

PRESS RELEASE

S&P rebaja el rating de España a “BBB+”

Contacto: SovereignLondon@standardandpoors.com

Visión general

- Creemos que, en un entorno de recesión económica, la trayectoria presupuestaria de España probablemente se deteriorará con respecto a nuestras previsiones de enero de 2012.
- Al mismo tiempo, vemos una mayor probabilidad de que el gobierno de España tenga que proporcionar fondos adicionales a la banca.
- En consecuencia, consideramos que se ha incrementado el riesgo de un ulterior aumento de la deuda neta.
- Por todo ello, hemos rebajado el rating a largo plazo de España a BBB+/A-2, desde A/A-1.
- La perspectiva negativa refleja nuestra opinión sobre la existencia de riesgos significativos con respecto al crecimiento económico y a la ejecución presupuestaria, y el impacto que dichos riesgos tendrían sobre la calidad crediticia de España.

Acción de rating

Nueva York, 26 de abril de 2012. Standard & Poor's ha rebajado el rating a largo plazo del Reino de España a “BBB+”. Al mismo tiempo, el rating a corto plazo se ha rebajado a A-2. La perspectiva continua siendo negativa.

Nuestra estimación del riesgo de Transferencia y Convertibilidad (Transfer & Convertibility, T&C) para España, al igual que para todos los miembros de la Unión Monetaria Europea, es AAA. Dicha estimación refleja la opinión de Standard & Poor's de que la probabilidad de que el Banco Central Europeo (BCE) restrinja el acceso de entidades no soberanas a divisas para hacer frente a sus obligaciones financieras es bajo. Consideramos dicha probabilidad reducida debido al libre acceso a divisas que los tenedores de euros poseen en la actualidad y que creemos se mantendrá en el futuro.

Fundamentos

El recorte del rating refleja la presión al alza de la deuda neta en porcentaje del PIB en un entorno económico recesivo, sobre todo debido a:

- el deterioro en la trayectoria de evolución del déficit para 2011-2015, en comparación con nuestras proyecciones previas; y
- una mayor probabilidad de que el gobierno tenga que aportar apoyo adicional al sector financiero.

En consecuencia vemos riesgos con respecto a la trayectoria de ejecución presupuestaria, a la flexibilidad presupuestaria y a la trayectoria de la deuda pública, particularmente a la vista del aumento de los pasivos contingentes que podrían materializarse.

Aplicando nuestra metodología de análisis de ratings soberanos, estos riesgos resultan en una bajada de dos escalones en la calificación del Reino de España.

Hemos adoptado un nuevo escenario base macroeconómico, que consideramos acorde con la rebaja de rating y con la perspectiva negativa. Así, hemos revisado nuestra previsión de evolución real del PIB para 2012 y 2013 y ahora prevemos una contracción del PIB de un 1.5% y de un 0.5% respectivamente, comparado con crecimientos de 0.3% y 1% que estimábamos en enero de 2012.

Los factores que contribuyen a nuestra visión más pesimista del escenario macroeconómico son los siguientes:

- La caída de la renta disponible.
- El desapalancamiento del sector privado.
- La implementación del plan de consolidación fiscal del gobierno, cuyos principales ajustes se concentran en los primeros años del programa de consolidación.
- La incertidumbre con respecto a la fortaleza de la demanda procedente de los principales socios comerciales de España.

En nuestra opinión, la economía española se está reequilibrando, y las medidas tomadas por el gobierno deben facilitar este proceso. El déficit por cuenta corriente de España se está reduciendo, apoyado en un buen comportamiento de las exportaciones, especialmente desde 2009. El déficit por cuenta corriente se situó en un 3.5% del PIB en 2011 frente a un 10% del PIB en 2007. Si excluimos el déficit de la balanza de rentas, la balanza por cuenta corriente está en equilibrio. El déficit de la balanza de rentas refleja los intereses y dividendos netos que España paga por sus compromisos con el resto de mundo. A lo largo de 2011, el déficit de la balanza de rentas se amplió debido al aumento de los costes de financiación externos. Esperamos que se produzca un equilibrio en la balanza por cuenta corriente en 2013/2014 y un superávit en años sucesivos.

En contraste con el período 2008-2010, el Banco de España - a través de descubiertos Target 2 con el Banco Central Europeo, que superaron 250.000 millones de euros en marzo de 2012, desde unos 150.000 millones a final de 2011 – se ha convertido en la principal fuente de financiación del déficit por cuenta corriente de España. En nuestra opinión, esto refleja un incremento de la dependencia de la banca comercial española de fuentes de financiación externas a niveles considerablemente superiores a lo que esperábamos en enero, cuando revisamos el rating de España.

A pesar del entorno económico desfavorable, consideramos que el gobierno ha puesto en marcha un programa de reformas de gran calado, que deben apoyar el crecimiento económico a largo plazo. En particular, el gobierno ha puesto en marcha una importante reforma laboral que pensamos podría mitigar muchas de las rigideces estructurales del mercado de trabajo español y mejorar la flexibilidad en el proceso de determinación de salarios. Aunque no consideramos probable que elimine totalmente la dualidad estructural del mercado de trabajo español, creemos que la reforma beneficiará el crecimiento del empleo una vez se produzca una recuperación económica sostenida. A corto plazo, esta flexibilidad posiblemente resultará en una aceleración del necesario ajuste de salarios y en una reducción del volumen de despidos. Al mismo tiempo consideramos que es difícil que la reforma pueda conducir a una creación neta de empleo a corto plazo; en consecuencia, creemos que la ya muy elevada tasa de desempleo – sobre todo la juvenil – probablemente continuará creciendo hasta que una recuperación económica sostenida se asiente en la segunda mitad de la década.

La reforma del sector financiero que el gobierno anunció en febrero exige a los bancos aumentar sus provisiones y capital, para mejorar la cobertura de su exposición a los sectores inmobiliario y de la construcción. Consideramos que estos sectores seguirán siendo las principales fuentes de deterioro de la calidad de los activos de sector bancario español. La reforma ha dado también lugar a una consolidación del sector, dentro de la cual las entidades compradoras se han beneficiado de un sistema de protección de activos. Este sistema incorpora una garantía otorgada por el Fondo de Garantía de Depósitos del 80% sobre las pérdidas potenciales que permitirá absorber futuras pérdidas crediticias en las carteras de las entidades adquiridas. Estimamos que estas garantías, combinadas con aquellas que posiblemente se concederán en la futura venta de las tres entidades controladas actualmente por el Fondo de Reordenación Ordenada Bancaria (FROB), representan pasivos contingentes del Estado de alrededor del 3.75% del PIB. Dichas garantías, junto a los riesgos del resto del sector financiero, empresas públicas y otras garantías del Estado,

nos hacen ahora estimar el riesgo asociado a pasivos contingentes como moderado, de acuerdo con nuestra metodología de análisis de gobiernos soberanos.

Consideramos que las recientes operaciones de financiación a largo plazo del Banco Central Europeo (BCE) han reducido considerablemente los riesgos de refinanciación para los bancos españoles, tanto de la deuda a medio plazo como de los pasivos interbancarios a corto plazo que vencen en la primera mitad de 2012. Las operaciones del BCE han permitido también a los bancos financiar sus carteras de deuda soberana a bajo coste. Sin embargo, no consideramos que el apoyo por parte de las autoridades monetarias pueda reemplazar la reestructuración del sistema financiero.

En nuestra opinión, la estrategia de gestión de la crisis de deuda soberana europea sigue sin ser efectiva. Creemos que las condiciones de crédito y las perspectivas económicas para España podrían deteriorarse aún más de lo que anticipamos este año a menos que se tomen medidas a nivel de la Eurozona que generen confianza y estabilicen los flujos de capital con el resto del mundo. Estas medidas podrían incluir una puesta en común de recursos y obligaciones, una consolidación de la supervisión bancaria y de los mecanismos de apoyo a las instituciones financieras, o una mayor armonización de las políticas laborales y salariales.

Debido al rápido incremento de la deuda pública desde 2008, esperamos que el gobierno español lleve a cabo un esfuerzo importante de consolidación fiscal – incluyendo un marco estricto de control presupuestario de la Comunidades Autónomas - destinado a reducir progresivamente sus necesidades netas de financiación. Logar un equilibrio entre el compromiso de estabilizar las finanzas públicas y el interés del gobierno de evitar una mayor recesión presenta importantes desafíos en ausencia de transferencias fiscales del exterior o de una mayor generación de crédito por parte del sector privado. Al mismo tiempo, pensamos que una estrategia de austeridad fiscal concentrada en los primeros años del programa de consolidación probablemente agravará los riesgos sobre el crecimiento a medio plazo, haciendo aún más importante la necesidad de estímulos a la actividad a través de reformas estructurales, incluyendo la del mercado laboral.

El gobierno presentó una desviación presupuestaria de 2.5% del PIB en 2011, situando el déficit en el 8.5% del PIB, y ha presentado un objetivo de reducción de déficit hasta el 5.3% del PIB en 2012 y el 3% en 2013. En nuestra opinión, es improbable que se alcancen estos objetivos en el actual entorno económico y financiero. Estimamos un déficit del 6.2% del PIB en 2012 y un 4.8% en 2013 (nuestras estimaciones previas eran de un 5.1% en 2012 y un 4.4% en 2013). También consideramos que el retraso en la adopción del presupuesto para 2012 ha podido reducir la capacidad del gobierno para evitar desviaciones.

A la vista de las desviaciones presupuestarias recurrentes de las Comunidades Autónomas – que fueron las principales responsables de la desviación presupuestaria en 2011 – y a nuestras expectativas de que el déficit de las CC.AA. estará en el 1.9% del PIB (un 0.4% por encima del 1.5% presupuestado), en 2012 el gobierno central tendrá que demostrar su voluntad de forzar el cumplimiento de sus objetivos presupuestarios.

Debido a desviaciones presupuestarias por encima de lo esperado y a otras partidas que han provocado un incremento de la deuda como la financiación de deuda con proveedores (estimada en un 3.9% del PIB), estimamos que la deuda neta se situará alrededor del 76.6% del PIB en 2014, frente a nuestras proyecciones previas que situaban la ratio en un 64.6% del PIB. Las garantías del Estado al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés), al Mecanismo European de Estabilidad (ESM) y al Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE), que están incluidas en las proyecciones de deuda del gobierno, no forman parte de nuestras propias estimaciones sino que vienen clasificadas como pasivos contingentes junto con otras garantías concedidas por el gobierno.

En línea con los riesgos que percibimos con respecto a la recuperación económica, hemos adoptado un escenario negativo, que, si se materializara, sería consistente con una ulterior rebaja de la calificación. Este escenario negativo asume una recesión más profunda este año, como resultado de un comportamiento más negativo de la demanda agregada tanto interna como externa, con una caída del PIB real de un 4% en 2012, seguida de una contracción de un 1% en 2013 y de una recuperación más débil en los años sucesivos. Bajo este escenario alternativo, la deuda neta sobrepasaría el 80% del PIB.

Perspectiva

La perspectiva negativa refleja nuestra visión de un riesgo significativo de deterioro de las perspectivas de crecimiento y de la ejecución presupuestaria, con respecto a nuestras expectativas, y el impacto que dicho riesgo tendría en la calidad de crédito de España.

Podríamos rebajar la calificación si se produjera un aumento de la deuda neta sobre PIB, que situara la ratio por encima del 80% del PIB en los próximos tres años debido a desviaciones presupuestarias, a un menor crecimiento o a la materialización de pasivos contingentes. Podríamos también rebajar la calificación si el ímpetu reformista del gobierno se redujera. Asimismo, podríamos rebajar la calificación si apreciáramos que la posición externa de España empeora o que su competitividad no mejora y se aproxima a la de sus socios comerciales. Creemos que una mejora de la competitividad es un factor fundamental para retornar a un crecimiento sostenido de actividad y empleo.

Podríamos revisar la perspectiva a estable si vemos que los riesgos en relación con las condiciones de financiación externas se reducen y las perspectivas de crecimiento económico mejoran, lo que permitiría que la deuda neta se estabilizara por debajo del 80% del PIB.