

# Las agencias de calificación y la deuda pública en la Comunidad Valenciana\*

Antoni Seguí-Alcaraz\*\*

Universitat de València, España

Ignacio Nieto-Rodrigo\*\*\*

Universitat de València, España

<https://doi.org/10.15446/ede.v30n56.78953>

## Resumen

El objetivo de esta investigación es analizar la influencia que han tenido los mayores niveles de endeudamiento público sobre los ratings emitidos por las agencias de calificación para la Comunidad Valenciana. La acumulación de déficits junto con el estallido de la burbuja inmobiliaria terminó por afectar de manera negativa a la contabilidad pública. Asimismo, los recursos transferidos a través del sistema de financiación tampoco ayudaron a revertir la insuficiencia de ingresos para la administración valenciana. Las restricciones presupuestarias fueron reflejadas de inmediato por las agencias de calificación a través de una reducción en sus ratings, generando dificultades para obtener nueva liquidez a través del mercado. Sin embargo, la rápida actuación del Estado posibilitó la apertura de un canal de crédito para que las comunidades cumplieran con sus obligaciones financieras. El resultado de la aplicación del Modelo Económico revelará que la deuda pública ha tenido una incidencia negativa sobre las calificaciones. En cierta medida, la mayor acumulación de endeudamiento generado tras la crisis financiera ha provocado una merma en la calidad crediticia de la Comunidad Valenciana.

**Palabras clave:** agencias de calificación; deuda pública; comunidad autónoma; financiación; Generalitat Valenciana; sobreendeudamiento.

**JEL:** H11; E62; D14; C35.


## Rating Agencies and Public Debt in the Valencian Community


### Abstract

The objective of this paper is to analyze the influence that the highest levels of public indebtedness have had on the ratings issued by the rating agencies for the Valencian Community. The accumulation of deficits together with the bursting of the housing bubble ended up negatively affecting public accounting. Likewise, the resources transferred through the financing system did not help to reverse the shortage of income for the Valencian administration. Budgetary restrictions were immediately reflected by rating agencies through a

---

\* **Artículo recibido:** 30 de abril de 2019/ **Aceptado:** 09 de agosto de 2019/ **Modificado:** 27 de febrero de 2020. El artículo es resultado del trabajo de fin de grado en Economía titulado “La deuda pública y su relación con las agencias de calificación en la Comunidad Valenciana” realizada por Ignacio Nieto Rodrigo y Antonio Seguí Alcaraz como su asesor. Sin financiación.

\*\* Doctor en Economía por la Universitat de València (Valencia, España). Profesor en el Departamento de Economía Aplicada de la Universitat de València. Correo electrónico: [antoni.segui@uv.es](mailto:antoni.segui@uv.es)  <https://orcid.org/0000-0003-0561-4530>

\*\*\* Economista por la Universitat de València (Valencia, España). Correo electrónico [igniero@alumni.uv.es](mailto:igniero@alumni.uv.es)  <https://orcid.org/0000-0003-2476-8885>

### Cómo citar/ How to cite this item:

Seguí-Alcaraz, A. & Nieto-Rodrigo, I. (2020). Las agencias de calificación y la deuda pública en la Comunidad Valenciana. *Ensayos de Economía*, 30(56), 78-104. <https://doi.org/10.15446/ede.v30n56.78953>

reduction in their ratings, generating difficulties in obtaining new liquidity through the market. However, the rapid action of the State allowed the opening of a credit channel for the communities to comply with their financial obligations. The result of the application of the Econometric Model will reveal that the public debt has had a negative impact on the ratings. To a certain extent, the greater accumulation of indebtedness generated after the financial crisis has caused a decline in the credit quality of the Valencian Community.

**Keywords:** rating agencies; public debt; autonomous community; financing; Generalitat Valenciana, over indebtedness.

**JEL:** H11; E62; D14; C35.

## Introducción

Según la última encuesta realizada por Centro de Investigaciones Sociológicas –CIS– las principales preocupaciones que sufren los españoles son el paro, la corrupción y el fraude. A priori, parece que la deuda pública no resulta importante para el conjunto de la ciudadanía. Sin embargo, está comprobado que unos gobiernos altamente endeudados pueden tener dificultades para mantener el funcionamiento de los servicios públicos fundamentales. Esta situación es inusual y es posible que los resultados cambiaran si existiera un indicador concreto que hiciera referencia a la deuda pública, lo que conduce a pensar que sí existe una preocupación por dicho asunto, pero hay que remitirse a otros indicadores como “los problemas de carácter económico” o “los recortes”, los cuales son concebidos como importantes por mayor parte de los encuestados.

El punto de partida de este trabajo se puede situar a partir del inicio del siglo XXI. Durante sus primeros años, la economía de la Comunidad Valenciana estaba viviendo una época dorada gracias a la expansión del sector de la construcción: la tasa de desempleo se situaba en mínimos históricos, el salario medio por trabajador se había incrementado considerablemente y los ingresos del Estado eran cada vez mayores. No obstante, la crisis de las hipotecas *suprime* en Estados Unidos y el estadillo de la burbuja del sector de la construcción en España, cambiaron por completo el devenir de la economía valenciana.

La falta de ingresos públicos, junto con la desconfianza generalizada en los mercados financieros obligó a que las comunidades autónomas adquirieran liquidez a unos costes elevados. Dicha desconfianza fue generada en gran medida por el poder que tienen las agencias de rating a través de sus ratings. Estas agencias se encargan de proporcionar opiniones sobre la solvencia de los emisores de títulos de deuda, pero en ningún momento justifican el devenir de una inversión. Los sucesivos errores a la hora de analizar la solvencia de sus clientes han provocado que la confianza sobre la veracidad de sus informes haya disminuido.

Con el objetivo de evitar un sobreendeudamiento de las comunidades autónomas, el Gobierno Central puso a disposición unos mecanismos extraordinarios que posibilitaron la obtención de la liquidez a un coste menor. La ampliación del plazo de vigencia de estos mecanismos ha generado grandes contracciones en el entorno político. A pesar de ello, la mejora de las condiciones socioeconómicas ha posibilitado que algunas comunidades hayan dejado de depender de estos mecanismos y vuelvan a obtener la financiación a través del mercado.

El objetivo de este artículo es evaluar la influencia de la deuda pública valenciana en las calificaciones de crédito recibidas. Se encuentra dividido en cuatro partes. La primera se centra en el estudio de la evolución de dos variables macroeconómicas básicas: el PIB y la deuda pública. Para ello, se ha recurrido a los datos facilitados por el Banco de España y se han determinado los principales factores que generaron una oscilación en los componentes de estas variables. Además, se incluye un apartado en donde se reflejan los diferentes instrumentos en los que se divide la deuda pública existente en la Comunidad Valenciana.

En la segunda parte se expone tanto el modelo de financiación que comparten las comunidades del régimen común, como su aplicación práctica sobre los presupuestos de la Generalitat para el 2017. Mediante su aplicación, se permitirá aclarar las principales consecuencias del mayor endeudamiento que sufre la Comunidad Valenciana. Asimismo, se incluye un epígrafe donde se destaca la utilización de los bonos verdes como mecanismo novedoso para captar financiación y preservar el medioambiente.

La tercera parte se centra en dar un conocimiento profundo de lo que son las agencias de calificación. De manera que, se ha indagado en sus orígenes y se ha presentado la metodología de las tres principales agencias. Este apartado concluirá con el estudio de la evolución de las calificaciones obtenidas por la Generalitat de las diferentes agencias de rating a lo largo del periodo 2004-2017.

La última parte se enfoca en el estudio del comportamiento de dos variables fundamentales que se han desarrollado a lo largo del trabajo: la deuda pública y las calificaciones obtenidas en la Comunidad Valenciana. Por tanto, se ha procedido a la realización de un modelo econométrico que permita estudiar la incidencia que la deuda pública ha tenido sobre las calificaciones.

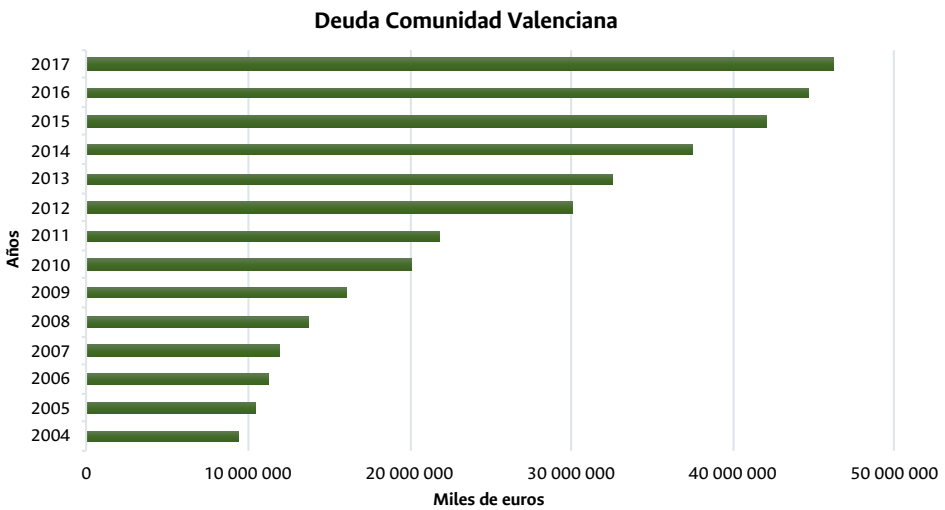
## La deuda pública en la Comunidad Valenciana

Antes de iniciarse la recesión económica, la deuda pública de la Comunidad Valenciana alcanzaba valores que rondaban el 11% respecto del PIB, no difiriendo en exceso de la deuda contraída por otras comunidades autónomas del régimen común. El crecimiento de la actividad económica permitió que el PIB valenciano se incrementara en tasas superiores al 7%. La mayor actividad económica generó un importante incremento de los ingresos públicos los cuales permitieron una reducción de los déficits presupuestarios —el déficit primario se redujo de los -971 millones de euros hasta los -401 millones de euros en 2007. Además, en 2006 se consiguió alcanzar un superávit de 138 millones de euros, hecho insólito—. Aunque a través de la figura anterior, se puede observar que la deuda pública se incrementa pese a los argumentos positivos citados anteriormente. Esta situación es valorada por ciertos expertos como consecuencia de la insuficiencia financiera de recursos que han generado los diversos sistemas de financiación aplicados, lo cual ha generado un grave déficit estructural para la economía valenciana (Comisión de expertos, 2017).

Tras el periodo de expansión económica, el endeudamiento se incrementa de manera notable hasta el 2011 —de 13 696 000 a 21 860 000 euros—. Con la llegada de la crisis, se produce la actuación de

los estabilizadores automáticos los cuales intervienen de manera contracíclica para intentar paliar los efectos negativos de un retroceso en el nivel de actividad económica. Como consecuencia de lo anterior, aumentó el gasto en algunas partidas como el gasto en desempleo o los gastos financieros. Además, la reducción de los beneficios empresariales generó un retroceso en las tasas del crecimiento del PIB –durante el primer año de recesión, el PIB se redujo a una tasa del 5%. La caída posterior fue más leve ya que el PIB disminuyó un 1%–, provocando un incremento en el déficit presupuestario. Además, las perspectivas negativas de crecimiento de la economía unido a los fuertes ajustes fiscales demandados desde el Gobierno Central no ayudaron a relajar esta tensión.

**Figura 1.** Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo –PDE–. Comunidad Valenciana, 2004-2017



Fuente: elaboración propia con datos de Delgado, García & Zubimendi (2018).

Como se puede observar a través de la figura 1, la tendencia del endeudamiento público de la Comunidad Valenciana ha sido creciente durante el periodo analizado. En cuestión de catorce años, la deuda pública se ha incrementado en 36 767 millones de euros.

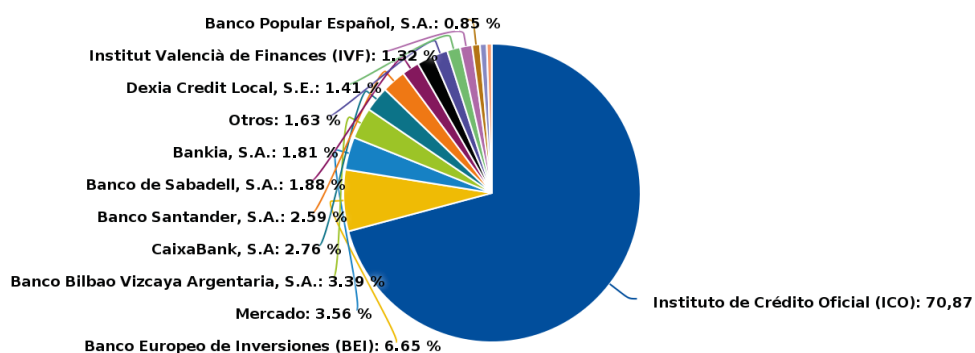
La reforma en el sistema de financiación de las comunidades autónomas en 2009 permitió incrementar los recursos disponibles para las comunidades peor financiadas. Si bien, esta subida fue insuficiente a causa de que la Comunidad Valenciana acumuló su mayor déficit en 2011 con una cifra de -5075 millones de euros. Debido a lo anterior, la falta de liquidez obligó a retrasar el pago a los proveedores y a solicitar en el mercado financiación a costes muy elevados.

El gran salto del endeudamiento público se encuentra a partir del 2012. Ante la negativa de obtener financiación a través del mercado, el Estado puso en funcionamiento unos mecanismos de carácter

extraordinario para que las comunidades pudieran hacer frente al pago de sus compromisos a corto plazo. De entre estos mecanismos, cabe destacar el papel del Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores –FFPP–, las Líneas Instituto de Crédito Oficial –ICO–, Comunidades Autónomas para el pago de proveedores y el Fondo de Liquidez Autonómica –FLA–. En concreto, la Comunidad Valenciana recibió una liquidez por valor de 13 291.1 millones de euros en 2012 y en 2013 recibió 8235.14 millones de euros. La adhesión a estos mecanismos generó, en primera instancia, ahorros cercanos al 9% en el caso de la liquidez proporcionada a través del FFPP y del 6% para la liquidez solicitada para el FLA. Estos ahorros también han disminuido con el paso del tiempo a raíz de las medidas establecidas por la Unión Europea de reducción hasta mínimos históricos del tipo de interés de referencia. Aunque, la deuda pública no ha parado de incrementarse durante todo el periodo. Una de las principales causas ha sido la acumulación de continuos déficits presupuestarios –de media han alcanzado los -2500 millones de euros– tras la crisis financiera. Los esfuerzos por cumplir los objetivos marcados por el Estado han obligado a reducir estas cifras, y en 2017 se cerró el ejercicio con una cifra de -796 millones de euros (Conde-Ruiz et al., 2016).

El hecho de que la Comunidad Valenciana sea la segunda comunidad mayor endeudada se ha asociado tradicionalmente a un mayor despilfarro de gasto público e inversiones con dudosa rentabilidad. Consideraciones aportantes en el último informe de la Comisión de Expertos, nombrada por las Cortes Valencianas muestra que este argumento es completamente falso (De la Fuente, 2017). El gobierno de la Generalitat<sup>1</sup> ha necesitado un mayor endeudamiento como consecuencia de la falta de ingresos –de los 46 millones de euros de deuda pública, se estima que 15 150 millones han tenido como origen unos menores ingresos, a los que se le debe añadir 4589 millones correspondientes al pago de intereses–.

Figura 2. Saldo vivo<sup>2</sup> de las operaciones de pasivo por prestamista de la Comunidad Valenciana, 2017



Fuente: Institut Valencià de Finances –IVF– y elaboración propia.

- 1 Gobierno de la Comunidad Valenciana, siendo una de las 17 comunidades autónomas que forman el estado español.
- 2 El término de saldo vivo se utiliza generalmente para referirse a préstamos y deudas; ya sean préstamos personales, deuda pública, créditos hipotecarios, etcétera. Por lo que, en términos económicos, el saldo vivo o capital vivo se puede definir como la parte que todavía está pendiente de amortizar en un momento determinado de la duración de un préstamo.

La financiación adquirida a través del Banco Europeo de Inversiones –BEI– se ha destinado principalmente a la financiación de infraestructuras, innovación y gestión medioambiental; es decir, a favorecer el incremento de la inversión. Por tipo de prestamista representa la segunda proporción más grande.

El resto de contratos hacen referencia a las operaciones de endeudamiento que se llevaron a cabo a través de las diferentes instituciones financieras residentes y del resto del mundo –en proporción representan más del 15% del total de prestamistas –. La mayoría de estos préstamos fueron adquiridos en el periodo anterior a la recesión económica y financiera, a tipos de interés superiores al 2.5%. En el contexto actual de tipos de interés cercanos a 0%, la Generalitat junto con el IVF, están realizando muchos esfuerzos para reducir el tipo de interés medio de la cartera de inversión. Para ello, el 19 de enero de 2018 se puso a disposición 184 596 104.82 millones de euros con el objetivo de reestructurar tres préstamos cuyo coste era elevado. Finalmente, la subasta fue un éxito puesto que se pudo reestructurar el importe total y con unos ahorros superiores al 1.15% por tipo de operación.

## El sistema de financiación de las comunidades autónomas en España

Anteriormente, se ha dado a conocer los recursos que son transferidos desde el Estado hacia las comunidades autónomas y que conforman el modelo de financiación vigente en España. Sin embargo, los ingresos totales que constituyen el presupuesto son mayores. Por ello, el objetivo de este apartado consiste en desglosar el conjunto de ingresos que la Generalitat Valenciana obtuvo durante el ejercicio de 2017.

**Tabla 1.** Tributos disponibles para las comunidades autónomas

	% cesión	Capacidad normativa
<b>IRPF</b>	50	No
<b>IVA</b>	50	No
<b>Impuestos especiales</b>	58	No
<b>Transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados</b>	100	Sí
<b>Sucesiones y donaciones</b>	100	Sí
<b>Tasas de juego</b>	100	Sí
<b>Sociedades</b>	0	No
<b>Hidrocarburos e impuesto especial sobre la electricidad</b>	100	Sí

Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

El primer grupo está compuesto por los tributos cedidos totalmente por el Estado, quien se encarga de establecerlos y regularlos, cuya recaudación se cede a las comunidades autónomas. Como se ha comprobado a través de la tabla 1, la cesión puede llevar consigo el establecimiento de capacidades normativas en función de lo que determine la Ley de Cesión de Tributos.

**Tabla 2.** Tributos gestionados por la Generalitat Valenciana

Tributo	Entregas a cuenta
<b>Sucesiones y donaciones</b>	259 241.56
<b>Sobre patrimonio de las personas físicas</b>	138 000.00
<b>Sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados</b>	1 049 821.29
<b>Tasa fiscal sobre el juego</b>	137 071.30
<b>Precios públicos</b>	5610.00
<b>Otras tasas afectas a los servicios</b>	348 130.76
<b>Otros ingresos de naturaleza tributaria</b>	31 126.41
<b>Total</b>	1 969 001.32

*Nota:* los datos son previsiones de los tributos que se pretenden recaudar para el ejercicio del 2017, expresado en millones de euros.

*Fuente:* adaptación propia del Portal de Transparencia de la Generalitat Valenciana (2017).

El segundo grupo de ingresos está compuesto por los tributos que son cedidos parcialmente. En este caso, solo se cede un porcentaje determinado de la recaudación a las comunidades autónomas de régimen común. Es decir, una parte de la recaudación se integra dentro del presupuesto de la Administración Central y la otra formará parte del presupuesto de la Generalitat —última columna de la tabla 3—. Además, es aquí donde actúan los diferentes fondos con el objetivo de reducir los posibles desequilibrios de financiación entre comunidades autónomas. Como se puede observar, mediante la aplicación del fondo de Garantía se complementa la financiación de los servicios públicos fundamentales —este saldo es positivo en una cuantía de 934 559 millones de euros—. Aun cuando la actuación del resto de fondos, y en especial del fondo de Suficiencia Global, disminuye los recursos transferidos a través del sistema. En este sentido, los recursos que son transferidos a través del fondo de Garantía quedan completamente anulados por la actuación del fondo de Suficiencia, el cual reduce los ingresos transferidos en 335 393.39 millones de euros. Además, la actuación del fondo de Convergencia se ha considerado nulo en virtud de que rara vez han incrementado los recursos para la Comunidad Valenciana —para este ejercicio económico su efecto es nulo—. La aplicación de los diferentes fondos ha permitido comprobar el grave error que significa mantener el sistema de financiación para los intereses valencianos.

**Tabla 3. Tributos gestionados por el Estado**

<b>Tributo</b>	<b>Total recaudado</b>	<b>Entregas a cuenta</b>
a) Sometidos a entregas a cuenta IRPF	16 509 206.69	8 029 785.93
Entregas a cuenta	6 952 536.56	3 476 268.28
Liquidación aplazada 2009	6 952 536.56	3 476 268.28
IVA	7 034 002.42	3 517 001.21
Entregas a cuenta	7 034 002.42	3 517 001.21
Liquidación aplazada 2009		
Impuesto sobre consumos específicos	2 522 667.71	1 463 147.27
Entregas a cuenta	2 522 667.71	1 463 147.27
Liquidación aplazada 2009		
Fondos de garantía de servicios públicos		934 599.28
Entregas a cuenta		934 599.28
Liquidación aplazada 2009		
Fondo de suficiencia global		-1 269 992.67
Entregas a cuenta		-1 269 992.67
Liquidación aplazada 2009		
Fondo de convergencia		
Entregas a cuenta		
Liquidación aplazada 2009		
Liquidaciones		
Anticipo 2016 aplazamiento 204 mensualidades		
Reintegro aplazamiento 204 mensualidades		-91 237.44
b) No sometidos a entregas a cuenta		190 967.02
Medios de transporte		40 388.31
Tipo Autonómico Hidrocarburos		150 578.74
Total	16 509 206.69	8 222 752.95
Total recursos sistema de financiación		10 189 754.27

**Nota:** los datos son previsiones de los tributos que se pretenden recaudar para el ejercicio del 2017, expresado en millones de euros.

**Fuente:** Portal de Transparencia de la Generalitat Valenciana (2017).



Al margen de los ingresos que se perciben como resultado de la recaudación tributaria o transferencias realizadas, la Generalitat puede cubrir la falta de ingresos a través de las operaciones de endeudamiento. La regulación para este epígrafe se encuentra recogida tanto en el artículo 157 de la Constitución española como en el artículo 14 de la LOFCA. Para las operaciones de corto plazo, será posible adquirir esta financiación, pero deberá de ser utilizada para cubrir las necesidades transitorias de la tesorería de la comunidad autónoma. Para las operaciones de largo plazo, las cantidades adquiridas se deberán destinar a realizar proyectos de inversión. Como condición, se establece que el importe de las amortizaciones anuales no exceda el 25% de los ingresos corrientes de esa comunidad.

**Tabla 4.** Operaciones de endeudamiento

Fuentes de financiación alternativas	Entregas a cuenta
Emisión deuda pública en moneda nacional	4 134 418.98
Préstamos recibidos en moneda nacional	4416.9
Total	4 138 835.88

Fuente: elaborado con datos de la Conselleria D'hisenda I Model Econòmic (2017).

Nota: los datos son previsiones de las operaciones de endeudamiento que se pretenden realizar para el ejercicio del 2017, expresado en millones de euros.

En suma, la liquidez puesta a disposición a través de estos mecanismos durante el periodo de 2012-2017 asciende a un valor cercano a los 231 307.3 millones de euros. De esa cantidad, la Comunidad Valenciana ha sido la segunda mayor perceptora con 53 775.8 millones de euros, únicamente superada por Cataluña cuya cifra asciende a 70 878.6 millones de euros.

Como consecuencia de la lenta mejoría de la economía española son muchas las voces que animan a las comunidades autónomas a abandonar los mecanismos de apoyo facilitados por el Estado y conseguir de esta manera financiación en el mercado. En este sentido, la Comisión de Expertos del Sistema de Financiación Autonómico ya ha indicado la necesidad de vuelta al mercado y la transformación o eliminación de estos mecanismos como último recurso a solicitar por las comunidades autónomas.

## Las agencias de calificación de riesgo

Las primeras agencias de calificación comienzan a fundarse en EE. UU. a principios del siglo XX. Durante el 1907, Otto y Augustus Heinze –accionistas mayoritarios de United Copper Company– intentaron obtener el control total de la empresa. Para ello, idearon un plan que consistía en comprar grandes cantidades de acciones de United Copper Company y recuperar aquellas acciones que se habían prestado a otros inversores a través de la venta en corto. En un primer momento, el plan siguió las directrices marcadas puesto que el valor de las acciones comenzó a

subir y las devoluciones produjeron que cada vez se incrementara el control sobre la empresa; pero, la cantidad estimada de las acciones que poseían los vendedores a corto fue errónea. Ante el incremento del precio de las acciones, los vendedores a corto encontraron nuevas acciones de otras fuentes que no eran los Heinze. El intento fallido por acaparar el mercado terminó por reducir el valor de las acciones. El pánico se extendió por todo el sistema financiero visto que, para realizar el plan, los Heinze, tomaron prestado capital de diferentes bancos comerciales referentes en EE. UU. Ante la bajada del precio de las acciones, los Heinze no pudieron hacer frente a la devolución de ese capital, generando un problema de liquidez de los bancos (“Situación de mercados”, 2017).

Actualmente existen cerca de setenta agencias que ofrecen sus servicios en el mercado de las calificaciones. A pesar de ello, tres compañías —Standard & Poors, Moody’s y Fitch— concentran el 90% de las emisiones de los ratings (García-Padilla, 2015, pp. 391-392). Pese a que cada una de estas agencias utiliza una metodología diferente, todas ellas evalúan de una forma u otra la situación económica, social, política e internacional de las compañías o gobiernos.

A su vez, este pánico se extendió también a otros sectores de la economía. En última instancia, las empresas de ferrocarriles vieron damnificadas su actividad ya que sus construcciones se estaban financiando a través de las emisiones de bonos, y los principales inversores eran bancos comerciales. La falta de un prestamista de última instancia provocó que los problemas de liquidez se extendieran a todo el conjunto de la economía estadounidense. Ante este periodo de desconfianza, los nuevos inversores demandaron una mayor regulación del sistema financiero y la entrega de una serie de documentos para comprobar realmente los riesgos de sus inversiones. Consecuentemente, empezaron a surgir una serie de empresas privadas que emitían estas valoraciones del riesgo: Moody’s —1909—, Fitch —1913— y Standard —1907— (Palacios-García, 2012).

Inicialmente, estas entidades se dedicaron a realizar análisis sobre la situación financiera de las compañías de ferrocarriles, las cuales eran una fuente de inversión novedosa para los estadounidenses. Sin embargo, la quiebra de la empresa de ferrocarriles Penn Central generó una reducción en la liquidez suministrada por los bancos y alteró el mecanismo de las calificaciones. Ante el temor de la quiebra de las empresas ferroviarias, muchas empresas decidieron recurrir a las agencias de calificación para tratar de convencer a los bancos sobre la solvencia de sus compañías. Así pues, estos informes ya no se dirigieron hacia los inversores sino hacia las propias empresas ferroviarias (Palacios-García, 2012).

En la actualidad, las agencias de calificación tienen la función de proporcionar información especializada sobre la situación de los emisores de deuda. Esta información se considera transparente e independientemente de cualquier interés lucrativo existente en el mercado de capitales. No obstante, las agencias de calificación han sufrido una crisis de credibilidad que ha puesto en duda su capacidad de análisis y reacción. Uno de los argumentos más usados por estas entidades es que emiten unas opiniones a largo plazo utilizando los datos remitidos por las empresas

que demandan el rating. Esto justificaría una posible incapacidad para anticipar shocks puntuales. Pero, se ha observado cómo las agencias han modificado sus calificaciones en función de los acontecimientos (Vilariño, 2018).

En el periodo anterior a la crisis financiera de 2008, la mayoría de las inversiones se dirigían hacia los bonos del Tesoro que ofrecía la Reserva Federal, dado que eran los instrumentos financieros más seguros en aquellos momentos. Aunque, la disminución del tipo de interés –hasta el 1%– provocó que los inversores dejaran de comprar estos bonos y dirigieran sus inversiones hacia otro tipo de activos que ofrecían mayores rentabilidades. Desde otra perspectiva, la reducción en el tipo de interés significaba que los bancos podían pedir prestado capital a un coste menor, generando una abundancia de crédito financiero en la economía estadounidense. Este contexto fue aprovechado por muchas familias a través de la contratación de hipotecas.

La crítica a las agencias de calificación con su implicación en la crisis de las hipotecas *suprime* suele atribuirse a la sobrevaloración de estos productos. Es cierto que la valoración de estos productos resultó ser compleja, pero existía mucho interés por parte de todos los agentes de continuar con la buena tendencia económica, provocando que los incentivos a valorar correctamente estos paquetes fueran nulos. Además del papel que tuvieron con las hipotecas *suprime*, se les critica la tardanza en diagnosticar los problemas económicos y el tiempo de ajuste en sus calificaciones. Esto lo pudimos observar a través de la calificación de los títulos de deuda que emitieron Enron, Lehman Brothers y Madoff. Estos títulos recibieron calificaciones muy altas hasta el mismo día en que entraron en bancarrota. Una vez se produjo la quiebra de estas entidades, las agencias comenzaron a reducir drásticamente sus opiniones (Losada-López, 2009).

Los errores en la calificación de los productos también se extendieron a la valoración de la deuda soberana de los países. Durante el periodo de expansión financiera, se había producido una sobrevaloración de la calificación de la deuda de los gobiernos occidentales, y más en concreto de Grecia.

Este quizás es el caso en el que las agencias tuvieron menos que ver, en razón de que existía una manipulación previa por parte del gobierno heleno de sus cuentas económicas. Aun cuando las agencias cuentan con grandes expertos, ninguno fue capaz de analizar un posible escenario de crisis o de descubrir la falsedad de esos datos. Una vez estalla la crisis en EE. UU. y se produce el efecto contagio sobre el resto de economías, el presidente de Grecia anunció que la deuda pública era mucho mayor de la que el gobierno anterior había admitido. Fue en ese momento cuando se hallaron indicadores de riesgo que reflejaban los grandes problemas que poseía la economía griega para cumplir sus obligaciones de pago.

Posteriormente, se encuentra que en el mercado que las agencias de calificación comenzaron a rebajar sus calificaciones. Concretamente, Fitch Rating fue la primera en modificarlas desde “A-” hasta “BBB+”, provocando un desplome de la bolsa y disparándose la prima de riesgo hasta niveles elevados. Moody’s comenzó a valorar la deuda pública griega en 2007 con una valoración situada en niveles A1. Cinco años más tarde, en 2012, sus calificaciones habían descendido

hasta niveles Caa3 –tercera peor nota en rango de calificaciones–. Por su parte, Standard & Poor’s rebajó sus calificaciones desde “B-” hasta “CCC+” en cuestión de menos de dos meses. Hoy en día, las agencias de rating no parecen fiarse mucho de la economía griega y han mantenido sus opiniones en los niveles más especulativos hasta el 2017.

Después de diez años desde que se desatara la crisis, Grecia ha mejorado únicamente un escalón la valoración de su deuda –este ascenso se ha producido desde niveles en los que contienen una C con perspectivas negativas, a perspectivas estables para acabar en niveles que contienen doble C–.

## Los conflictos de intereses con las agencias de calificación de riesgo

Una situación de conflicto de intereses puede generarse cuando una de las partes que participa en el mercado –en este caso las agencias de rating– tiene ciertos incentivos o prevé la posibilidad de obtener mayores beneficios a costa de los intereses de otros agentes –inversores y empresas que solicitan las calificaciones–. Por ello, no es negativo que las agencias tengan incentivos para emitir calificaciones acertadas puesto que los inversores acuden a estas agencias para obtener información fiable y así realizar de forma acertada sus inversiones. Aun así, los problemas de análisis y reacción comentados anteriormente han abierto un debate acerca de los incentivos que han desarrollado las agencias de calificación durante los últimos años.

El principal factor que ha determinado un cambio en los intereses de las agencias ha sido la concentración del mercado de las emisiones entre tres compañías –Moody’s, Standard & Poor’s y Fitch Rating–. Esta situación genera que los emisores puedan elegir con libertad la compañía que desea que les califique. Para ello, las agencias de rating emiten unos informes voluntarios y provisionales con el objetivo de que adquieran sus servicios. En esta situación, el emisor de deuda posee un conjunto de informes y seleccionará aquel en el que obtenga una mejor calificación, pudiendo cambiar de agencia si no se está de acuerdo con una nota. Así pues, se considera que las agencias sobrevaloraron ciertos productos o emisores con el objetivo de obtener mayores beneficios (Velasco, 2008).

Otro conflicto que puede marcar la evolución de las calificaciones está relacionado con la propiedad de estas empresas. Las agencias funcionan como empresas privadas, y sus principales accionistas se encuentran estrechamente relacionados con la industria financiera y concretamente con la gestión de activos: cerca del 60% del capital de Fitch se encuentra en manos de la empresa de servicios financieros Fimalac y The Hearst Corporation; entre los principales accionistas de Moody’s podemos encontrar a Berkshire Hathaway y The Capital Group; y finalmente, el principal propietario de Standard & Poor’s es el grupo editorial McGraw Hill. Esta editorial comparte ciertos accionistas con Moody’s tales como The Capital Group, State Street, Vanguard Group, BlackRock y T Rowe Price. De esta manera, mediante el juego de las calificaciones, pueden llegar a influir tanto en los fondos que gestionan estas empresas financieras como a futuros clientes (Banco Mundial, 2017).

Pese a las graves deficiencias que han mostrado a lo largo de su historia, sus calificaciones siguen siendo fundamentales para permitir una salida efectiva al mercado y condicionar la opinión de posibles inversores. Por esa misma razón, resulta indispensable incrementar la competencia dentro del sector de las calificaciones. Y es que, países como España únicamente aceptan calificaciones de las agencias referentes. Muchos expertos señalan que ya no se trata de incrementar la cantidad de oferentes para que el mercado funcione como uno de competencia perfecta —situación en la que se maximizaría el bienestar de todos los participantes— sino de introducir empresas que sean capaces de innovar en la metodología con las que se llevan a cabo sus calificaciones. Una solución posible podría ser la designación aleatoria de las agencias a la hora de evaluar a los diferentes emisores que están buscando contratar un rating, evitando así elegir aquellas agencias con mayor prestigio y que evalúan mejor al emisor. Desde esta perspectiva, se estaría incrementando el papel del resto de compañías (Cadena SER Madrid Sur 94.4, 2012).

Finalmente, convendría incrementar la transparencia en cuanto a los criterios que se utilizan para realizar las opiniones sobre la solvencia de los emisores de deuda. En el siguiente apartado se podrán observar los grandes rasgos generales de las metodologías que siguen cada una de las agencias para evaluar a un emisor —los cuales son de conocimiento público—. Sin embargo, la metodología concreta que permite obtener su calificación exacta no es de conocimiento público. Por consiguiente, el mercado de las calificaciones demanda que las agencias publiquen la metodología exacta que han empleado a la hora de emitir sus informes (Álvarez-Rubial, 2012).

Todas las calificaciones se pueden dividir en dos secciones. Por un lado, aquellas que se sitúen por encima de la línea divisoria serán consideradas como inversiones fiables. Normalmente, estas inversiones se caracterizan por ofrecer rentabilidades menores pues la capacidad de poder devolver el principal y efectuar los pagos de los intereses acordados es muy grande, siendo poco vulnerable ante situaciones adversas. Por el contrario, aquellas calificaciones situadas por debajo de la línea divisoria serán consideradas como inversiones que presentan un grado especulativo. Generalmente, las rentabilidades que ofrecerán estas inversiones son superiores dado que existe una mayor probabilidad de impago. En este caso, cualquier factor que afecte negativamente al emisor podrá poner en riesgo la viabilidad de la operación.

La máxima calificación que puede obtener un emisor de deuda a largo plazo es AAA o Aaa, dependiendo de la agencia en cuestión. En el caso de obtener esta valoración, se está mostrando al emisor como un sujeto con una capacidad fuerte para realizar el pago de los intereses y de la devolución del principal. Además, las condiciones macroeconómicas no tendrían por qué afectar a la capacidad de cancelar la operación en los términos y condiciones pactados. Por el contrario, la peor valoración obtenida es la C o la D. En este caso, se espera que el emisor cuente con dificultades para devolver ni si quiera el 50% del capital pendiente de pago, independientemente de las condiciones macroeconómicas que se den. Entre los extremos señalados anteriormente, existen un conjunto de categorías que varían en función del perfil crediticio del emisor analizado, y que van desde Aa o AA, A, Baa o BBB y sus combinaciones hasta Caa o CCC. Asimismo, se incluyen números en el caso de Moody's o simbología matemática en el caso de

**Tabla 5. Calificaciones a las agencias de rating**

Grado de inversión (estables)	Moody's		Standard & Poor's		Fitch
	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo
	Aaa		AAA		AAA
	Aa1		AA+		AA+
	Aa2		AA		AA
	Aa3		AA-		AA-
	A1	A1	A+	F1	A+
	A2		A		A
	A3		A-		A-
	Baa1	A2	BBB+	F2	BBB+
P-3	Baa2		BBB		BBB
	Baa3	A3	BBB-	F3	BBB-
<b>Alto rendimiento (especulativas)</b>					
	Ba1		BB+		BB+
	Ba2		BB		BB
	Ba3		BB-		BB-
NOT PRIME	B1	B	B+	B	B+
	B2		B		B
	B3		B-		B-
	Caa1		CCC+		CCC+
	Caa2		CCC		CCC
	Caa3		CCC-		CCC-
			CC		CC+
			C	C	CC
			C1		CC-
					C
					DDD
					DD
	D		D		D

Fuente: elaborado con datos de S&P Global Rating (2019); Moody's (s.f.); FitchRatings (s.f.).

Fitch o Standard & Poor's con el objetivo de distinguir a los inversores que se encuentran dentro de una misma categoría (Pariente, 2017).

Para las calificaciones a corto plazo la simbología es más sencilla pese a que su interpretación no varía. Aquellas calificaciones a corto plazo que obtengan la máxima nota –P1, A1+ o F1+– mostrarán una gran disposición para completar la operación. Mientras que aquellas entidades que obtengan las peores calificaciones –P3, B o C– indicarán una mayor incertidumbre para el cumplimiento de sus obligaciones.

Tras casi seis años de vigencia, son muchas las voces que critican la perduración en el tiempo de estos mecanismos. Cabe recordar, que estos fueron diseñados para un periodo de tiempo concreto, pudiendo adherirse de manera voluntaria. No obstante, los mercados todavía siguen mostrando cierta desconfianza de la mayoría de las comunidades y esto les impide obtener financiación a un coste razonable.

La mejora de las condiciones económicas y las perspectivas positivas de crecimiento alientan a las comunidades autónomas a volver a demandar liquidez en el mercado. Si bien, una condición indispensable para adquirirla es contar con dos de los tres ratings de las agencias líderes en el mercado. El principal problema reside en que varias comunidades autónomas no se han interesado por la contratación de estos servicios ya que muchas lo ven como un gasto incensario. Esto les obliga, por tanto, a depender de los mecanismos estatales para la financiación de sus gastos.

El contexto actual de tipos de interés bajos y cierta flexibilidad presupuestaria está provocando que algunas comunidades valoren la posibilidad de volver a obtener financiación a través de la emisión de deuda pública. Durante el año pasado, Castilla y León, Asturias y La Rioja realizaron alguna emisión de valores con este objetivo. Cabe destacar la situación de Castilla y León cuyas emisiones han seguido una tendencia al alza, reflejando la buena situación de los mercados financieros. Para el año 2018, se prevé que Madrid acuda de nuevo al mercado para obtener financiación a través de la emisión de un bono a diez años por valor de 1000 millones de euros, tras la fuerte demanda obtenida en las anteriores operaciones —tres emisiones de bonos sostenibles, la emisión privada en agosto de 2016 y la emisión de deuda pública en abril— (“La Comunidad”, 2013).

Adicionalmente, Aragón y Andalucía están valorando la posibilidad de volver a acudir a los mercados en busca de nueva financiación. En este sentido, Andalucía ya ha estado realizando emisiones a corto plazo durante los últimos años y se espera que dé el paso a las emisiones de largo plazo antes de finalizar este año (Delgado & Pérez, 2018).

## **Calificaciones de riesgo en la Comunidad Valenciana**

El Arco del Mediterráneo arrastra una deuda cada vez más difícil de pagar. El elevado pasivo, la calificación de bono basura y las incertidumbres en política fiscal son un peligroso combinado que puede tornarse insostenible.

Los ratings efectuados sobre los gobiernos soberanos se caracterizan por no ser estáticos, sino que van variando en función de las condiciones económicas y financieras de la entente analizada. Por ello, durante el siguiente apartado se muestra la evolución de las calificaciones que ha obtenido la Comunidad Valenciana desde que se empezaran a contratar los ratings en 2004.

La Comunidad Valenciana ha mostrado siempre una actividad alta a la hora de solicitar recursos en el mercado de capitales. Antes de la crisis económica, se realizaban emisiones por un valor cercano

a 3500 millones de euros —con una media de 210 emisiones por año—. La reducción de los ingresos públicos como consecuencia de la crisis obligó a incrementar el volumen medio de las emisiones. Estas emisiones rondaron un valor medio de 8000 millones de euros, repartidas entre una media de 180 emisiones por año —durante 2012, se realizó una emisión récord cuyo valor ascendió hasta los 500 millones de euros—. A pesar de ello, la aplicación de los mecanismos extraordinarios de financiación ha eliminado por completo la actividad emisora de la Comunidad Valenciana. De este modo, la última emisión a largo y corto plazo se realizó en 2012 y 2014, respectivamente (Pérez-García et al., 2017).

Durante el periodo de actividad en los mercados financieros, la Comunidad Valenciana tenía contratado los servicios de las tres principales agencias de calificación. Aunque, cuando comienzan a ser visibles los efectos de la recesión y surgen los primeros bloqueos para acceder a la financiación a través de la emisión de deuda, se opta por prescindir de los servicios de la agencia de calificación Moody's. Hoy en día, la Comunidad Valenciana tiene contratados los servicios de Fitch y Standard & Poor's (Losada-López, 2009).

**Tabla 6.** Evolución de las calificaciones contratadas y voluntarias que las agencias de rating han realizado sobre la Comunidad Valenciana, 2004-2017

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Moody's</b>	Aa3	Aa3	Aa2	Aa2	Aa2	Aa3	Aa3	Baa3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba2	Ba2	Ba2
<b>S&amp;P</b>	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	BBB	BB-	BB-	BB-	BB-	BB	BB
<b>Fitch</b>	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-

Fuente: elaboración propia con datos de "Rating: calificación de la deuda de Comunidad Valenciana" (s.f.).

Como se puede observar a través de la figura 3, en los años anteriores a 2010, las calificaciones que recibía el gobierno de la Generalitat Valenciana eran bastante altas. En términos genéricos, estas se situaban en torno al segundo escalón —las emisiones realizadas tenían una gran capacidad de pago, siendo unos valores seguros para los inversores—. Incluso Moody's elevó su opinión, fruto de la tendencia positiva que mostraba la economía valenciana y de una deuda que no se situaba en valores extremadamente altos.

Las agencias comenzaron a ajustar lentamente sus opiniones acerca de la solvencia de la Generalitat una vez que la economía valenciana se debilita y surgen los primeros problemas para hacer frente a las facturas de los proveedores: Moody's rebajó su calificación un escalón, mientras que el resto de compañías no realizaron un ajuste. En este sentido, Standard & Poor's y Fitch únicamente modificaron las perspectivas de sus calificaciones, pasando de ser estables a negativas. Estas compañías pensaban que el crecimiento económico estaba fundamentado en unos sectores económicos sólidos —construcción y servicios—. Asimismo, opinaban que el stock de deuda pública se estabilizaría en un periodo de dos o tres años si se aplicaban medias para controlar el déficit público. Una medida que fue considerada como positiva y que evitó una rebaja efectiva en los ratings fue la reforma del sistema de financiación autonómico, ya que fue interpretada como un incremento en la autonomía fiscal para el conjunto de comunidades autónomas (S&P Global Ratings, 2019).



A partir del 2010, las agencias tuvieron consciencia de la gravedad de la crisis, ajustando duramente los ratings de la Comunidad Valenciana. La valoración de los bonos pasó de ser segura a situarse en niveles especulativos —Moody’s realizó una rebaja de nueve escalones y el resto de compañías ajustaron sus calificaciones en cinco escalones—. Todas ellas comprobaron que la recesión económica estaba provocando una reducción significativa en la recaudación tributaria, cuyo origen era la disminución del consumo privado. Asimismo, el incremento del gasto público por efecto de la actuación de los estabilizadores automáticos, generó que la deuda se elevara hasta niveles nunca vistos anteriormente.

Como se puede observar, las calificaciones siguieron descendiendo hasta estabilizarse en 2013. Fitch fue la compañía más benevolente puesto que redujo sus ratings en torno al escalón “BBB”, alejando la opinión de ser inversiones que contienen un potencial especulativo. Por el contrario, Moody’s y Standard & Poor’s estabilizaron sus calificaciones en niveles especulativos, es decir, confiaban que la Comunidad Valenciana podía hacer frente a sus obligaciones actuales, pero si no cambiaban esta tendencia, tendría problemas en el futuro (S&P Global Ratings, 2019).

Conforme han transcurrido los años, la recuperación económica no se ha plasmado en un incremento de las calificaciones para la Comunidad Valenciana. Las únicas modificaciones se han producido en las perspectivas de los ratings —las perspectivas negativas han dado paso a las estables— debido principalmente a la mejor gestión financiera del nuevo gobierno de la Generalitat y al fuerte apoyo que está ofreciendo la Administración Central a través de los mecanismos extraordinarios de financiación.

Comparativamente, la Generalitat Valenciana posee la misma calificación que Azerbaiyán, Brasil, Costa Rica, Georgia, Turquía o Croacia. Estos informes incluyen unas perspectivas sobre la evolución económica y financiera del emisor, teniendo en cuenta una serie de factores que les pueden constituir oportunidades o amenazas. Al tratarse de una predicción, es posible que existan ciertos acontecimientos que modifiquen los cálculos efectuados. A raíz de ello, se van a determinar algunos factores que podrían incidir en la modificación de las perspectivas diseñadas por las agencias de calificación (Fondo Monetario Internacional (FMI), 2013).

A lo largo del presente trabajo, se ha analizado el incremento progresivo de la deuda pública valenciana durante los últimos años —actualmente supera los 45 millones de euros, situándose cerca del 41% respecto del PIB—. El hecho de tener deuda pública no es malo, siempre y cuando se mantenga en un nivel razonable. El problema surge cuando se acumulan déficits crónicos y deudas elevadas. En la Comunidad Valenciana, la deuda pública constituye un problema que dificulta el crecimiento económico. Consecuentemente, una medida valorada positivamente por las agencias de calificación es reducir y controlar el gasto, mejorando de manera progresiva el ahorro bruto. Esto generaría una recuperación del equilibrio presupuestario y reduciría el nivel de deuda existente y esperada. En este sentido, las medidas sobre prudencia financiera a las que obliga la Ley de Estabilidad Presupuestaria han sido valoradas como positivas por el conjunto de agencias (Cencini, 2017).

Otro factor importante es incrementar la cuantía de los ingresos públicos. Esto no conlleva necesariamente un aumento de la presión fiscal sobre los ciudadanos sino una profunda reforma en el funcionamiento del sistema de financiación autonómico vigente. De acuerdo con lo anterior, las calificaciones mejorarían a través del establecimiento de un sistema más transparente, más igualitario y en donde se calculan correctamente las necesidades de gasto para el conjunto de las comunidades autónomas. Referido a este punto, es conveniente destacar que se están iniciando negociaciones para que el Gobierno Central asuma parte de la deuda valenciana como consecuencia de los déficits de financiación acumulados hasta la fecha (Eurostat, 2017).

Todas estas agencias señalan que es muy positivo contar con una estructura económica diversificada, evitando una dependencia excesiva respecto de ciertos sectores. Las agencias contratadas consideran que la economía valenciana sí posee una estructura diversificada. Sin embargo, se insiste en su capacidad para incrementar la productividad total de los factores y el incremento de la capacidad exportadora como mecanismo para consolidarse como economía una referente (BBVA Research, 2018).

Finalmente, la Comunidad Valenciana ha vivido un periodo de grandes escándalos políticos ligados a la corrupción. Desde ese momento, se han obtenido las peores notas en índices como la transparencia y divulgación, afectando de manera negativa a los ratings finales. No obstante, los casos pasados junto con la salida de otros nuevos siguen mermando las calificaciones. Con el objetivo de mostrar que el nuevo gobierno está libre de corrupción, se ha creado el portal de transparencia GVA Oberta, donde se publica regularmente toda la información que se genera en la administración pública, intentando acercar la administración a la ciudadanía y facilitando una colaboración más estrecha.

El principal aspecto que podría provocar que las calificaciones disminuyeran es que el gobierno de la Generalitat ignorara las directrices marcadas por la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Este incumplimiento generaría la existencia de mayores déficits, provocando así un incremento en el stock de deuda. Esto afectaría a los modelos desarrollados por las agencias sobre la deuda consolidada, poniendo en duda las perspectivas de que se establezca en niveles razonables (Madrado-García de Lomana, 2009).

Otro factor que incidiría de manera negativa es la desaceleración en el crecimiento de la economía valenciana. De igual manera que ocurrió en la crisis, una disminución en el nivel de actividad podría reducir la recaudación tributaria que, junto a los gastos crecientes, generarían importantes déficits que se sumaría a los niveles ya existentes. Hoy por hoy, la economía valenciana crece a un ritmo superior que la media del resto de comunidades (CaixaBank, 2016).

La situación de inestabilidad política que se vive en Cataluña o el bloqueo político que existe para sacar un consenso acerca de los presupuestos para el 2018 pueden afectar negativamente a las calificaciones a través de los indicadores como la fortaleza gubernamental. Aun así, estas agencias dejaron claro que la moción de censura y la entrada del nuevo Gobierno de Pedro

Sánchez no van a tener un impacto significativo en el rating de España a corto plazo. En este mismo sentido, la seguridad nacional representa un indicador muy importante teniendo en cuenta que las amenazas yihadistas o los riesgos de estabilidad política pueden alterar el flujo de inversiones o estresar la balanza de pagos (Naumoski, 2012).

Finalmente, un factor que puede afectar de manera negativa a los ratings es el incremento de la prima de riesgo —la diferencia entre la rentabilidad del bono español a 10 años y el bono alemán a 10 años, el cual es considerado el más seguro—. Por ello, cuanto mayor es la prima de riesgo en España, mayor rentabilidad se tendrá que ofrecer para que los inversores adquieran su deuda. Esta relación genera tanto problemas para acceder a nueva financiación como menores ratings debido a la dificultad que pueden observar las agencias de calificación para devolver el capital prestado más los intereses.

Hay que considerar que en estos momentos el Estado es el principal acreedor y soporta más de la mitad de la deuda, el 55%, del pasivo regional. De ahí que, si los instrumentos de financiación fallarán, en caso, por ejemplo, de retirada del Fondo de Liquidez Autonómico, parece poco posible que estas regiones pudieran financiarse en el mercado.

## **Análisis empírico de la relación entre las calificaciones y la deuda pública en la Comunidad Valenciana**

Para llevar a cabo el análisis se han utilizado los datos correspondientes a la deuda pública de la Comunidad Valenciana según el PDE y las calificaciones obtenidas por la Generalitat de la agencia Moody's. Los datos referentes a la deuda pública son a 31 de diciembre de cada año y están expresados en unidades monetarias. Por el contrario, se han seleccionado los últimos informes de cada año publicados por la empresa de rating Moody's. Posteriormente, se ha realizado una equivalencia entre las notas expresadas mediante letras y las notas expresadas en notación numérica que van desde el 0 —peor nota: equivale a obtener una C— y el 10 —mejor nota: equivale a obtener una Aaa— (“Indicadores económicos”, s.f.).

El objetivo del estudio es analizar la repercusión que el incremento de la deuda pública tuvo sobre las calificaciones otorgadas. Mediante el modelo econométrico que se propone se pretende demostrar que el nivel de deuda pública de la Comunidad Valenciana ha influido sobre las calificaciones obtenidas.

Para realizar el análisis econométrico, se ha construido un modelo utilizando como variable dependiente las calificaciones de la agencia de rating Moody's, y como variable independiente la deuda pública de la Comunidad Valenciana. Así pues, el modelo de regresión lineal simple se puede definir en forma general (Velasco, 2008):

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * DP + \varepsilon \quad [1]$$

en donde:

Y: calificaciones.

DP: deuda pública.

$\beta_i$ : coeficientes de la regresión –donde  $i = 0, 1$ –.

$\varepsilon$ : perturbación aleatoria –recoge todas aquellas variables que no han sido contempladas en el modelo, pero sí que afectan a la variable dependiente–.

### Resultado del análisis entre las calificaciones y la deuda pública

A continuación, se han analizado los resultados obtenidos de las estimaciones por Mínimos Cuadrados Ordinarios mediante Excel. La tabla siguiente ayudará a reflejar los resultados de forma más clara:

**Tabla 7.** Modelo econométrico

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0.899826049
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.79860287
R <sup>2</sup> ajustado	0.781819776
Error típico	1.005195232
Observaciones	14

Análisis de varianza					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	48.07947054	48.07947054	47.58376879	1.65548E05
Residuos	12	12.12500946	1.010417455		
Total	12	60.20448			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad
<b>Intercepción</b>	10.24220821	0.574915207	17.81516315	5.3593E-10
<b>Deuda</b>	-1.41162E-07	2.04639E-08	-6.898098926	1.65548E-05

Fuente: elaboración propia.

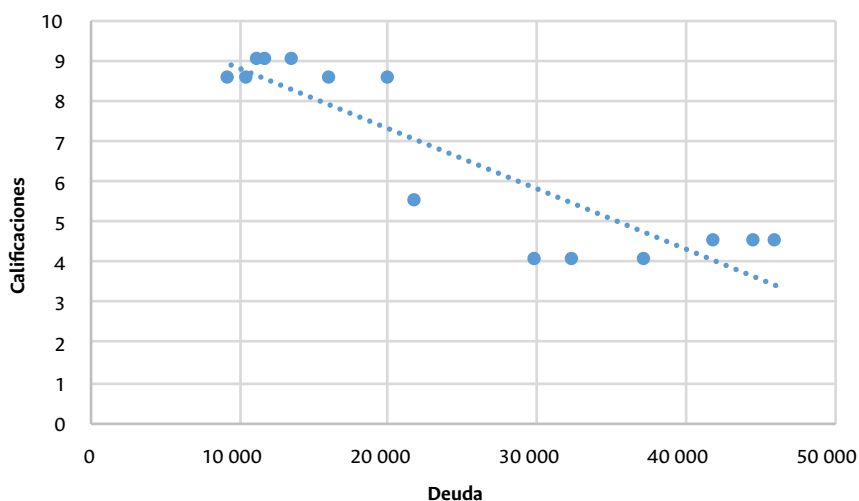
El modelo estimado a través de la regresión es:

$$\hat{Y} = 10.2422 - 0.000000141162 * DP \quad [2]$$

El parámetro estimado  $\beta_0$  –intercepción–, no tiene por sí solo una interpretación económica, simplemente representa la ordenada en el origen;  $\beta_0$  es el valor estimado que tomaría la calificación de un gobierno en el caso de que su nivel de deuda pública fuera igual a cero, lo cual no tendría sentido desde el punto de vista económico. El parámetro estimado  $\beta_1$  nos indica que, si el nivel de deuda pública se incrementa en una unidad, se estima que en promedio las calificaciones se reduzcan en 0.000000141162 unidades. Si multiplicamos por un millón, el incremento de la deuda en un millón de euros provocaría que la calificación se reduzca en 0.14 puntos.

Por un lado, mediante la representación gráfica de dispersión se puede comprobar si existe una relación lineal entre las variables anteriormente mencionadas:

Figura 4. Diagrama de dispersión



Fuente: elaboración propia.

Mediante la figura anterior se puede comprobar que el modelo describe de forma satisfactoria la relación entre deuda y calificaciones puesto que todos los puntos se localizan alrededor de la recta de regresión. Además, es posible comprobar que existe una relación lineal negativa entre las variables; es decir, a medida que aumenta la cantidad de deuda pública las calificaciones obtenidas se reducen.

Por otro lado, la medida analítica adecuada para comprobar el grado de relación entre las dos variables es el coeficiente de determinación. De la regresión anterior, se ha obtenido un coeficiente de determinación ( $R^2$ ) = 0.7986. Al ser un valor que es próximo a la unidad, se puede concluir que mediante este modelo se puede explicar un elevado número de las variaciones muestrales de las calificaciones: el 79.86% de las variaciones que se producen en las calificaciones son explicadas a través del modelo presentado anteriormente y el 20.14% de lo que varía las calificaciones está explicado por otros factores distintos de la deuda pública.

A continuación, se va a proceder a estudiar si la variable X resulta significativa dentro del modelo econométrico; es decir, si realmente dicha variable explica, al menos parte del comportamiento de las calificaciones a nivel poblacional con un determinado nivel de error; por lo cual, se establecen las siguientes hipótesis:

$H_0: \beta_1=0$  –la variable no es significativa–

$H_1: \beta_1 \neq 0$  –la variable es significativa–

Se observa que el p-valor asociado al estadístico t de Student de la variable deuda que da la regresión es 1.656E-05. Como este valor es menor que el nivel de significación utilizado para este contraste  $-\alpha=0.05-$ , se rechaza la hipótesis nula. En este modelo, la deuda pública sí que es relevante a la hora de explicar el comportamiento de las calificaciones en la Comunidad Valenciana para el periodo de 2004-2017.

Finalmente, se procede a realizar el contraste de significatividad global del modelo con el objetivo de analizar si la variable independiente es capaz de explicar el comportamiento de la variable dependiente. El procedimiento utilizado para determinar la significatividad global consiste en establecer una hipótesis nula en la que se esté contrastando conjuntamente que todos los coeficientes, excepto el del término independiente, sean cero. Al disponer únicamente de una variable independiente, el contraste realizado será similar al realizado anteriormente. Para ello, se ha consultado el p-valor asociado al estadístico F de Snedecor. En este caso, se comprueba que el p-valor ( $1.655E-05$ ) < 0.05. Esto ayuda a concluir que el modelo tiene significatividad estadística.

Así pues, se ha podido comprobar que tanto el ajuste del modelo como el impacto de la variable independiente ha sido relevante durante el periodo analizado. La crisis financiera es el punto de inflexión, pudiendo afirmar que, a raíz de la misma comienzan a ajustarse las calificaciones conforme se fue incrementando el nivel de endeudamiento público. Actualmente, las calificaciones otorgadas por Moody's se mantienen en niveles especulativos, pese a que las perspectivas hayan mejorado. Este hecho se ha podido explicar a través del modelo descrito, pudiendo afirmar que la causa principal es el alto nivel de endeudamiento existente.

## Conclusiones

A través de la realización del presente trabajo se han podido desarrollar los objetivos plantados inicialmente. El objetivo general —evaluar la influencia de la deuda pública en las calificaciones crediticias recibidas— se ha podido contrastar a través del marco teórico y del práctico.

En el marco teórico se ha optado por dar una visión genérica acerca del endeudamiento acumulado y del origen de las agencias de calificación para comprender el papel que desarrollan dentro del mercado crediticio. El reconocimiento tardío de la crisis financiera por parte del Gobierno Central generó un ajuste en los recursos proporcionados por el sistema de financiación a partir del 2010. Ante la falta de recursos, las comunidades autónomas optaron por recurrir a la emisión de deuda pública. Una vez comienzan a hacerse visibles los problemas de insuficiencia y la deuda pública se incrementa rápidamente, los inversores y las agencias de calificación dudaron acerca de la solvencia de la Comunidad Valenciana. Lo anterior fue reflejado a través de una reducción severa en los ratings y el cierre de los mercados como mecanismo para obtener nueva financiación. Estas insuficiencias se suplieron a través de la entrada en vigor de los mecanismos extraordinarios de liquidez que incrementaron en gran medida el endeudamiento acumulado.

En el marco práctico, se ha podido demostrar que la deuda pública es significativa a la hora de explicar la evolución de las calificaciones en el caso de la Comunidad Valenciana. Lo anterior resulta normal porque en sus metodologías, las agencias de rating evalúan los niveles de deuda existente a través de indicadores como el perfil de la deuda o el peso de la deuda sobre el presupuesto. Es decir, aquellos gobiernos que cuentan con mayores dificultades para hacer frente al servicio de la deuda es muy probable que reciban calificaciones más bajas. De esta manera observamos como el sistema de financiación había perjudicado y afecto profundamente al recaer en sectores clave de la economía valenciana.

El modelo aplicado refleja que, durante los años en los que la ratio entre deuda y PIB se mantuvo en valores que no sobrepasan el 20%, las calificaciones se situaron en aquellos niveles que mostraban un alto grado de solvencia. Sin embargo, la reducción de los ingresos tributarios junto con el incremento del gasto público fruto de la recesión económica generó un severo ajuste en las calificaciones recibidas, situándolas en niveles que contenían cierto grado de especulación. En cualquier caso, los resultados obtenidos son considerados como una aproximación a la cuestión planteada.

Una vez se ha desarrollado el objetivo genérico, se procede a evaluar el resto de objetivos específicos. A través del primero, —profundizar en las diferentes formas de financiación existente para las comunidades autónomas— se ha realizado una revisión teórica acerca de las diferentes vías por las que obtienen los ingresos las comunidades autónomas. Por un lado, se ha presentado el modelo de financiación vigente y al cual se encuentran adscritas las comunidades del régimen común. Mediante su estudio, se ha podido comprobar la situación de discriminación que vive la Comunidad Valenciana. Lo anterior ha sido provocado como consecuencia de los criterios que se establecen para el reparto de los diferentes fondos —los efectos positivos del fondo de Suficiencia

se ven anulados por la actuación del resto de fondos—. Por otro lado, los gobiernos autonómicos son capaces de incrementar sus ingresos gracias al diseño de nuevos tributos propios y a la percepción de subvenciones procedentes de organismos nacionales e internacionales. Aunque, los principales ingresos que han sustentado la viabilidad de las comunidades autónomas han sido los mecanismos extraordinarios de liquidez: FLA y FF. Por lo tanto, según la investigación realizada, se puede concluir que el origen de la falta recursos que sufre la Comunidad Valenciana es debido a las menores transferencias que se reciben del sistema de financiación —la Comunidad Valenciana recibe un 7.5% menos de recursos respecto de la media—. Por lo tanto, se considera fundamental una reforma profunda si se desea reducir los actuales niveles de endeudamiento público.

Por medio del segundo objetivo específico, se ha realizado una revisión teórica en torno al comportamiento que han tenido las agencias de calificación a lo largo de su historia. Mediante su estudio, se ha comprobado que, durante los periodos de mayor crecimiento económico, las agencias de calificación han tendido a sobrevalorar el rating de sus clientes. Estas han sido muy criticadas por la falta de análisis y la tardía reacción para ajustar sus opiniones. Además, la concentración de la mayoría de las emisiones de ratings entre tres agencias y la falta de transparencia a la hora de explicar las metodologías empleadas han sido motivo de discusión política. Su reacción ante la crisis sigue un patrón similar al mencionado anteriormente: las hipotecas *supprime* pasaron de ser productos bastante seguros —situándose en escalones que contienen A— a ser consideradas bonos basura —máximo nivel especulativo—. Por lo tanto, es posible concluir que las agencias fueran un agente más que tendió a incrementar la burbuja especulativa. Una vez estalla la crisis, se revisó la valoración de estos productos con el objetivo de eludir cualquier responsabilidad. No obstante, la desconfianza acerca de sus valoraciones salpicó una vez más la reputación de las agencias de calificación.

Para la consecución del tercer objetivo, se ha investigado acerca de los ratings que la Comunidad Valenciana ha obtenido de las diferentes agencias de calificación —Moody's, Standard & Poor's y Fitch Rating—. Durante el periodo de expansión económica, la Comunidad Valenciana era un emisor frecuente en los mercados crediticios, obteniendo ratings que se situaban sobre la doble A. Las calificaciones obtenidas mantuvieron esta tendencia hasta el 2010, cuando el sistema de financiación no transfirió los ingresos necesarios para cubrir unos gastos cada vez mayores. Los ratings siguieron descendiendo hasta 2013 cuando las diferentes agencias valoraron positivamente los apoyos ofrecidos por el Gobierno Central. Aun así, la Comunidad Valenciana sigue siendo considerada como un emisor que presenta dificultades reales de pago —Moody's y Standard & Poor's siguen manteniendo sus opiniones dentro de los niveles especulativos—. Por lo tanto, según la investigación realizada, se puede concluir que el motivo principal de que los ratings de la Comunidad Valenciana se sitúen en niveles bajos son las dificultades para obtener superávits presupuestarios, la alta carga de la deuda y la gestión de los diferentes gobiernos —transparencia, riesgos de control y gestión de la deuda—.

En suma, la economía valenciana se enfrenta al reto de superar los desequilibrios que se han generado en el pasado y de sentar las bases para generar un crecimiento económico fuerte que la sitúe como referente dentro de España y Europa.



La principal limitación que se ha encontrado a la hora de realizar el presente trabajo ha sido la falta de estudios empíricos. Así pues, no se ha podido encontrar ninguna referencia bibliográfica que ayude a contrastar la influencia del endeudamiento sobre la evolución de las calificaciones.

Además, se han tenido problemas en el momento de seleccionar un Modelo Económico cuyo ajuste fuera lo suficientemente relevante como para explicar la relación entre las variables. En este sentido, se realizaron pruebas para contrastar la correlación existente entre la deuda y el PIB; entre el PIB y las calificaciones; y finalmente, se meditó la realización de un análisis de varianzas. Sin embargo, ningún modelo mostró un ajuste lo suficientemente bueno como para obtener unos resultados certeros. Esto ha provocado varios cambios en la estructura del trabajo y la dedicación de mayor tiempo para completar un análisis correcto.

Otra limitación ha sido la dificultad para obtener los datos referidos a las calificaciones de la Comunidad Valenciana. Estas calificaciones son publicadas en las páginas web de las agencias de rating, implicando un desembolso económico para aquellas personas que deseen obtenerlas. La investigación se pudo realizar gracias a la colaboración del IVF, el cual puso a disposición todos los materiales necesarios durante el periodo de prácticas.

Finalmente, los ratings son emitidos dos veces al año –junio y diciembre–. Con el objetivo de incrementar la fiabilidad del modelo, se han seleccionado las calificaciones correspondientes a diciembre –coincidiendo con el momento en el que se emite la deuda pública según el PDE–. Así pues, es posible que existan grandes saltos entre calificaciones que dificulten la capacidad explicativa del modelo. En este mismo sentido, la amplia variedad de factores que se tienen en cuenta cuando se realiza el análisis de la solvencia del emisor dificulta la capacidad explicativa del modelo. Parece razonable pensar que el ajuste del modelo se incrementará conforme se introduzcan nuevas variables relevantes.

## Referencias

- [1] Álvarez-Rubial, G. P. (2012). *Las agencias de rating y su contribución a la seguridad financiera*. Instituto Español de Estudios Estratégicos. Recuperado de [http://www.ieee.es/Galerias/fichero/docs\\_opinion/2012/DIEEO46-2012\\_RatingySeguridadFinanciera\\_GAlvarezxRubial.pdf](http://www.ieee.es/Galerias/fichero/docs_opinion/2012/DIEEO46-2012_RatingySeguridadFinanciera_GAlvarezxRubial.pdf)
- [2] Banco Mundial. (2017). *Informe sobre el desarrollo mundial 2017: La gobernanza y las leyes, cuadernillo del "Panorama general"*. Washington: Banco Mundial. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-0950-7>
- [3] BBVA Research. (2018). *Situación Comunitat Valenciana. Primer semestre de 2018*. Recuperado de <https://www.bbva.com/publicaciones/presentacion-situacion-comunitat-valenciana-primer-semestre-2018/>
- [4] Cadena SER Madrid Sur 94.4. [Productor]. (2012). *Las agencias de calificación al descubierto* [Archivo de video]. Recuperado de [https://www.youtube.com/watch?v=JcaalPLB\\_Qg&t=6s](https://www.youtube.com/watch?v=JcaalPLB_Qg&t=6s)

- [5] CaixaBank. (2016). *La economía de la Comunitat Valenciana: diagnóstico estratégico*. Recuperado de <https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/documents/valenciacatellanoweb.pdf>
- [6] Cencini, A. (2017). The Sovereign Debt Crisis: The Case of Spain. *Cuadernos de Economía*, 40(12), 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.cesjef.2017.02.001>
- [7] Comisión de Expertos. (2017). *Informe de la comisión de expertos para la revisión del modelo de financiación autonómica*. Recuperado de [https://www.hacienda.gob.es/CDI/sist%20financiacion%20y%20deuda/informaci%C3%B3nccaa/informe\\_final\\_comisi%C3%B3n\\_reforma\\_sfa.pdf](https://www.hacienda.gob.es/CDI/sist%20financiacion%20y%20deuda/informaci%C3%B3nccaa/informe_final_comisi%C3%B3n_reforma_sfa.pdf)
- [8] Conde-Ruiz, J, Díaz, M., Marín, C. & Rubio-Ramírez, J. (2016). *Evolución del gasto público por funciones durante la crisis (2007-2014): España vs UE*. Recuperado de Fedea. sitio web. <http://documentos.fedea.net/pubs/dt/2016/dt2016-09.pdf>
- [9] Conselleria D'hisenda I Model Econòmic. (2017). *Compte general de la Generalitat Valencia 2017*. Recuperado de [http://www.hisenda.gva.es/auto/cuentageneral/web/2017/pdf\\_entidades/CG\\_ADMON\\_SINDI\\_2017.pdf](http://www.hisenda.gva.es/auto/cuentageneral/web/2017/pdf_entidades/CG_ADMON_SINDI_2017.pdf)
- [10] De la Fuente, Á. (2017). *Simulaciones del modelo propuesto por la Comisión de Expertos para la revisión del sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común* (Estudios sobre la Economía Española 2017/19). Recuperado de Fedea sitio web. <http://documentos.fedea.net/pubs/eee/eee2017-19.pdf>
- [11] Delgado, M. & Pérez, J. J. (2018). *El acceso a la financiación de los mercados por parte de las Comunidades Autónomas*. Recuperado del Banco de España sitio web. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/NotasEconomicas/2018/T1/Fich/bene1801-nec4.pdf>
- [12] Delgado, M., García, B. & Zubimendi, L. (2018). *La evolución de la deuda pública en España en 2017* (Boletín Económico 2/2018). Recuperado del Banco de España sitio web. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/NotasEconomicas/2018/T2/Fich/bene1802-nec7.pdf>
- [13] Eurostat. (2017). *Government Finance Statistics*. Recuperado de <http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data/database>
- [14] FitchRatings. (s.f.). *Rating Definitions*. Recuperado de <https://www.fitchratings.com/site/definitions>
- [15] Fondo Monetario Internacional (FMI). (2013). *Sovereign Debt Restructuring –Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework*. Recuperado de <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>
- [16] García-Padilla, V. M. (2015). *Análisis financiero: un enfoque integral*. Ciudad de México: Grupo Editorial Patria.
- [17] Indicadores Económicos y socio-demográficos. (s.f.). *Expansión/Datosmacro.com*. Recuperado de <https://datosmacro.expansion.com/ratings/espana-comunidades-autonomas/valencia,%202018>
- [18] La Comunidad coloca una segunda emisión de “bonos sociales” de 1.000 millones. (13 de febrero de 2013). *La Vanguardia*. Recuperado de <https://www.lavanguardia.com/politica/20180213/44762487892/la-comunidad-coloca-una-segunda-emision-de-bonos-sociales-de-1000-millones.html>

- [19] Losada-López, R. (2009). *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. Recuperado de Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) sitio web. [http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/monografias/mon2009\\_34.pdf](http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/monografias/mon2009_34.pdf)
- [20] Madrazo-García de Lomana, R. (2009). El impacto de la inmigración sobre el comercio exterior español. *ICE, Revista de Economía*, 1(849), 179-202. Recuperado de <http://www.revistasice.com/index.php/ICE/article/view/1263>
- [21] Moody's. (s.f.). *Rating Symbols and Definitions*. Recuperado de <https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx>
- [22] Naumoski, A. (2012). Estimating the Country Risk Premium in Emerging Markets: The Case of the Republic of Macedonia. *Financial Theory and Practice*, 36(4), 413-434. <https://doi.org/10.3326/finpt.36.4.5>
- [23] Palacios-García, A. (2012). *Calificaciones de riesgo. Definición e influencia en la última década* (tesis de maestría). Universidad de Oviedo, Oviedo, España. Recuperado de <http://digibuo.uniovi.es/dspace/bitstream/10651/4017/1/ACC-.pdf>
- [24] Pariente, R. (2017). *¿Qué son las agencias de rating o agencias de calificación?* Recuperado de BBVA sitio web. <https://www.bbva.com/es/las-agencias-calificacion-rating/>
- [25] Pérez-García, F., Beneyto-Cabanes, R., Fernández-Guerrero, J. I., Monzó-Martínez, E. & Pérez-García, J. (2017). *Propuestas para el nuevo sistema de financiación autonómica. Segundo informe de la Comisión de Expertos nombrada por las Cortes Valencianas*. Recuperado del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE) sitio web. [http://www.ivie.es/wp-content/uploads/2018/02/Informe-Les-Corts\\_entrega.pdf](http://www.ivie.es/wp-content/uploads/2018/02/Informe-Les-Corts_entrega.pdf)
- [26] Portal de Transparencia de la Generalitat Valenciana. (2017). *Finançament*. Recuperado de <http://www.gvaoberta.gva.es/va/financiacion>
- [27] Rating: calificación de la deuda de Comunidad Valenciana. (s.f.). *Expansión/Datosmacro.com*. Recuperado de <https://datosmacro.expansion.com/ratings/espana-comunidades-autonomas/valencia>
- [28] Situación de mercados. El pánico de 1907. Como si no hubiera pasado el tiempo. (10 de diciembre de 2017). *Serenity Markets*. Recuperado de <https://serenitymarkets.com/todos-los-comentarios/intradia/destacado-en-intradia/situacion-de-mercados-el-panico-de-1907-como-si-no-hubiera-pasado-el-tiempo/>
- [29] S&P Global Ratings. (2019). *S&P Global Ratings Definitions*. Recuperado de [https://www.standardandpoors.com/en\\_EU/web/guest/article/-/view/sourceld/504352](https://www.standardandpoors.com/en_EU/web/guest/article/-/view/sourceld/504352)
- [30] Velasco, C. (2008). *El Modelo de Regresión Simple*. Recuperado de Universidad Carlos III de Madrid sitio web. <http://www.eco.uc3m.es/~cavelas/EMEI/tema2.pdf>
- [31] Vilaríño, A. (2018). *La crisis financiera asiática*. Recuperado de Vilaríño Consultores sitio web. [http://www.angelvila.eu/Publicaciones\\_PDF/Crisis\\_Financiera\\_Asiatica.pdf](http://www.angelvila.eu/Publicaciones_PDF/Crisis_Financiera_Asiatica.pdf)