bien anclada" y no veían necesario cambiar la nota sobre la solvencia financiera de España.

Para Moody's la situación de España no era directamente comparable con la de Grecia y era necesario diferenciar entre los perfiles de riesgo de las finanzas públicas de dichos países y de Portugal.

La agencia apuntó que las preocupaciones sobre la capacidad de dichos Estados para hacer frente a sus déficits y financiar sus cuentas no estaban respaldadas por evidencias. Su situación financiera sugería una mayor diferenciación del riesgo crediticio de lo que permiten advertir sus respectivos "ratings".

La agencia crediticia Fitch afirmó que no peligraba la calificación triple A para la deuda española, pero tachaba de "ambicioso" el Plan de Estabilidad diseñado por el Gobierno, donde destacaba la ausencia de crecimiento.

Afirmó que en la economía española también se veían aspectos positivos, como la mejora de las exportaciones o el crecimiento de la productividad. Recalcó que, aunque la deuda pública española pusiera alcanzar su cota máxima en 2012, alrededor del 75% del PIB, seguiría siendo bastante baja que la de otros países con calificación "AAA", la misma que mantenía la deuda española.

La agencia aseguró que no peligraba la triple A para la deuda de España y aseveró que no era el único país con este rating con problemas. (EIMundo.es, 2010)

En abril de 2010, Standard & Poor's vuelve a rebajar la calificación, pasando de AA+ a AA, es decir, un nivel por debajo. No será hasta mayo de 2010 cuando Fitch también decide bajar la calificación, de AAA a AA+. En febrero de 2010, Standard & Poor's ya mandó una segunda advertencia a España al mantener la perspectiva "negativa" sobre la nota a largo plazo AA+ de España. Si volvía a bajarla tendría un coste mucho mayor colocar los títulos del Tesoro y opinó que ocurriría finalmente si no se adoptaban medidas "más agresivas y tangibles" para hacer frente a los desequilibrios fiscales y económicos del país, al tiempo que advertía de que la debilidad de las previsiones de crecimiento de la economía española podrían dañar el plan de consolidación fiscal del Gobierno.

S&P preveía que la evolución de la economía española sería mucho más débil de las proyecciones asumidas en el presupuesto, a la vez que identificaba considerables riesgos en la aplicación de los planes de consolidación fiscal del Gobierno. La agencia observó riesgos a la baja respecto a las previsiones de ingresos manejadas por el Estado ya que la base fiscal de España era muy sensible a la demanda interna y ha sido muy sensible

al sector inmobiliario, que llegó a aportar aproximadamente más de la mitad del aumento de la recaudación fiscal entre 1995 y 2007. Advirtió de que probablemente ninguna de esas fuentes sería un contribuyente fuerte al crecimiento de los ingresos durante años.

S&P aseguró que el crecimiento medio anual del PIB español sería del 0.6% entre 2010 y 2013, menos de la mitad del 1.5% que preveía el Gobierno. Alertó de una “necesaria reorientación” del modelo económico desde la demanda interna dependiente del crédito a un modelo enfocado a los mercados exteriores y que se vería dificultada por las “considerables rigideces” de la economía española, especialmente por el dualismo del mercado laboral, que continuaría afectando negativamente al dinamismo de la economía. (Europa Press, 2010)

Tras la advertencia realizada en febrero de 2010, Standard & Poor's bajó la calificación de la deuda española de AA+ a AA en abril de 2010. Ante esta rebaja, el Gobierno pidió confianza y tranquilidad a los ciudadanos y a los mercados. No supuso una sorpresa por la rebaja del año anterior y por la perspectiva negativa que se tenía. No era el estatus de “basura” al que se enfrentaba Grecia, pero la rebaja reflejaba que la economía española no estaba recuperándose como se esperaba y que el Gobierno no estaba tomando las medidas necesarias para reducir el déficit. Además, se temía que el resto de las agencias siguieran esta perspectiva a la baja y ello encarecería el coste de la financiación del Tesoro y de la economía, y detraería la entrada del flujo de capitales.

Esta decisión se produjo apenas un día después de que la calificadora de riesgos recortara la nota de la deuda griega a la categoría de “bonos basura” y la de Portugal en dos escalones, hasta A- desde A+, con una perspectivas “negativa” en ambos casos, lo que podía producir importantes cambios y resultados en el mercado de deuda española. (elEconomista.es/Agencias, 2010).

Ambas bajadas de calificación tuvieron repercusión sobre la prima de riesgo. A partir de abril de 2010 comenzó a subir y en junio alcanza un máximo de 196 puntos básicos sobre el bono alemán. Alemania estaba pagando un 2.7% de interés para colocar sus bonos y España tuvo que incentivar a los inversores y ofrecer una media del 4.7%, aproximadamente.

En mayo de 2010, Fitch rebajó la calificación de la deuda española de la categoría AAA a AA+ con perspectiva estable porque consideró que la vuelta a la recuperación económica sería “más difícil y prolongada” que para otras economías con la misma nota.

Con esta bajada, tan sólo Moody's mantenía la máxima calificación para los bonos de deuda pública emitidos por España. La bajada de Fitch respondía a los planes de ajuste anunciados por el Gobierno de Zapatero y que frenarían durante al menos cuatro años el crecimiento de la economía española.

Esta bajada tenía como consecuencia directa un posible aumento del coste de financiación de la deuda pública española en los mercados internacionales. (ABC.es, 2010)

Dicho aumento no se produjo, todo lo contrario, la prima de riesgo se redujo hasta los 169 puntos básicos en octubre de 2010.

No es hasta septiembre de 2010 cuando Moody's rebaja la calificación de la deuda española de Aaa a Aa1, un escalón por debajo, con perspectiva estable. Moody's apuntó como causa principal de la rebaja la debilidad de las perspectivas de crecimiento económico, dado que la recuperación de los sectores de la construcción e inmobiliarios tardaría varios años.

También señaló el considerable deterioro de la fortaleza financiera de España, como podía verse en el deterioro fiscal, muy pronunciado respecto a otras economías cuyo rating o calificación es de AAA.

Además, Moody's recordó el abultado déficit y el gran endeudamiento de España, lo que unido a los elevados intereses que ofreció por su deuda suponía que el Gobierno español se mostrara "muy vulnerable" a futuros episodios de volatilidad en los mercados.

Según Moody's, la baja productividad española y su falta de competitividad constituían los principales retos del país, aunque valoraba la reforma laboral y aseguró un paso en la dirección correcta. No obstante, también estimaba que los costes laborales aún eran muy altos y la flexibilidad del mercado de trabajo era mayor que la de otros países que conservaban la máxima calificación, lo mismo que con la deuda externa y el déficit.

Un factor que dificultaría la recuperación económica es la "elasticidad" de las importaciones españolas y el ajuste del sector inmobiliario.

Por lo que respectaba al deterioro fiscal, Moody's recordó que el Gobierno pretendía reducir el déficit, en un entorno de "moderado" crecimiento económico y aunque esperaba que alcanzase los objetivos fiscales fijados, una posterior reducción del déficit exigiría una nueva reforma del gasto público.

La determinación del Gobierno de reducir el déficit fiscal permitió a Moody's rebajar la calificación de España sólo un grado y mantener la perspectiva estable. También valoró el control del gasto que el Estado impuso a las Comunidades Autónomas, aunque creía que ese recorte se haría más lentamente de lo previsto. En cuanto a la crisis de deuda, Moody's indicó que los elevados vencimientos a los que tendía que hacer frente España la ponían en una situación vulnerable frente a futuras crisis financieras. (Público.es, 2010)

Dicha rebaja tuvo consecuencias muy negativas para el Tesoro. En diciembre de 2010 la prima se sitúa en los 247 puntos y ello implica que el Estado tuvo que vender su deuda con un tipo de interés medio del 5.5%, frente al 3% que ofrecía Alemania por la suya.

Es en 2010, como vimos en el primer capítulo, cuando la deuda comienza a representar más del 50% del PIB y el Estado acumula un déficit del -11.20% de 2009. Para reducir dicho déficit, dada la situación económica, debe financiarse emitiendo más deuda pública. La bajada de las calificaciones no ayuda a la situación, porque los inversores piden mayores rentabilidades por asumir mayor riesgo y se crea una tendencia alcista de todos los factores que acabamos de mencionar. Comienza aquí un cambio de tendencia claro.

Las calificaciones se mantienen estables hasta febrero de 2011 y la prima de riesgo da un respiro al Gobierno, al bajar hasta los 202 puntos en abril de 2011.

En febrero, Moody's vuelve a rebajar un escalón la calificación de la deuda española, pasando de Aa1 a Aa2. La agencia decidió rebajar el rating de solvencia de España por segunda vez en seis meses ante el estancamiento de la economía y lo justificó en que no creía en tres estimaciones del Gobierno: ni el coste de la recapitalización de bancos y cajas para las arcas públicas españolas, ni la capacidad del Ejecutivo central en forzar un ajuste del déficit, especialmente de las Comunidades Autónomas; ni en que la economía española fuera a crecer ni ese año ni en los próximos como preveía Zapatero.

La nota de España quedaba en Aa2 "con perspectiva negativa" de un nuevo recorte, lo que suponía ya dos peldaños menos que la Triple A que disfrutó el país durante la pasada década tras el ingreso en el euro. No obstante, la agencia reconoció que el Gobierno había emprendido reformas y no preveía que España llegase al extremo de necesitar el fondo europeo de rescate si no se deterioraba más la situación.

Según la agencia Moody's, el Decreto Ley de Reforzamiento del sector financiero supondría un coste para el Estado de, al menos, entre 40.000 y 50.000 millones de euros, frente a la previsión máxima del Gobierno de 20.000 millones. Agregó que dicho coste podría superar los 110.000 millones de euros, cifra que equivalía a los activos inmobiliarios que el Banco de España consideraba "dudosos".

También le preocupaba la capacidad del Gobierno de conseguir la necesaria mejora sostenible y estructural de las finanzas públicas, dado su limitado control sobre las cuentas de los gobiernos regionales y de las perspectivas de crecimiento moderado a corto y medio plazo.

España apenas crecería hasta 2014 a una media de 1.5% y ello hacía que mantuviera una vulnerabilidad elevada a cualquier temporal en los mercados financieros.

La agencia señaló que, para no bajar el rating de España, el Gobierno debía conseguir un crecimiento mucho más rápido de la economía española y, para ello, reclamó un impulso a la exportación y también políticas efectivas para afrontar las presiones estructurales de gasto de las Comunidades Autónomas combinado con un control más estricto del Gobierno Estatal. Además, dio importancia a una reforma de la negociación colectiva de los salarios. (Segovia, 2011)

La prima de riesgo no tiene movimientos inmediatos, pero aun manteniendo las calificaciones hasta septiembre, a partir de mayo el diferencial con el bono alemán vuelve a aumentar, situándose dicho mes en los 335 puntos básicos. Alemania vendía bonos al 2% de interés de media y España lo hacía al 5.5%.

En septiembre de 2011, las tres agencias rebajan la calificación de la deuda española. Fitch baja dos escalones la calificación, Standard & Poor's un escalón, situándose ambas calificaciones en AA-. Moody's, por su parte, castiga más duramente a la deuda española y rebaja dos escalones, situando su calificación un escalón por debajo de las otras dos agencias, le otorga una nota de A1.

Fitch mantuvo una perspectiva "negativa", lo que dejaba abierta la posibilidad a nuevas rebajas en el rating por el impacto de la "intensificación" de la crisis de la eurozona y los riesgos para la consolidación fiscal que se derivaban de la ejecución presupuestaria de algunos gobiernos regionales.

La agencia hizo referencia a la "especial vulnerabilidad" de España a las sacudidas exteriores, al tener en cuenta el déficit estructural, el elevado nivel de deuda neta externa y la fragilidad de la recuperación económica.

También precisó que el recorte de la calificación soberana de España se explicaba por la ejecución presupuestaria registrada por algunos gobiernos regionales, que representaba un riesgo para la consolidación fiscal. (ABC.es, 2011)

La agencia Standard & Poor's rebajó su calificación de la deuda española hasta situarla en AA-, igual que Fitch. También mantuvo una perspectiva "negativa" y la puerta abierta a revisiones. Señaló que esperaba medidas concretas por parte del Ejecutivo que debía formar Mariano Rajoy y puntualizó que durante la campaña electoral el PP no había especificado medidas concretas para reducir el déficit.

Tanto la economía como las cuentas públicas españolas seguían bajo presión. Las perspectivas de crecimiento bajo por el alto desempleo y las rigideces del mercado laboral, junto con la gran deuda externa pesó en la nota que S&P otorgó a la deuda española. (ElMundo.es, 2011)

Moody's, por su parte, rebajó dos escalones la nota de España, situándola por debajo de las otras dos, con una calificación de A1. Dicha decisión se escuda en la falta de crecimiento, la lentitud política en la zona euro y la presión de las endeudadas Comunidades Autónomas. Además, advirtieron de nuevas reducciones en la nota si el próximo Gobierno no cumplía con las expectativas.

La agencia consideró que España era vulnerable a la volatilidad y estrés del mercado y señaló que los riesgos de la deuda soberana habían aumentado. Además, la perspectiva de un crecimiento moderado aumentó por el empeoramiento de la economía global y las dificultades de financiación del sector bancario, que tendría un impacto significativo en la economía.

Además, como las otras agencias, señaló que el bajo crecimiento dificultaba la consecución de los objetivos fiscales para ese año y el siguiente. En concreto, expresaron su preocupación por la capacidad de los gobiernos autonómicos para financiarse y reducir sus déficits presupuestarios. (Gallego, y otros, 2011)

Estas rebajas en la calificación de España se reflejan en la prima de riesgo. En noviembre de 2011 dicho indicador se sitúa en los 422 puntos. España debe ofrecer a los inversores un tipo de interés para sus bonos a 10 años del 6.2% y el bono alemán ofrece una rentabilidad del 1.9%. Durante ese año las emisiones de deuda ya alcanzan un 62.8% del producto interior bruto. En diciembre la prima de riesgo da un respiro y baja hasta los 344 puntos, casi 100 menos que el mes anterior.

En enero de 2012, S&P vuelve a rebajar dos peldaños la calificación de la deuda de España, de AA- a A. Como en otras ocasiones, mantiene la perspectiva negativa sobre esa nota, deja la puerta abierta a nuevas rebajas. Con dicha nota la agencia consideraba que el país gozaba de una fuerte capacidad para cumplir los compromisos financieros, aunque susceptible a las condiciones económicas adversas.

La rebaja venía derivaba del impacto de los problemas políticos, financieros y monetarios dentro de la Eurozona, en la que España está integrada. Según la agencia, si se retrasaban la reforma laboral y otras reformas para fomentar el crecimiento, o que esas reformas fuesen insuficientes para reducir la elevada tasa de desempleo, llevaría a cabo nuevas rebajas en la nota.

Además, exigía al Gobierno tomar medidas adicionales si se producían desviaciones de los objetivos de déficit pactados con Bruselas para 2012. La falta de estas medidas también sería un motivo para bajar la nota a España. También modificarían la nota si las presiones del sector privado implicasen inyecciones de capital por parte del Estado o intervenciones similares. (EIMundo.es, 2012)

Días después de la decisión de S&P, Fitch degrada en dos escalones la nota de solvencia de España, dejándola con la nota A. Dicha rebaja reflejaba la incertidumbre y malas perspectivas de la economía española, así como la ausencia de un auténtico y creíble cortafuegos para la crisis de la deuda europea. También señaló que era consecuencia de la desviación del déficit de 2011 y la implicación que tendría en las finanzas públicas durante el ejercicio de 2012.

Con esta nota y perspectiva negativa, España estaba pagando la continua corrección de los desequilibrios macroeconómicos y financieros en los que se incurrió durante la época del “boom”.

Desde la anterior revisión, se había dado un deterioro significativo en el perfil fiscal de España. La desviación en el déficit hizo disminuir la credibilidad del programa de consolidación fiscal de España. (Gallego, 2012)

En febrero de 2012, Moody's sigue la misma trayectoria y rebaja la calificación de la deuda dos escalones, de A1 a A3.

La agencia era escéptica sobre la capacidad del Gobierno de reducir el déficit y consideraba que la reforma financiera necesitaría más dinero público. Si el Gobierno no era capaz de reducir el déficit implicaría un aumento del ratio de deuda pública, que ya estaba disparado.

Reconocía los esfuerzos del nuevo Gobierno y aseguró que había actuado a tiempo para compensar una parte de la desviación fiscal del año pasado y se habían dado pasos para supervisar las cuentas de las autonomías. Aún con ello, estaba por ver si esas medidas eran efectivas y no creía en que el Gobierno pudiera cerrar 2012 cumpliendo con el objetivo de déficit pactado, de modo que se podrían producir nuevas rebajas en la nota.

Valoraba positivamente la reforma del sistema financiero español, pero expresaba dudas sobre la capacidad del Gobierno de fusionar los bancos más fuertes con los más débiles sin más apoyo del sector público. No se oponía a la reforma laboral porque la calificaba como un paso importante para aumentar la flexibilidad en el mercado laboral y que debía ayudar a animar la creación de empleo cuando empezara la recuperación económica. (Ramírez, y otros, 2012)

En abril, Standard & Poor's rebaja la calificación hasta BBB+, con perspectiva negativa, y queda dos escalones por encima del "bono basura". Su decisión se basó en el temor de un deterioro presupuestario por la contracción de la economía y por la creciente probabilidad de que el Gobierno de España tuviera que proporcionar un mayor apoyo fiscal al sector bancario. Señaló riesgos crecientes de que la deuda neta del Gobierno se pudiera incrementar.

La agencia esperaba una caída de los ingresos, de los efectos del desapalancamiento del sector privado y los del plan de consolidación fiscal aprobado por el Gobierno. Además, consideraba la mayor probabilidad de que el sistema bancario español necesitase del apoyo económico y fiscal del Gobierno, y que las Comunidades Autónomas no serían capaces de cumplir sus objetivos de déficit. (Rodríguez Suanzes, 2012)

En mayo de 2012, Moody's rebaja el rating de la deuda española tres escalones, de A3 a Baa3, y mantiene dicha nota hasta abril de 2013. Dicha nota está a un soplo grado de distancia del "bono basura", es decir, cuando existe riesgo de impago.

Advirtió de que en los siguientes tres meses podría recortar una vez más la calificación, a la luz del rescate bancario que supondrá más carga de deuda para el Estado español, pero los datos a fecha de abril demuestran que la ha mantenido en Baa3.

También subrayó que el Gobierno español tiene un acceso muy limitado al mercado por los intereses cada vez más altos que tiene que pagar por su deuda y que la recesión seguirá agravando los problemas financieros. Las debilidades de la economía española y su fragilidad creciente impiden al Estado financiarse adecuadamente, especialmente cuando no hay previsiones

de crecimiento fuerte en los próximos años. La agencia creía que crecería el riesgo de que el Gobierno tuviera que pagar cada vez más en los mercados y necesitase pedir ayuda directa al fondo de rescate de la zona euro también para el Estado. El hecho de que esta circunstancia no se haya dado ha permitido mantener la calificación. (Ramírez, 2012)

Un mes después, en junio, la agencia Fitch tomó la decisión de rebajar la calificación en tres escalones de la deuda española hasta BBB, sinónimo de un aprobado en los mercados.

Justificó su castigo a la deuda española por el impacto que tendrá sobre la economía del país el coste de recapitalizar la banca. Como en otras ocasiones y siguiendo los pasos de las otras dos agencias, dejó la puerta a una nueva rebaja de la nota al colocar a España en perspectiva negativa. (Vega, 2012) Hasta abril de 2013 ha mantenido dicha calificación y no se han producido nuevas rebajas.

Estas rebajas se reflejan claramente en la prima de riesgo. En los primeros 6 meses de 2012, la prima pasa de los 325 puntos básicos a alcanzar una media histórica de 553 puntos en julio de 2012. En este mes el Tesoro ofrece un tipo de interés medio del 6.8% frente al 1.3% que tenía Alemania. El 24 de julio se alcanza el máximo histórico al ofrecer un tipo de interés del 7.5% y situarse la prima de riesgo en los 636 puntos básicos. El coste de financiación del Estado comienza a ser insostenible y las agencias no ayudan con sus rebajas en las calificaciones.

En octubre de 2012 le toca el turno a Standard & Poor's. La agencia rebaja la calificación de la deuda española dos escalones, de BBB+ a BBB-, dejándola al borde del "bono basura".

Los principales motivos son el agravamiento de la recesión, las tensiones económicas y políticas, y las dudas de la eurozona, que limitaban las opciones políticas del Gobierno para contener el declive.

El aumento del paro y las restricciones del gasto intensificarían el descontento social y contribuirían a la fricción entre el gobierno central y los regionales. La cercanía de procesos electorales autonómicos y las dificultades financieras de algunas comunidades, agravaban el proceso. Las finanzas públicas sufrirían mayores riesgos por el aumento de esas presiones económicas y políticas.

Sobre la eurozona, argumentó que las dudas sobre el compromiso de algunos miembros para mutualizar el coste de la recapitalización bancaria eran un factor desestabilizante de la perspectiva crediticia del país.

Se incluía en esta argumentación la posibilidad de nuevas rebajas de la nota de España si se reducía el apoyo económico a las reformas y si es respaldo de la eurozona no lograba mantener los costes de endeudamiento a niveles sostenibles.

Al igual que en otras ocasiones, también citó que las previsiones de los presupuestos eran demasiado optimistas y cuestionaba especialmente los objetivos de déficit ante la caída del empleo y la intención del Ejecutivo de actualizar las pensiones. (Mazo, 2012)

En septiembre de 2012, la agencia Fitch anunció que no bajaría la nota de la deuda española en caso de pedir el rescate. Opinaba que dicho rescate ayudaría a mantener el acceso de España a los mercados a costes asequibles. (EIMundo.es, 2012)

En febrero de 2013, decidió mantener la calificación de la deuda a largo plazo de España en BBB porque creía que el país seguiría teniendo acceso al mercado y podría pedir ayuda europea en caso de necesidad.

Estaba convencida de que la deuda pública de España se mantendría por debajo del 100% del PIB, a pesar del coste del rescate financiero y la profunda recesión que continuaría en 2013. Por el momento dichas perspectivas se confirman.

Mantiene la perspectiva negativa porque teme que la recesión sea más profunda y larga de lo previsto y ello socave el esfuerzo de consolidación fiscal. También le preocupa que los niveles de deuda pública no sigan una trayectoria descendente en el medio plazo y haya un deterioro continuado de las condiciones de financiación fiscal si la crisis en la zona euro se intensifica.

Dejaría de ser una perspectiva negativa si se da una recuperación económica sostenida que establezca el mercado de trabajo y ayude a consolidar las cuentas públicas. Contribuiría a ser más optimista con el país si se dan nuevas mejoras en la competitividad internacional de España y se implementan reformas que fomenten el crecimiento. (EIMundo.es, 2013)

En junio de 2013, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's ratificó el rating de España de BBB-, que se sitúa un paso por encima del "bono basura". Continúa bajo perspectiva negativa, lo que implica un riesgo de bajada en los próximos 12 a 16 meses si el país registrara un significativo deterioro presupuestario o disminuyera el respaldo a la agenda de reformas.

Señaló que la nota española se ve limitada por su elevado apalancamiento externo, sus relativamente bajas perspectivas de crecimiento a medio plazo y algunas rigideces residuales, como en el segmentado mercado laboral.

Destacó la mejora continuada de la competitividad de España, que se ha beneficiado de la reforma laboral de 2012. No obstante, S&P espera que el desempleo siga siendo "muy alto", por encima del 26%, al menos hasta que se produzca una recuperación económica sostenida, aunque advirtió de que el aumento del paro estructural y las desfavorables tendencias de inversión están lastrando el potencial de crecimiento a medio plazo del país.

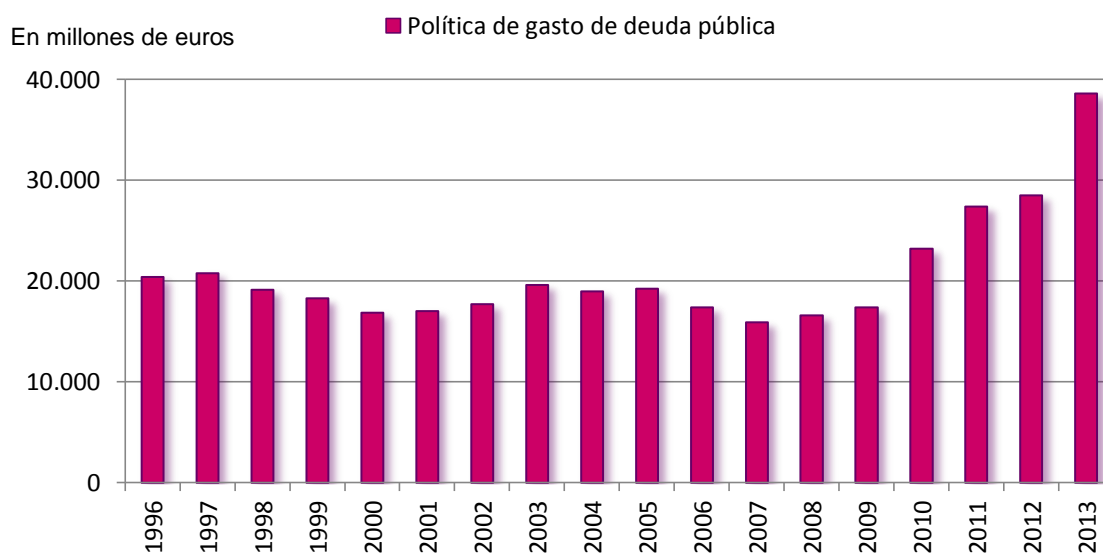
Por otro lado, consideran que el Gobierno español será capaz de cumplir las nuevas metas de déficit aprobadas, aunque puedan ser necesarias medidas adicionales de ajuste. (Deia.com, 2013)

A partir de octubre de 2012 y tras los anuncios de las agencias de no bajar más la nota a España, la prima de riesgo ha ido bajando hasta situarse, según los datos de julio de 2013, en los 308 puntos básicos. Esto significa que las subastas del Estado ofrecen una rentabilidad del 4.6% frente al 1.6% que ofrece Alemania por los suyos. Un coste muy elevado para la gran cantidad de deuda que el Estado debe poner en circulación para financiarse y conseguir los objetivos de déficit que han sido impuestos por la Unión Europea.

Si analizamos el gasto en Deuda Pública que se ha hecho en las políticas de gasto desde el año 1996 hasta el 2013, el resultado es el que se muestra a continuación.

Gráfico 3.9 Política de gasto en deuda pública (intereses) 1996-2013

Política de gasto en deuda pública (intereses)



Fuente: Elaboración propia con los datos de (Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos, 2005-2013)

Para el año 2013 el Gobierno ha presupuestado 38.590 millones de euros en gasto de intereses, 10.000 millones más que el año inmediatamente anterior. El año 2007 registró la menor previsión desde 1996, con un gasto de 15.925 millones de euros en intereses de la deuda.

Si a esos 38.590 millones en intereses previsto, le sumamos los vencimientos del principal de la deuda para el año 2013, que asciende a unos 152 millones de euros, resulta que España debe destinar el 19% de su PIB a afrontar el endeudamiento. Según especialistas, el problema de España no es el volumen de deuda en sí, sino el ritmo al que crece y el encarecimiento en la financiación que se ha dado en los últimos años, como ya hemos analizado anteriormente.

3.4 Calificaciones en otros países de la Unión Europea

A continuación vamos a ver cómo han variado las calificaciones y la prima de riesgo en países vecinos de la Unión Europea con los que España tiene similitudes, como son Portugal, Italia y Francia.

En el caso de **Portugal**, en julio de 2010 Moody's baja la calificación dos escalones y la sitúa en A1. Este es el primer recorte en 12 años por parte de dicha agencia. Standard & Poor's la había recortado en abril de A+ a A-, y Fitch en marzo, de AA hasta AA-.

Dicha revisión a la baja se debió a que la fortaleza financiera del gobierno luso continuaría debilitándose a medio plazo y a que las perspectivas de crecimiento seguían siendo débiles, a no ser que las reformas estructurales tuviesen efecto a medio y largo plazo. (EFE, 2010)

La prima de riesgo de Portugal en el mes de septiembre alcanzó los 422 puntos básicos. Los intereses que los inversores internacionales pedían para comprar obligaciones a diez años del Tesoro portugués alcanzaron el 6.42% el día 24 de septiembre. (El Mundo, 2010)

En diciembre de 2010, Fitch rebaja la nota de la deuda a largo plazo de Portugal en un escalón, AA- a A+ y con perspectiva negativa, justificándose en los problemas de financiación lusos. (El Mundo, 2010)

En marzo de 2011, Moody's es la primera agencia en rebajar la calificación de Portugal, de A1 a A3, otros dos niveles. La agencia advirtió del peligro que suponían para las finanzas de Portugal sus limitadas posibilidades de crecimiento, los riesgos en la aplicación de los objetivos de saneamiento presupuestario, las dificultades de acceso a la financiación y la posibilidad de que el Gobierno debiera ayudar a la banca.

Además, señaló los problemas que atravesaría a medio plazo el mercado laboral hasta que se aplicaran las reformas necesarias estructurales. Además, la creciente presión que sufría Lisboa en los mercados de deuda, donde pagaba los intereses más altos de los últimos años, perjudicaban las posibilidades de que el país cumpliera su programa de financiación aunque recibiese asistencia del fondo europeo de estabilización financiera. (El Mundo, 2011)

Días más tarde, Fitch y S&P bajan la calificación a Portugal. Fitch rebaja la nota de A+ a A-, y S&P de A- a BBB. Dichas calificaciones quedaron bajo vigilancia ante una posible revisión a la baja, sobre todo por los debates en el seno de la UE, que debían establecer el Mecanismo Europeo de Estabilidad para ayudar a los países de la zona del euro con dificultades financieras. (El Mundo, 2011)

El rendimiento de los bonos portugueses a diez años se situó en marzo por encima del 8% por primera vez desde la introducción del euro. La prima de riesgo subía a los 489 puntos básicos. (El Mundo, 2011)

En abril de 2011, Fitch consideró necesario que Portugal recurriera a la ayuda externa para aumentar la credibilidad de la consolidación fiscal y el esfuerzo de la reforma económica, así como para asegurar su posición financiera.

El gobierno en gestiones de aquel momento no poseía legitimidad para negociar ningún tipo de ayuda con Bruselas y ello aumentó la preocupación de Fitch sobre la solvencia del país. Rebajó de golpe en tres niveles el rating de Portugal, de A- a BBB-, dejándolo a tan solo un paso del considerado “bono basura”.

Standard and Poor's había rebajado su calificación unos días antes, dejando a la deuda soberana portuguesa también un nivel por encima del considerado bono basura. Pasó de BBB a BBB-.

Fitch no confiaba en que Portugal fuera capaz de cumplir su compromiso de reducir el déficit público al 4.6% en 2011 sin nuevas medidas de contención adicionales y sin recurrir a la ayuda externa. Por ello, mantenía las perspectivas negativas para el país y no descartaban nuevos recortes en el rating, que situarían a la deuda lusa al nivel del crédito basura. (El Mundo, 2011)

La prima de riesgo a principios de abril sobrepasó la barrera de los 540 puntos respecto al bono alemán. La presión de las agencias provocó un récord en los bonos portugueses a cinco años, cuya rentabilidad superaba la barrera del 10%. (El Mundo, 2011)

En julio de 2011, Moody's rebaja la calificación de Portugal a bono basura por el riesgo de un segundo rescate. La nota cae cuatro escalones, de A3 a Ba1.

Moody's creía posible que el país necesitase un segundo rescate y advirtió de una mayor posibilidad de que en ese se exija como condición la participación de los acreedores del sector privado. La agencia tenía elevadas dudas de que la economía portuguesa fuera capaz de alcanzar completamente sus objetivos de reducción de déficit y de estabilización de la deuda.

Respecto de la posibilidad de un segundo rescate, la agencia consideraba que se había incrementado la posibilidad de que Portugal no fuera capaz de financiarse en los mercados de capitales en la segunda mitad de 2013 y en algún período posterior. En ese escenario, la agencia creía que podía ser necesaria otra ronda de financiación oficial, que podía requerir la participación de existentes inversores en proporción al tamaño de la deuda existente. (El País, 2011)

En noviembre de 2011, Fitch rebaja la nota un escalón, que pasa a BB+ desde BBB-, lo que representa un grado “especulativo”, también denominado bono basura.

La agencia otorgó al rating portugués una perspectiva negativa, lo que abría la puerta a más recortes de calificación en el corto plazo.

Fitch justificó su decisión de recortar la calificación de Portugal en los grandes desequilibrios fiscales del país, así como en el elevado endeudamiento en todos los sectores y las adversas perspectivas macroeconómicas. (El Mundo, 2011)

En enero de 2012 es Standard & Poor's la que rebaja la calificación de Portugal y pasa a ser bono basura. La califica con BB y la perspectiva es negativa. Se justifica en la caída del PIB y las malas perspectivas de futuro que tiene el país. (RTVE, 2013)

Si analizamos el caso de **Italia**, sus problemas de deuda comienzan a mediados del año 2011. En mayo, Standard & Poor's rebajó la perspectiva de estable a negativa de la deuda soberana italiana, que contaba con una nota de A+.

La agencia justificó su decisión en que las perspectivas de crecimiento para Italia eran débiles y el compromiso político de aplicar reformas que mejorasen la productividad se tambaleaba. Además, se había reducido la posibilidad de reducir la deuda de Italia.

La perspectiva negativa reflejaba la existencia de riesgo para los planes de reducción de deuda del Gobierno entre 2011 y 2014, lo que implicaba una rebaja en la calificación a medio plazo. (El Mundo, 2011)

El 30 de mayo la prima de riesgo alcanza los 184 puntos básicos respecto al bono alemán. (Datosmacro)

En septiembre de ese mismo año, se confirma la rebaja por parte de Standard & Poor's. La calificación pasa de A+ a A, un escalón por debajo.

La explicación se ajusta a lo anterior, las perspectivas de crecimiento de la economía italiana se habían debilitado y la frágil coalición política en el poder seguiría, probablemente, limitando la capacidad del Estado para enfrentarse a los desafíos que debía afrontar el país.

Después de Grecia, Italia era el país de la eurozona con más deuda pública. La revisión de la solvencia se dio por la situación económica y política del país. Se mantenían los riesgos para el plan de reducción de deuda a causa de las débiles perspectivas de crecimiento. (El Mundo, 2011)

Un mes después, en octubre, Moody's rebaja la calificación de la deuda de Italia en tres escalones, desde Aa2 hasta A2, con perspectiva negativa. Al igual que S&P, justificó su decisión en los elevados niveles de deuda pública del país. Preveía que su nivel de deuda alcanzase el 120% del PIB en 2011, por encima del 104% que registraba al comienzo de la crisis económica.

Además, atribuyó esta rebaja a las dificultades para que el Gobierno italiano pudiera cumplir con sus compromisos de consolidación fiscal y revirtiera la tendencia adversa registrada en su deuda pública, debido a las incertidumbres políticas y económicas. (El Mundo, 2011)

Fitch también se suma y rebajó la nota un escalón y no tres. La calificación de Italia pasa de un sobresaliente bajo a notable alto (A+). Dicha rebaja reflejó la intensificación de la crisis en la zona euro, que constituía un impacto negativo significativo a nivel financiero y económico, que había debilitado el perfil de riesgo de la deuda soberana de Italia. (El País, 2011)

El 9 de noviembre de 2011 la prima de riesgo registra un máximo de 553 puntos. El mercado se calma poco a poco y el 5 de diciembre la prima bajaba hasta los 378 puntos básicos. (Datosmacro)

En enero de 2012, S&P y Fitch rebajan la nota de cinco países de la zona euro, entre los que están Italia y España. La nota de Italia cae dos peldaños, quedando en BBB+, para S&P, y en A-, para Fitch.

Justificaron su decisión en las sacudidas financieras y monetarias que afrontaba la eurozona. (El País, 2012)

El 9 de enero la prima alcanza los 530 puntos básicos. Comienza un descenso hasta marzo de 2012 cuando consigue situarse en los 278 puntos básicos el día 19. A partir de ese momento comienza la escalada y el 24 de julio alcanza los 532 puntos.

Los últimos 6 meses del año 2012 consigue situarse en una media de los 360 puntos básicos y comienza su descenso hasta el 29 de enero de 2013, donde baja hasta los 247 puntos básicos. (Datosmacro)

Hasta el año 2013 no se producen más rebajas. En marzo de este año Fitch vuelve a rebajar en un escalón la nota de solvencia a largo plazo de la deuda de Italia, que pasa a BBB+ desde A- con perspectiva negativa como consecuencia de la incertidumbre generada por los resultados electorales del país.

La calificadora explicó que los resultados no concluyentes de las elecciones generales en Italia hacían poco probable la formación de un Gobierno y advertía de que esa incertidumbre y el escenario poco propicio para acometer las necesarias reformas constituían un shock adverso adicional para la economía en un contexto de profunda recesión.

Fitch consideró que la recesión en Italia era una de las más profundas en Europa y preveía que la economía italiana se contrajera un 1.8% en 2013, lo que supondría un mayor impacto negativo del previsto sobre el déficit y aproximaría la deuda pública hasta el 130% del PIB. (El Mundo, 2013)

Esta rebaja provoca que la prima de riesgo alcance el 27 de marzo los 348 puntos. (Datosmacro)

En julio de 2013, Standard & Poor's rebajó un escalón la calificación crediticia de la deuda soberana de Italia, que pasó de la BBB+ a la BBB, y se mantiene con perspectiva negativa.

Al igual que Fitch, justificó esta rebaja en un "ulterior empeoramiento de las perspectivas económicas". Esta era la primera modificación desde enero de

2012, pero podría sufrir una nueva rebaja en 2013 o 2014, sobre todo si el Gobierno no puede implementar políticas que eviten que los indicadores fiscales empeoren y se atajen las rigideces del mercado laboral, de productos y servicios. (El País, 2013)

La prima de riesgo en julio estuvo en una media de 280 puntos básicos, descendiendo en agosto hasta los 250 puntos básicos respecto al bono alemán. (Datosmacro)

El caso de **Francia** no es tan semejante como los anteriores. En enero de 2012, S&P arrebató la “triple A” a Francia al rebajar su calificación crediticia en un peldaño, hasta AA+. (El Mundo, 2012)

La prima de riesgo alcanza los 151 puntos básicos el 6 de enero de 2012. En 15 de noviembre de 2011 había alcanzado el máximo de los 191 puntos básicos. Se mantiene en una media de 125 puntos durante enero de 2012. (Datosmacro)

En noviembre de 2012, Moody’s rebajó la nota desde Aaa hasta Aa1, con perspectiva negativa, lo que atribuyó a los desafíos estructurales que afrontaba la economía.

El principal motivo era el riesgo que sufría su crecimiento económico y sus finanzas públicas, debido a los persistentes desafíos estructurales. Entre ellos hablaba de la rigidez en el mercado laboral y de los servicios y los bajos niveles de innovación, que llevaban a Francia a una sostenida pérdida de competitividad y una erosión en su base industrial, orientada a las exportaciones.

Otro motivo fue la elevada incertidumbre respecto a las perspectivas fiscales, porque veían demasiado optimistas las previsiones del Gobierno. Existía un creciente desempleo y los niveles de consumo se veían presionados por la subida de impuestos. Además, argumentaron que la capacidad de predecir que el país resistiera a futuros impactos de la zona euro era cada vez menor.

Moody’s creía que Francia estaba expuesta a los problemas de países de la periferia europea, como Italia, debido a sus conexiones comerciales y de sus sistemas bancarios. (El Mundo, 2012)

La prima de riesgo mantiene una media en 2012 de 100 puntos básicos, con subidas y bajadas durante todo el año. (Datosmacro)

Fitch no retira la “triple A” a Francia hasta julio de 2013, cuando la califica de AA+, un escalón por debajo de la máxima calificación de solvencia, con perspectiva estable.

La calificadoradora basó su decisión en el empeoramiento de las previsiones de deuda, que llegaría al 96% en 2014, frente al 94% previsto en diciembre.

Los analistas subrayaron que la ratio de deuda pública de Francia era la más alta entre los países con la máxima nota de solvencia, a excepción de

EE.UU., que se beneficia de su flexibilidad financiera que le otorga el dólar como moneda de reserva mundial.

Fitch señaló que los datos y previsiones de PIB eran menores que cuando la agencia asignó la perspectiva negativa al rating galo, mientras que la tasa de paro se situó en mayo en el 10.9%, la más alta en 15 años.

Fitch espera que la economía francesa se recupere más lentamente de lo que muestran las perspectivas oficiales, debido a la debilidad de la demanda exterior, el elevado desempleo, la consolidación fiscal y la débil competitividad. (El Mundo, 2013)

La prima de riesgo se sitúa en lo que va de año en los 60 puntos básicos. Alcanzando un mínimo en mayo de 2013 de 43 puntos básicos. (Datosmacro)

Mostramos en diferentes figuras cómo han calificado las tres agencias a los países de la Unión Europea que hemos considerado. Excluimos el caso de Francia por presentar claras diferencias con los otros tres.

Figura 3.2 Calificaciones de la agencia Standard & Poor's a países de la UE



Fuente: elaboración propia

Portugal ha sido el país más castigado por la agencia S&P. En marzo de 2012 ya estaba considerada como bono basura. España no llegaría a esa situación hasta octubre de 2012. Italia queda por encima de ambos países, manteniendo una nota de BBB hasta el momento actual.

Figura 3.3 Calificaciones de la agencia Fitch a países de la UE

Fitch		
ESPAÑA	PORTUGAL	ITALIA
Mayo 2010 - AA+	Marzo 2010 - AA-	Octubre 2011 - A+
Septiembre 2011 - AA-	Diciembre 2010 - A+	Enero 2012 - A-
Enero 2012 - A	Marzo 2011 - A-	Marzo 2013 - BBB+
Abril 2012 - BBB+	Abril 2011 - BBB-	
Junio 2012 - BBB	Noviembre 2011 - BB+	

Fuente: elaboración propia

En el caso de Fitch, Portugal ha sido más duramente castigado. La calificación de la deuda portuguesa a largo plazo es de bono basura, es decir, que está siendo tratada como un instrumento de especulación y no de inversión, con riesgo en la devolución de sus compromisos.

España, frente a Italia, está un escalón por debajo en la calificación de su deuda, pero ambos países se mantienen a una prudente distancia del bono basura.

Figura 3.4 Calificaciones de la agencia Moody's a países de la UE

Moody's		
ESPAÑA	PORTUGAL	ITALIA
Septiembre 2010 - Aa1	Julio 2010 - A1	Octubre 2011 - A2
Febrero 2011 - Aa2	Marzo 2011 - A3	
Septiembre 2011 - A1	Julio 2011 - Ba1	
Febrero 2012 - A3		
Mayo 2012 - Baa3		

Fuente: elaboración propia

Moody's, al igual que Fitch, considera la deuda de Portugal como bono basura, al asignarle una nota de Ba1.

Italia mantiene un aprobado para Moody's y la deuda de España está a un paso del bono basura, igual que la opinión de Standard & Poor's.

Si comparamos el porcentaje de deuda pública sobre el PIB, como hemos hecho en el caso de España en el primer capítulo, el resultado es el siguiente:

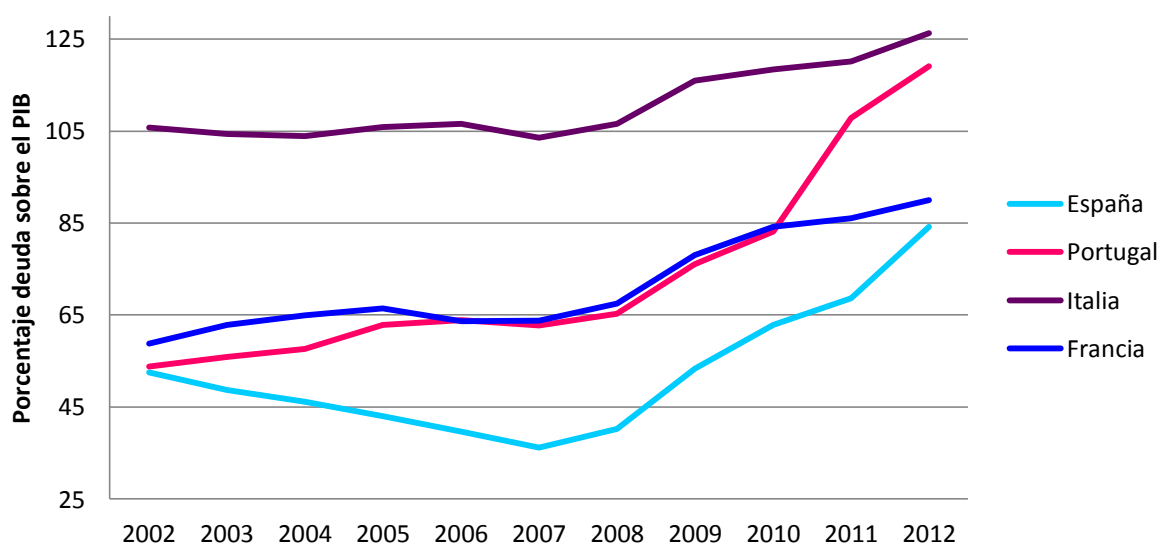
Tabla 3.8 Porcentaje de deuda sobre el PIB de los países de la zona euro

Año	Porcentaje de deuda sobre el PIB			
	España	Portugal	Italia	Francia
2002	52.50	53.80	105.70	58.80
2003	48.70	55.90	104.40	62.90
2004	46.20	57.60	103.90	64.90
2005	43.00	62.80	105.90	66.40
2006	39.70	63.90	106.60	63.70
2007	36.20	62.70	103.60	63.80
2008	40.20	65.30	106.60	67.50
2009	53.40	76.10	116.00	78.10
2010	62.80	83.13	118.36	84.20
2011	68.70	107.82	120.10	86.01
2012	84.20	119.07	126.33	89.97
Variación 2002-2012	72.75	121.31	19.52	53.01
Variación 2007-2012	151.23	89.90	21.94	41.02

Fuente: (La deuda pública 2013. Análisis de las principales economías del mundo y del caso de España, 2013)

Gráfico 3.10 Deuda pública sobre el PIB de los países de la UE

Deuda pública sobre el PIB países de la UE



Fuente: elaboración propia con los datos de Tabla 3.8 Porcentaje de deuda sobre el PIB de los países de la zona euro

Como podemos observar en la tabla y en el gráfico, Italia siempre ha mantenido un nivel de deuda en porcentaje del PIB superior al 100%, pero su variación entre el año 2002 y el año 2012 no ha llegado al 20%. Desde el inicio de la crisis en 2007, su deuda se ha incrementado apenas un 22%, lo que refleja que el Gobierno italiano se ha financiado sin recurrir a la emisión de deuda pública.

En el caso de Portugal, en el año 2002 tenía un nivel de deuda que representaba el 53.80% del PIB y el 2012 llegó al 119%. La variación que ha sufrido ha sido del 121% desde el año 2002. Desde el inicio de la crisis se ha incrementado un 89.90%. Es el caso contrario a lo comentado en Italia, el Gobierno luso ha tenido que financiar su déficit público con la emisión de deuda pública, algo que también ha ocurrido en España.

Francia mantenía un nivel de deuda pública respecto al PIB del 58.80% en 2002, porcentaje que casi alcanzó el 90% en 2012. La variación desde el inicio de la crisis ha sido de un 41.02%. En su caso, la economía no se ha visto tan presionada como en el caso del resto de países estudiados.

España se sitúa todos los años con porcentajes de deuda sobre el PIB en comparación con el resto de países, pero la variación desde el inicio de la crisis ha sido de un 151.23%. El Gobierno de España ha recurrido en los últimos años a la deuda pública para financiar sus déficits permanentes y ello le ha llevado a sufrir la crisis de deuda que ya se comentó en el capítulo primero de este trabajo.

Las agencias, como hemos visto, han ido bajando las calificaciones en función de la política del país, la situación económica, las perspectivas de futuro que se tenían y el cumplimiento de los objetivos que se iban fijando. ¿Cuáles han sido las políticas llevadas a cabo por los diferentes gobiernos desde el inicio de la crisis?

Portugal comienza a tener problemas de deuda en septiembre de 2010, cuando los inversores piden unos intereses del 6.42% para comprar obligaciones a diez años del Tesoro luso. Las tensiones continuarán meses después, los intereses que piden los inversores siguen subiendo.

En noviembre de 2010 se aprueban los presupuestos de 2011 y se aprueban medidas de ajuste: aumento del IVA del 21% al 23%, rebaja del 3.5% al 10% del salario de los funcionarios, congelación de pensiones y recortes de gasto e inversión estatal.

En marzo de 2011 continúan los recortes en las pensiones, la sanidad y la limitación de los beneficios fiscales. El resultado es un castigo a la deuda, que se dispara hasta el 8% en el caso de la deuda a cinco años. El 31 de marzo se convocan elecciones legislativas anticipadas y ello pone fecha al cierre de una crisis política que incrementó la presión de los mercados sobre la deuda lusa.

En abril, el interés que Portugal paga por su deuda es del 8.55% para los títulos a 10 años. El día 6 el gobierno pide que se active el rescate de la UE.

Los mercados parecen relajarse, pero en junio los títulos portugueses a diez años sobrepasan el 10.05% en el mercado secundario y disparan las alarmas entre los analistas financieros.

Siguen las políticas de austeridad y los recortes. La presión sobre la deuda parece suavizarse, pero el interés a diez años estaba por encima del 11.5%. Pese a ello, el 5 de julio Moody's considera la deuda de Portugal como bono basura. Parece que la agencia ignora las medidas de ajuste. Un día después la prima de riesgo del país luso se eleva por encima de los 1.000 puntos y el bono a diez años cotiza en el 13%. Desde Europa se critica la rebaja llevada a cabo por Moody's.

El 13 de septiembre se aprueba por el FMI el segundo tramo de la ayuda a Portugal por 3.980 millones y Portugal debe "ahorrar" para cumplir el objetivo de déficit. Las medidas de austeridad continuarán durante el 2012 y ello enciende la mecha de la sociedad. Se convoca una huelga general para protestar contra los recortes.

El 30 de noviembre se aprueban los presupuestos generales de 2012, en los que se prevé menos gastos y más impuestos. La prima de riesgo sigue subiendo y llega a los 1.177 puntos básicos.

En enero de 2012, los jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea se congratulan por los progresos de Lisboa. Sin embargo, la prima de riesgo de Portugal pasa a los 1.560 puntos. La rentabilidad del bono luso a 10 años en el mercado secundario supera el 17%.

En abril la prima da un respiro y comienza el segundo trimestre del año en los 968 puntos básicos, con el bono a 10 años cotizando por encima del 11.5%. Un mes después se anuncia que recibirá el siguiente tramo del rescate. En junio la rentabilidad de los bonos sigue bajando y se sitúa en el 9.66%.

En septiembre se anuncian nuevas medidas de austeridad, entre las que se encuentra una mayor cotización de los trabajadores a la Seguridad Social. Los funcionarios recuperarán en 2013 una de las pagas extra anuales suspendidas y la recibirán de forma fraccionada. También se aprueban subidas en los impuestos al capital y algunos bienes de lujo.

El objetivo de déficit está lejos de la realidad. Los ingresos fiscales bajan y el Gobierno presenta unos Presupuestos Generales para 2013 donde se incluyen nuevos recortes y una importante subida de impuestos. Nueva protesta social. Antes de terminar el año, el Gobierno prepara una nueva rebaja de la indemnización por despido y toma la decisión de vender la gestión de los aeropuertos lusos a un grupo francés por 50 años.

El año 2013 no comienza de una forma muy distinta a los dos anteriores. El FMI propone que se reduzcan las pensiones, despidan profesores y funcionarios y suban los precios de la sanidad pública para que el Estado logre ahorrar. Se desbloquea otro tramo de su rescate.

Las previsiones de la economía siguen siendo muy negativas, la economía lusa se contraerá en 2013 un 2.3% por la caída de la demanda interna y la desaceleración de las exportaciones. Además, se declaran ilegales las medidas de ajuste, por valor de 1.200 millones de euros, que se incluían en los presupuestos para cumplir las exigencias de rescate financiero.

En abril se anuncia un recorte en los gastos que afectarán a todos los servicios públicos. Un mes más tarde anuncian un plan de saneamiento, con recortes en el gasto de la Administración. También retrasan la edad de jubilación a los 66 años y se crea una nueva carga fiscal para pensionistas.

El desempleo empeora el primer trimestre de 2013 y se dispara hasta el 17.7%. 952.000 personas se encuentran sin trabajo en el país.

En junio el FMI desbloquea otro tramo de su aportación al programa de ayuda a Portugal. Se convoca una huelga de profesores. Un mes más tarde, dimisiones en el Gobierno de Portugal y advertencia de la Comisión Europea de los riesgos que plantea la inestabilidad política para su acceso a la financiación en los mercados y para su recuperación económica. El Gobierno debe clarificar su situación lo antes posible. (RTVE, 2013)

Las agencias han mantenido en el caso de Italia una nota de aprobado para su deuda pública. En enero de 2011 es cuando los mercados financieros fijan su mirada en la deuda de Italia, el único país de la periferia de la zona euro cuya deuda pública no se había visto afectada hasta entonces por la crisis iniciada en Grecia.

En mayo se anuncia que Italia debe reducir su deuda pública un 3% para cumplir el Pacto de Estabilidad europeo. Comienza una etapa de ajustes y recortes en el país. En julio la prima alcanza un récord de 260 puntos.

El 5 de agosto la prima de la deuda italiana llega a los 400 puntos básicos y cierra la jornada en los 361. El Gobierno anuncia nuevas medidas, entre las que destaca la introducción del equilibrio presupuestario en la Constitución. Unos días más tarde el BCE compra deuda italiana y consigue que el interés baje hasta el 5.15% y la prima hasta los 278 puntos básicos.

En septiembre se da una huelga general en protesta contra los planes de austeridad del Gobierno, se aprueba el proyecto para introducir en la Constitución el equilibrio presupuestario y la prima vuelve a superar los 400 puntos básicos. Además, se aprueba un plan de ajuste, que introduce la subida del IVA del 20 al 21%. Standard & Poor's rebaja la calificación hasta A con perspectiva negativa y la prima se dispara hasta los 411 puntos básicos.

Un mes después, Moody's rebaja la nota tres escalones y la Comisión Europea pide al Gobierno italiano nuevas reformas, la prima llega a los 402 puntos. Se niega que Italia vaya a necesitar un rescate de la UE.

En noviembre, con las tensiones de Grecia sobre su rescate, la prima se dispara hasta los 450 puntos y se sitúa en zona de intervención. Días después,

tras los rumores de una posible dimisión de Berlusconi hacen que la prima alcance el máximo histórico de 495 puntos. (EFE, 2011)

El 12 de noviembre se aprueban las medidas de austeridad exigidas por la UE y Berlusconi presenta su dimisión. Mari Monti elige un gobierno de tecnócratas en Italia para dirigir su economía.

En junio de 2012 vuelve a ser protagonista de la crisis de deuda. Los mercados dirigen sus miradas a Italia, que tuvo que pagar casi un 70% más de intereses por colocar bonos de deuda a un año.

A partir de julio, las miradas recaen directamente en España. Se aprueba el rescate a la banca, nuevas medidas de ajuste y de recortes, y España pasa a estar en el punto de mira de Europa y de las agencias. (20minutos, 2012)

Como hemos podido ver, las tres economías analizadas se han visto afectadas por la situación de los países vecinos, en concreto, con la situación de los países intervenidos, como son Grecia, Chipre y el propio Portugal. El miedo al contagio de la situación de los países con graves apuros ha propiciado la caída libre de las deudas públicas de los países del sur de Europa. Los inversores no tienen confianza en la salida de la crisis, los gobiernos siguen las directrices impuestas por la Unión Europea y los mercados no dan un respiro. Si añadimos los problemas políticos que existen en dichos países, la perspectiva no mejora. La falta de consenso, los continuos cambios y dimisiones afectan directamente a los mercados.

Conclusiones

1. La deuda pública española se ha convertido en la principal fuente de financiación de las Administraciones Públicas desde el inicio de la crisis. Las constantes bajadas en los ingresos de las arcas del Estado, unidas a las previsiones de gasto erróneas en los últimos presupuestos del Gobierno, han tenido como resultado un incremento de las subastas de deuda y en el nivel de deuda en circulación. En el primer trimestre de 2013, la deuda pública ha alcanzado un 88% del PIB y se espera tener que destinar casi un 20% del PIB exclusivamente al pago de intereses y amortización de la deuda pública.

Los resultados presupuestarios marcan el camino que ha seguido la deuda pública en la historia de España. Cuando ha existido superávit presupuestario, dicho remanente se ha utilizado para bajar el peso que la deuda pública, amortizando la deuda existente. Pero, cuando ocurre todo lo contrario, cuando las cuentas arrojan déficits presupuestarios, el Estado recurre a la emisión de deuda para cubrirlos, sin tener presente lo que ello significará en el futuro. La sostenibilidad depende tanto de la dimensión como de los costes financieros. Todo ello se debe a la insostenibilidad de la política fiscal que se ha instrumentado en el pasado reciente.

2. A partir de 2010 se ha desencadenado una crisis de deuda pública en España que continúa en la actualidad. Los constantes aumentos de deuda, el incremento del coste de financiación y las negativas perspectivas de futuro de la economía española han acabado mostrándose como un grave problema que se recrudece con el paso del tiempo. La desconfianza que se crea en los mercados se refleja directamente en la prima de riesgo, que ha conseguido estabilizarse durante el 2013, pero en unos niveles insostenibles para la necesidad de financiación que tiene España en este momento.

Esta crisis de deuda pública no ha sido exclusiva de España. El resto de países del sur de Europa también están inmersos en una crisis de deuda. Grecia fue la primera en mostrar síntomas de dicha crisis, cuando su deuda a largo plazo comenzó a cotizar a niveles insostenibles para cualquier Estado y las subastas tuvieron que ser suspendidas. Portugal ha seguido el mismo camino, el país entró en una muy difícil situación financiera que tuvo que resolver pidiendo el rescate a Europa e incrementando sus niveles de deuda, por la cual tuvo que ofrecer un interés muy elevado, dada la desconfianza de los inversores.

3. Las agencias de calificación han sido las protagonistas de esta crisis económica. Han sido muy criticadas porque no han sido capaces de prever las quiebras de empresas y ajustar sus calificaciones a la realidad económica. Además, el oligopolio que forman las tres principales empresas, que tienen una cuota de mercado del 94%, también ha sido motivo de crítica y desconfianza. Pero, por otro lado, no han perdido credibilidad entre los inversores. Éstos siguen

confiando en que las calificaciones que otorgan, advirtiendo del riesgo que pueden correr al invertir en dicho valores.

Las agencias de calificación no ayudan a calmar los mercados, incrementan la incertidumbre y los problemas financieros de los Estados. Muestran el riesgo de impago, sin hacer recomendaciones de compra o venta, pero deben ser conscientes de la gran influencia que tienen sobre los inversores. Su papel no es animar a comprar o vender, pero queda demostrado que los inversores se dejan guiar por lo que ellas establecen. Por todo ello, su responsabilidad ante errores debería ser mayor y limitar su actividad.

Si tenemos en cuenta que cuando establecen la solvencia de un país analizan el riesgo económico, político, social e internacional, no es de extrañar que hayan bajado las calificaciones a muchos de los países de Europa. Si analizamos la situación de Grecia, Portugal, Italia y España, nos damos cuenta de que existe riesgo económico, dada la situación de crisis económica que existe desde el año 2007. Se ha dado riesgo político con las dimisiones, elecciones anticipadas, cambios de Gobierno, escándalos de corrupción...El riesgo social ha quedado reflejado en las huelgas generales que se han producido, las cuales reflejan la crispación de la sociedad y la falta de entendimiento de los Gobiernos con las necesidades de la sociedad. En cuanto al riesgo internacional, se refleja en la mala imagen que dichos países proyectan al exterior, por todo lo comentado.

Las medidas políticas llevadas a cabo por los Gobiernos de Grecia, Chipre, Portugal, Italia y España han sido las que ha marcado la Comisión Europea. Se han llevado a cabo políticas de contención de gasto y de incremento de impuestos en todos estos países y ello no ha logrado parar la crisis de deuda en ninguno de ellos. La confianza de los inversores se ha esfumado durante los últimos años y las presiones cada vez son mayores. Ni las políticas llevadas a cabo, ni la aprobación de Europa, ni la confianza que ha depositado el Banco Central Europeo, han conseguido relajar los mercados. España e Italia mantienen una calidad media baja y Portugal es considerado como bono basura especulativo. La deuda pública de Grecia según S&P y Fitch es bono basura muy especulativo. Para Moody's la situación es peor, ha considerado que Grecia está en quiebra e insolvencia. Chipre no anda muy lejos de esto, para Moody's y S&P tiene un riesgo sustancial de impago, vulnerabilidad y alta dependencia. Fitch da un voto de confianza y la considera bono basura muy especulativo, pero sin ese riesgo de impago claro que marcan las notas de las otras dos agencias.

4. Todos estos factores crean un círculo vicioso del que es difícil salir y que afecta a la economía española. Desde el inicio de la crisis, las reformas y los recortes han marcado el día a día de la política española. Las cuentas del Estado muestran un déficit excesivo, los niveles de gasto no se pueden soportar y se intentan recortar, pero

CONCLUSIONES

los ingresos no se incrementan en la misma proporción y ello implica una necesidad de financiación que sólo se puede cubrir con la emisión de deuda pública. El aumento de la necesidad de financiación, la bajada en las calificaciones y los incrementos en los tipos de interés engordan los gastos del Estado. Se crea una cadena circular: las agencias bajan la nota a España, ésta sigue necesitando financiación urgente porque los ingresos no aumentan y los gastos no se reducen, la prima de riesgo aumenta, el tipo de interés que debe ofrecer España se incrementa y los gastos del Estado aumentan. Volvemos al primer paso, volvemos a necesitar financiación, la situación cada vez es peor y los inversores ven un riesgo elevado. La cadena se convierte en una espiral y pasamos a una situación de crisis de deuda.

La decisión que han tomado las agencias de no rebajar más la calificación, aunque España necesitase un rescate de Europa, ha relajado el mercado de deuda pública, lo que demuestra el gran poder de influencia que tienen sobre los inversores. Aunque directamente no dan órdenes de compra, mantenimiento o venta de los valores de una cartera, sí marcan las decisiones de los inversores.

En definitiva, las agencias de calificación no tienen una responsabilidad sobre las decisiones que toman sus inversores, pero sí tienen una influencia directa sobre éstos porque se sigue confiando en su criterio, aunque hayan pasado por crisis de credibilidad o se las haya señalado como las responsables de la crisis financiera, al no prever grandes desastres. También se puede pensar que ahora “se cubren las espaldas” y rebajan las calificaciones sin tener en cuenta el efecto negativo que tiene para las empresas o Estados que califican, únicamente para no caer en el error de no haber sido capaces de ver venir el desastre.

Bibliografía

Boletines, informes, libros y trabajos citados

Agencias de calificación crediticia: Evolución y cuestiones de política. Banco Central Europeo (BCE). 2009. s.l. : Boletín Mensual BCE, 2009.

Banco de España. [En línea] http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/series/si_1_2.csv.

Calvo Vérguez, Juan. 2005. *La Deuda Pública en la nueva Ley General Presupuestaria: aspectos sustantivos y procedimentales.* Madrid : Instituto de Estudios Fiscales, 2005.

Cantor, R. y Packer, F. 1996. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. Nueva York : Federal Reserve Bank of New York, 1996, págs. 37-53.

Comín Comín, Francisco. 2013. Capítulo 6: Apuros, ahogos, arreglos y bancarrotas. Las crisis de la deuda pública, 1504-2012. [aut. libro] Francisco Comín Comín y Mauro Hernández Benítez. *Crisis económicas en España: 1300-2012. Lecciones de la Historia.* Madrid : Alianza Editorial, SA., 2013.

Comité Técnico de OICV/IOSCO. 2003. *Informe sobre las actividades de las Agencias de Rating Crediticio.* 2003.

Gobierno de España. 1977. Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria. 1977.

—. **2003.** Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria. BOE.es. [En línea] 26 de noviembre de 2003. [Citado el: 21 de febrero de 2013.] <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2003-21614>.

Jiménez, Miguel. 2013. ElPaís.com. *La deuda crece en 146.000 millones.* [En línea] 17 de febrero de 2013. [Citado el: 9 de marzo de 2013.] http://economia.elpais.com/economia/2013/02/16/actualidad/1361043416_187573.html.

Kaminsky, G. y Schmukler, S. 2001. Emerging markets instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? s.l. : The World Bank Economics Review, 2001, págs. 171-195.

La Calificación del Riesgo Soberano. **Rojas Gómez, Eduardo. 2008.** 2, s.l. : TEC Empresarial -Finanzas-, 2008, Vol. 2.

Las agencias de rating, nuevas protagonistas. **Carrasco, Mari Carmen. 2010.** 160, s.l. : Revista de libros, 2010.

Mascareñas, Juan. 2012. Mercado de Derivados Financieros: Swaps. ucm.es. [En línea] septiembre de 2012. [Citado el: 21 de febrero de 2013.] <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/43.pdf>.

Ministerio de Economía y Competitividad, Gobierno de España. 2013. Tesoro.es. [En línea] 21 de febrero de 2013. [Citado el: 2013 de febrero de 2013.] http://www.tesoro.es/SP/deuda/valores/vls_divisas.asp.

Ministerio de Economía y Hacienda. 1988. Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General Presupuestaria. 1988.

Ministerio de Economía y Hacienda. Gobierno de España. 2000 a 2012. *Presupuestos anuales.* 2000 a 2012.

Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. 2012. *Presupuestos Generales del Estado. Informe Económico y Financiero.* s.l. : Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos, 2012.

Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos. 2012. *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2012.* 2012.

OICV. 2003. *Código de la Organización Internacional de Comisiones de Valores.* 2003. pág. 3.

Olier, Eduardo. 2011. *Geoeconomía: las claves de la economía global.* Madrid : Pearson-Prentice Hall, 2011. 9788483227725.

Parlamento y Consejo Europeo. 2009. *Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia.* 2009.

Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos. 2005-2013. *Estadísticas Presupuestos Generales del Estado Consolidados.* 2005-2013. <http://www.sepg.pap.minhap.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/Estadisticas/Paginas/Estadisticas.aspx>.

—. **1997.** *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 1997.* Madrid : Secretaría General Técnica. Centro de Publicaciones y Documentación del Ministerio de Economía y Hacienda., 1997. 84-476-0269-9.

Segovia, Carlos. 2011. *elmundo.es.* [En línea] 10 de marzo de 2011. [Citado el: 28 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/03/10/economia/1299742394.html>.

Tapia Hermida, Alberto J. 2010. *Las Agencias de Calificación Crediticia. Agencias de "Rating".* Cizur Menor (Navarra) : Aranzadi, SA., 2010. 978-84-9903-420-1.

Tesoro Público. 2007-2013. *Boletín mensual del mercado de deuda pública.* 2007-2013.

—. **2013.** *Boletín mensual sobre los mercados de deuda del Estado.* 2013.

—. 2011. *Memoria. Mercados financieros y deuda pública*. 2011.

Tortella, Gabriel. 2003. *El desarrollo de la España contemporánea. Historia económica de los siglos XIX y XX*. Madrid : Alianza Editorial, 2003. pág. 349 a 347. 84-206-8184-9.

Van Iorne, James C. y Wachowics, John M. 2003. *Fundamentos de administración financiera*. s.l. : Prentice Hall México, 2003, pág. 574.

Noticias consultadas en la web

20minutos. 2012. 20minutos.es. [En línea] 02 de agosto de 2012. [Citado el: 15 de agosto de 2013.] <http://www.20minutos.es/noticia/1225461/0/crisis/europa/cronologia/>.

ABC.es. 2010. abc.es. [En línea] 28 de mayo de 2010. [Citado el: 28 de julio de 2013.] <http://www.abc.es/20100528/economia-economia/recuperacion-espana-sera-dificil-201005281849.html>.

— **2011.** abc.es. [En línea] 07 de noviembre de 2011. [Citado el: 28 de julio de 2013.] <http://www.abc.es/20111007/economia/abci-fitch-espana-201110071823.html>.

— **2009.** ABC.es. [En línea] 9 de diciembre de 2009. [Citado el: 28 de julio de 2013.] <http://www.abc.es/20091209/economia-economia/califica-perspectiva-negativa-deuda-200912091621.html>.

Datosmacro. datosmacro.com. [En línea] [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.datosmacro.com/prima-riesgo/italia>.

Deia.com. 2013. deia.com. [En línea] 14 de junio de 2013. [Citado el: 30 de julio de 2013.] <http://www.deia.com/2013/06/14/economia/sp-confirma-el-rating-de-espana-con-perspectiva-negativa->

EFE. 2010. Cincodias.com. [En línea] 13 de julio de 2010. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] http://cincodias.com/cincodias/2010/07/13/economia/1279157024_850215.html.

EFE. 2011. 20minutos.es. [En línea] 12 de noviembre de 2011. [Citado el: 15 de agosto de 2013.] <http://www.20minutos.es/noticia/1217957/0/cronologia/crisis-italia/dimite-silvio-berlusconi/>.

El Mundo. 2011. elmundo.es. [En línea] 16 de marzo de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/03/16/economia/1300235572.html>.

— **2011.** elmundo.es. [En línea] 25 de marzo de 2011. [Citado el: 10 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/03/25/economia/1301013156.html>.

— **2010.** elmundo.es. [En línea] 2010 de diciembre de 2010. [Citado el: 10 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/mundodinero/2010/12/23/economia/1293126928.html>.

— **2011.** elmundo.es. [En línea] 02 de abril de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/04/02/economia/1301700513.html>.

—. **2011**. elmundo.es. [En línea] 24 de noviembre de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/11/24/economia/1322133749.html>.

—. **2010**. elmundo.es. [En línea] 24 de septiembre de 2010. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/mundodinero/2010/09/24/economia/1285328535.html>.

—. **2011**. elmundo.es. [En línea] 05 de abril de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/04/05/economia/1302021206.html>.

—. **2011**. elmundo.es. [En línea] 25 de marzo de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/03/25/economia/1301044491.html>.

—. **2011**. elmundo.es. [En línea] 23 de mayo de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/05/23/economia/1306139807.html>.

—. **2011**. elmundo.es. [En línea] 20 de septiembre de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/09/20/economia/1316473934.html>.

—. **2011**. elmundo.es. [En línea] 04 de octubre de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/10/04/economia/1317765438.html>.

—. **2013**. elmundo.es. [En línea] 08 de marzo de 2013. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2013/03/08/economia/1362764693.html>.

—. **2012**. elmundo.es. [En línea] 13 de enero de 2012. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/01/13/economia/1326481707.html>.

—. **2012**. elmundo.es. [En línea] 20 de noviembre de 2012. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/11/20/economia/1353368113.html>.

—. **2013**. elmundo.es. [En línea] 12 de julio de 2013. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2013/07/12/economia/1373650053.html>.

El País. **2011**. elpais.com. [En línea] 05 de julio de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] http://economia.elpais.com/economia/2011/07/05/actualidad/1309851191_850215.html.

—. **2011**. elpais.com. [En línea] 07 de octubre de 2011. [Citado el: 13 de agosto de 2013.]

http://economia.elpais.com/economia/2011/10/07/actualidad/1317972788_850215.html.

—. **2012.** elpais.com. [En línea] 27 de enero de 2012. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] http://economia.elpais.com/economia/2012/01/27/actualidad/1327653211_850215.html.

—. **2013.** elpais.com. [En línea] 09 de julio de 2013. [Citado el: 13 de agosto de 2013.] http://economia.elpais.com/economia/2013/07/09/agencias/1373405065_145581.html.

elEconomista.es/Agencias. 2010. eleconomista.es. [En línea] 28 de abril de 2010. [Citado el: 24 de julio de 2013.] <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/2098434/04/10/SP-rebaja-el-rating-a-Espana-por-la-debilidad-de-su-economia.html>.

ElMundo.es. 2010. elmundo.es. [En línea] 10 de febrero de 2010. [Citado el: 28 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/mundodinero/2010/02/10/economia/1265809889.html>.

—. **2011.** elmundo.es. [En línea] 22 de octubre de 2011. [Citado el: 28 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/11/21/economia/1321909001.html>.

—. **2012.** elmundo.es. [En línea] 13 de enero de 2012. [Citado el: 29 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/01/13/economia/1326493655.html>.

—. **2013.** elmundo.es. [En línea] 08 de febrero de 2013. [Citado el: 30 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2013/02/08/economia/1360345156.html>.

—. **2012.** elmundo.es. [En línea] 07 de septiembre de 2012. [Citado el: 30 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/09/07/economia/1347020683.html>.

Europa Press. 2010. ElPais.com. [En línea] 26 de febrero de 2010. [Citado el: 24 de julio de 2013.] http://economia.elpais.com/economia/2010/02/26/actualidad/1267173186_850215.html.

Eurostat. 2013. Eurostat Home - European Commission . [En línea] 5 de mayo de 2013. [Citado el: 29 de mayo de 2013.] <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitModifiedQuery.do>.

Gallego, Javier. 2012. elmundo.es. [En línea] 27 de enero de 2012. [Citado el: 29 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/01/27/economia/1327688259.html>.

Gallego, Javier y Ramírez, María. 2011. elmundo.es. [En línea] 19 de octubre de 2011. [Citado el: 29 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/10/18/economia/1318973908.html>.

Mazo, Estela S. 2012. expansion.com. [En línea] 11 de octubre de 2012. [Citado el: 30 de julio de 2013.] <http://www.expansion.com/2012/10/10/economia/1349904303.html>.

Meraviglia, Alejandro. CincoDías. [En línea] [Citado el: 12 de marzo de 2013.] http://www.cincodias.com/grafico/economia/evolucion-historica-deuda-espanola/20121214cdscdseco_1/.

Público.es. 2010. publico.es. [En línea] 30 de septiembre de 2010. [Citado el: 28 de julio de 2013.] <http://www.publico.es/dinero/339165/moody-s-rebaja-la-calificacion-de-la-deuda-espanola>.

Ramírez, María. 2012. elmundo.es. [En línea] 13 de junio de 2012. [Citado el: 29 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/06/13/economia/1339621214.html>.

Ramírez, María y Suárez, Eduardo. 2012. elmundo.es. [En línea] 14 de febrero de 2012. [Citado el: 29 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/02/14/economia/1329175773.html>.

Rodríguez Suanzes, Pablo. 2012. elmundo.es. [En línea] 27 de abril de 2012. [Citado el: 29 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/04/26/economia/1335474709.html>.

Romero, Álvaro. 2010. Elpais.com. [En línea] 15 de diciembre de 2010. [Citado el: 20 de julio de 2013.] http://economia.elpais.com/economia/2010/11/30/actualidad/1291105979_850215.html.

RTVE. 2013. rtve.es. [En línea] 14 de agosto de 2013. [Citado el: 15 de agosto de 2013.] <http://www.rtve.es/noticias/20130814/cronologia-crisis-portugal/419261.shtml>.

Segovia, Carlos. 2011. elmundo.es. [En línea] 10 de marzo de 2011. [Citado el: 28 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/03/10/economia/1299742394.html>.

Vega, María. 2012. elmundo.es. [En línea] 07 de junio de 2012. [Citado el: 29 de julio de 2013.] <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/06/07/economia/1339088128.html>.