

# **APROXIMACIÓN AL RIESGO SOBERANO DE UN ESTADO CATALÁN**

Joan Elias  
Joan Maria Mateu

Comissió d'Economia Catalana del Col·legi d'Economistes de Catalunya

Enero 2015

## ÍNDICE

1. Introducción
2. Las agencias internacionales de evaluación crediticia
3. Evaluación del riesgo soberano de un Estado catalán
4. Análisis del segmento institucional y económico
  - 4.1 Estructuras de estado
  - 4.2 Estructura económica
    - 4.2.1 PIB per cápita
    - 4.2.2 Crecimiento económico
    - 4.2.3 Diversidad y volatilidad de la economía
  - 4.3 Estimación de la calificación del segmento institucional y económico
5. Análisis del segmento del sector exterior, finanzas públicas y política monetaria
  - 5.1 Equilibrio del sector exterior
    - 5.1.1 La moneda nacional en las transacciones internacionales
    - 5.1.2 Liquidez y endeudamiento exterior
  - 5.2 Gestión de las finanzas públicas
    - 5.2.1 Evolución de las finanzas públicas y flexibilidad fiscal
    - 5.2.2 Carga de la deuda
  - 5.3 Flexibilidad de la política monetaria
  - 5.4 Estimación de la calificación del segmento del sector exterior, finanzas públicas y política monetaria
6. Conclusiones finales: aproximación a la calificación crediticia potencial de un Estado catalán

## 1. Introducción

El presente estudio aspira a ser una aproximación de carácter divulgativo sobre la eventual calificación, o "rating" de riesgo soberano que podría ser atribuida a una Cataluña independiente por una agencia de evaluación crediticia internacional. Esta calificación es muy importante para determinar el papel de una Cataluña independiente como potencial deudor en los mercados financieros internacionales. De estas calificaciones dependerán en gran medida, tanto la capacidad de endeudamiento de una Cataluña independiente en los mercados financieros internacionales como las condiciones con las que podrá acceder a estas fuentes de financiación.

El riesgo soberano, o "sovereign risk", de un estado independiente se enmarca dentro de un concepto más amplio como es el de riesgo país, o "country risk". El riesgo soberano es el que asumen los acreedores internacionales cuando prestan fondos a un estado independiente, o a una entidad avalada por un estado independiente, con la especial particularidad de que las acciones legales contra el deudor o responsable final de la deuda, al tratarse de un estado independiente, en caso de impago o insolvencia, pueden ser ineficaces por razones de soberanía.

Un estado independiente dispone de diferentes mecanismos para financiar sus actividades e incidir en su crecimiento: impuestos (política fiscal), creación de dinero y regulación de los tipos de interés (política monetaria) y emisión de deuda pública (política económica y financiera). Nos referiremos a continuación especialmente a este último.

Aun y considerando las particularidades asociadas al riesgo soberano de estados independientes, la realidad es que las deudas públicas de dichos estados se financian en los genéricamente llamados mercados financieros internacionales, en los que intervienen muchos actores e intermediarios financieros ubicados geográficamente, tanto en el ámbito local del propio estado deudor, como en los grandes centros financieros internacionales como Nueva York, Londres, Frankfurt, París, Tokio o Singapur, por ejemplo.

La deuda pública puede instrumentarse de formas diferentes, habitualmente diferenciadas en función del plazo de devolución de la deuda. Se acostumbra a distinguir entre el corto (hasta 18 meses), medio (2, 3, 5 años) y largo plazo (10, 15, 30 años). Los instrumentos pueden así mismo ser diversos: pagarés, bonos, obligaciones, préstamos, etc. Los instrumentos de deuda pública, al estar asociados a un riesgo soberano, se consideran generalmente muy atractivos por la fiabilidad de su recuperación y por su rentabilidad, asociada a lo que se denomina prima de riesgo, de la que se ha oído hablar mucho últimamente, especialmente desde el año 2012, cuando el Estado español, entre otros estados, estuvo sometido a graves presiones en los mercados financieros internacionales debido a las grandes dudas que generaban

sus finanzas públicas, acumulando déficits por encima de lo que sería asumible a largo plazo.

La prima de riesgo es el margen de interés que se añade al tipo de interés de referencia, en nuestro caso el bono alemán, que actúa como tipo base para calcular el tipo de interés que deberán pagar los estados soberanos para obtener crédito en los mercados. A su vez, la prima de riesgo se asocia al mayor o menor grado de fiabilidad económico-financiera de un determinado estado. Cuanto más bajo se percibe el riesgo soberano de un estado por los mercados financieros, más baja será la prima de riesgo, y por tanto más bajo será el tipo de interés que pagará para captar financiación. Por el contrario, cuanto más alto se perciba el riesgo de un estado, más alta será la prima de riesgo.

## **2. Las agencias internacionales de evaluación crediticia**

El riesgo soberano de un estado independiente es calificado por las agencias internacionales de evaluación crediticia. Estas agencias valoran la solvencia de diferentes tipos de riesgos financieros de ámbito internacional, entre ellos el riesgo soberano. Las agencias internacionales de evaluación crediticia valoran, utilizando determinadas metodologías, la capacidad y voluntad de un emisor, ya sea una empresa, un estado o un gobierno municipal, para cumplir en tiempo y forma sus obligaciones financieras. Este tipo de entidades están registradas como agencias de periodismo y no están sujetas a las restricciones que se imponen a las firmas de auditoría.

Aun y considerando que las agencias internacionales de evaluación crediticia existen desde hace muchos años, ha sido desde la crisis del 2008 —casos Freddie Mac, Fannie Mae, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, crisis de la deuda griega, etc.—, que estas agencias han caído en un significativo desprestigio, ya que no supieron anticipar ni pronosticar colapsos financieros muy importantes. A pesar de ello, estas agencias aún son referentes en el mundo financiero para la evaluación de riesgos, tanto de grandes empresas como de entes gubernamentales, incluidos los propios estados o riesgos soberanos.

Las principales agencias internacionales de evaluación crediticia son Standard & Poors, Moody's y Fitch, todas ellas con sede central en los Estados Unidos. Cada agencia dispone de sus propias metodologías y criterios para la determinación y establecimiento de las calificaciones, o "ratings", a atribuir a los correspondientes riesgos que analizan, entre ellos los soberanos. Los "ratings", o calificaciones de riesgo, suelen ser atribuidos por las agencias de evaluación crediticia utilizando una combinación de letras, signos (+) o (-) y dígitos.

### 3. Evaluación del riesgo soberano de un Estado catalán

Para realizar este estudio se han considerado las aportaciones metodológicas de Standard & Poor's, en sus aspectos básicos, para el establecimiento de "ratings", incorporando las variables, escenarios e hipótesis imprescindibles para hacer posible una aproximación a una evaluación potencial del riesgo soberano de un Estado catalán.

Standard & Poor's atribuye las calificaciones crediticias soberanas con una combinación de las letras A, B y C y de los signos (+) y (-). La calificación máxima de la deuda a largo plazo es 'AAA', que corresponde a estados de máxima solvencia, y la mínima es de 'CC', que corresponde a estados totalmente insolventes.

En la tabla siguiente puede observarse algunas calificaciones, no todas ni mucho menos, que atribuye Standard & Poor's a los riesgos soberanos. La 'AAA', calificación de máxima solvencia, está actualmente adjudicada a solo 12 estados. La 'BBB' corresponde a un grupo de 7 estados, entre los que se encuentra España. La 'BB', calificación actual de Cataluña, corresponde a un colectivo de 7 estados.

#### Significado y ejemplos de algunos "ratings" de Standard & Poor's

<b>AAA</b> <i>(Alemania, Australia, Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Liechtenstein, Luxemburgo, Noruega, Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza)</i>	Capacidad extremadamente fuerte para cumplir los compromisos financieros.
<b>BBB</b> <i>(Bahréin, Colombia, Bahamas, Italia, Panamá, Filipinas, España)</i>	Capacidad adecuada para cumplir los compromisos financieros, pero condiciones económicas adversas pueden debilitar esta capacidad.
<b>BB</b> <i>(Bolivia, Costa Rica, Croacia, Guatemala, Hungría, Paraguay, Portugal)</i>	Menos vulnerable en el corto plazo, pero afronta importantes incertidumbres en el ámbito de los negocios, económico y financiero.

También existen otras calificaciones, como 'AA', 'A', 'B', 'CCC' y 'CC', así como calificaciones intermedias como 'AA+', 'AA-', 'A+', 'A-', 'BBB+', 'BBB-', 'BB+', 'BB-', 'B+', 'B-', 'CCC+' i 'CCC-'. Los bonos emitidos con "rating" BBB o superior se consideran de inversión o grado de inversión, mientras que los que no llegan a este nivel de "rating" se califican como de no -inversión, es decir, de alto riesgo o especulativos; son los que coloquialmente se denominan bonos basura.

La calificación que Standard & Poor's tiene atribuida a la actual Cataluña, desde el año 2012, es de 'BB', es decir, bono basura. Esta calificación impide a Cataluña tener acceso de forma autónoma y directa a los mercados financieros internacionales, lo que obliga

a Cataluña a depender financieramente de las imposiciones que en materia de financiación autonómica determine el Gobierno español y de las transferencias discrecionales de fondos recibidas desde el Gobierno español a través de mecanismos como el FLA (Fondo de Liquidez Autonómico) o del PPP (Plan de Pago a Proveedores). Actualmente, el margen de maniobra de la Generalidad de Cataluña en materia de financiación es prácticamente nulo, y depende exclusivamente de los instrumentos financieros citados.

El País Vasco y Navarra, desde junio del 2014, tienen atribuida por Standard & Poor's una calificación de 'A', es decir, dos niveles por encima de la calificación del Estado español y cinco por encima de la calificación de Cataluña. Su elevada autonomía fiscal y su buena gestión financiera dotan a estos territorios de una mayor flexibilidad que España en un escenario adverso. El especial y diferenciado convenio en materia fiscal entre España y dichas comunidades autónomas, gracias al reconocimiento a estos territorios de sus derechos forales por la Constitución Española de 1978, les permite recaudar y gestionar todos los impuestos y tasas generados en sus propios territorios, y únicamente han de contribuir al Estado español para la financiación de la parte que les corresponde relativa a ciertas funciones centralizadas en Madrid, como pueden ser la Casa Real, defensa, asuntos exteriores, etc.

Sería innecesario decir que si Cataluña tuviera un trato fiscal similar al del País Vasco o Navarra, no solo no tendría actualmente problemas de financiación de ningún tipo, sino que, ciertamente, gozaría de una calificación de, como mínimo, la de estas comunidades autónomas. La calificación crediticia de una Cataluña independiente, consolidada como un nuevo estado de Europa, miembro de la Unión Europea, sería por lógica aún mejor, puesto que la economía de Cataluña es significativamente más potente y diversificada que la de estas comunidades autónomas especiales.

Se consideran cinco áreas de evaluación para determinar la calificación crediticia de un riesgo soberano:

1. estructuras de estado
2. estructura económica
3. sector exterior
4. finanzas públicas
5. política monetaria

Cada una de las cinco áreas anteriormente citadas, en función de los resultados de los análisis, recibe una calificación de entre '1' y '6', siendo '1' la mejor calificación y '6' la peor. Estas cinco áreas se agrupan en dos segmentos diferenciados.

1. segmento institucional y económico
2. segmento del sector exterior, finanzas públicas y política monetaria

Del resultado de las diferentes calificaciones obtenidas en las cinco áreas de evaluación se obtiene la correspondiente calificación crediticia de un riesgo soberano.

En los apartados siguientes analizamos cada una de estas cinco áreas con el objetivo de ver en qué posición se encontraría una Cataluña independiente comparativamente con otros estados independientes consolidados.

Para hacer esta aproximación, es evidente que habrá que establecer determinadas hipótesis de trabajo con objeto de estimar cuáles podrían ser la finanzas públicas y otros factores relevantes de un Estado catalán independiente. Los datos que utilizaremos se han obtenido de fuentes oficiales, instituciones públicas y organismos internacionales.

Una de las hipótesis más importantes en las que fundamentamos este estudio es la que hace referencia al proceso de transición hacia la independencia de Cataluña. En este sentido cabe destacar que el escenario contemplado es el de un proceso ordenado y negociado con el Estado español hacia una Cataluña independiente. A pesar del empeoramiento del conflicto entre el Gobierno español y el catalán, este estudio considera que, llegado un punto, las dos partes deberán pactar, en primer lugar, las condiciones para que el pueblo catalán pueda decidir su futuro político y, en segundo lugar, en caso de que el resultado sea la independencia, las condiciones, tanto transitorias como definitivas, para que la creación del nuevo Estado se haga de forma ordenada y sea una realidad.

## **4. Análisis del segmento institucional y económico**

En este segmento analizaremos la situación actual y potencialmente futura de las estructuras de estado de una Cataluña en tránsito hacia la independencia, su capacidad para gestionar sus competencias con la necesaria eficacia y transparencia, así como la estructura económica del nuevo Estado catalán. Para realizar dicho análisis partiremos de la situación actual y efectuaremos una estimación prudente de cuál podría ser la situación futura.

### **4.1 Estructuras de estado**

Cataluña cuenta ya en la actualidad, antes de llegar a ser un estado independiente, con una eficaz, aunque incompleta, base de estructuras de estado. Estas estructuras han sido creadas a partir de la reinstauración de la democracia en España, y como resultado de la organización territorial del Estado español en comunidades autónomas, a partir de principios de los años ochenta.

La Cataluña actual cuenta con un parlamento elegido democráticamente y con un gobierno que gestiona las funciones públicas. La Administración de la Generalidad de Cataluña está plenamente consolidada y organizada en doce consejerías. La Generalidad de Cataluña tiene traspasadas —algunas de forma incompleta— competencias significativas. Estas competencias, en permanente discusión y debate con el Gobierno del Estado español, corresponden a materias esenciales, como la enseñanza, sanidad, seguridad, medio ambiente, servicios sociales, medios públicos de comunicación audiovisual, protección de la naturaleza, cultura y otras.

En cualquier caso, es evidente que aún están pendientes de creación o traspaso a Cataluña estructuras de estado muy importantes, como por ejemplo, y para no ser exhaustivos, en materia de infraestructuras y telecomunicaciones, gestión energética y de agua, hacienda y agencia tributaria propias, acción exterior, administración de la Seguridad Social, política y control monetario (Banco de Cataluña), tribunales de justicia y fiscalía, y otros.

Una Cataluña independiente necesitará completar sus estructuras de estado para gestionar los asuntos de responsabilidad pública con eficacia. Ahora bien, también es cierto que hay ya un camino importante recorrido desde hace años que facilitará la incorporación de las nuevas estructuras de estado a las ya creadas, que funcionan eficientemente y con la debida transparencia tras años de experiencia en la acción institucional y de gobierno.

Si bien es cierto que Cataluña tiene cerradas las puertas al crédito exterior a causa del conflicto que mantiene con el Estado español, entre otros motivos, fundamentalmente en materia de financiación autonómica, es evidente que esta situación cambiará una vez que Cataluña pueda gestionar los recursos, especialmente los impuestos, que



genera, y por tanto la imagen de Cataluña como deudor solvente en los mercados financieros quedará total y absolutamente reforzada, incluso asumiendo la parte de la deuda pública española que le corresponda cuando se efectúe la separación de activos y pasivos.

Otro elemento a considerar es la estabilidad geopolítica y social en la que se encontraría una Cataluña independiente. Como partimos de la hipótesis de un proceso ordenado y negociado hacia la independencia, se considera que una Cataluña independiente seguiría perteneciendo a la Unión Europea, entre otros organismos multiestatales, y a la zona euro.

En definitiva, en cuanto al área de estructuras de estado, de evaluación meramente conceptual, se considera que Cataluña estaría suficientemente preparada para conseguir la independencia con plenas garantías y cumpliendo con los mínimos requisitos para merecer una calificación satisfactoria. Siendo prudentes, esta calificación estaría entre un '2' i un '3' en una escala, como se ha mencionado anteriormente, del '1' al '6'.

## **4.2 Estructura económica**

El análisis de la estructura económica de un estado es un área fundamental para valorar su solvencia como riesgo soberano. En este apartado se analizará el nivel de renta, la capacidad de crecimiento y la diversificación y volatilidad de la economía catalana, tanto en la actualidad, como en un potencial futuro a medio plazo como estado independiente. Al tratarse de estimaciones futuras, se adoptarán las hipótesis más prudentes.

### **4.2.1 PIB per cápita**

Para determinar la calificación económica de un riesgo soberano se considera como elemento principal el nivel de renta per cápita, en este caso el PIB per cápita. Al igual que en el capítulo anterior, los riesgos soberanos en materia económica se calificarán desde '1' hasta '6'. Los niveles de calificación oscilan entre los superiores a 38.000 dólares, que corresponde a la mejor calificación de '1', y los inferiores a 1.100 dólares, a los que se les atribuye la peor calificación, de '6'.

El PIB per cápita en euros de Cataluña en el año 2013 es estimado por el Idescat (Instituto de Estadística de Cataluña) en 27.298 euros. Considerando que el tipo medio de cambio en el año 2013 fue de 1 dólar = 0,783 euros, el PIB per cápita en dólares de Cataluña se situó en el equivalente a unos 34.864 dólares.

La serie histórica anual desde el año 2008 es la siguiente:

### PIB per cápita - Cataluña

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB en millones de euros	212.894	203.948	204.285	204.860	203.079	203.615
Población	7.357.506	7.439.311	7.481.935	7.512.893	7.497.218	7.458.842
PIB per cápita en euros	28.936	27.415	27.304	27.268	27.087	27.298
PIB per cápita en % de variación		-5,3 %	-0,4 %	-0,1 %	-0,7 %	+0,8 %

Fuente: Idescat.

Por tanto, el PIB per cápita de Cataluña, aun no correspondiendo a un estado independiente, se situaría en la franja alta de la calificación '2', según los datos del Eurostat, por encima de la media de la UE-28 establecida en 25.700 euros, y de estados como España (24.500 euros) e Italia (25.100 euros), al mismo nivel del Reino Unido (27.200 euros) y muy cerca de Francia (27.800 euros)

Es importante comentar que una transición de forma negociada con España hacia la independencia favorecería, no únicamente la continuidad y consolidación del actual nivel de renta per cápita catalán, sino que lo potenciaría, ya que Cataluña dispondría del beneficio fiscal derivado de la creación del nuevo Estado. Este beneficio fiscal facilitaría una mayor creación de riqueza, ya que estos nuevos recursos tendrían un efecto multiplicador en la economía catalana.

Una vez establecida la calificación del elemento principal, será necesario efectuar una aproximación a dos elementos más, que aunque secundarios, también son relevantes, como son la capacidad de crecimiento económico y la diversidad y la volatilidad de la economía para completar el análisis del área económica. Esta economía, además de tener un buen nivel de renta per cápita, tener buenas perspectivas de crecimiento y estar diversificada, vería reafirmada la calificación inicial anterior. Al contrario, una economía con dudosa capacidad de crecimiento y muy concentrada en pocos sectores obligaría a modificar la calificación inicial a la baja.

#### 4.2.2 Crecimiento económico

La valoración de la capacidad de crecimiento económico de un estado, a pesar de que existen excepciones, se hará en base a la trayectoria del PIB per cápita durante un período de 10 años. Este ciclo de 10 años comprende datos históricos reales de los últimos 6 años, una estimación del año en curso y una previsión de los próximos 3 años.

En cuanto a los datos históricos reales de Cataluña será necesario referirse a la tabla anterior, en la que se puede comprobar que en el período 2008-2013 se ha producido una contracción del PIB catalán del 5,7 %, lo que nos da una contracción media anual

del 1,1 %. Este dato, a pesar de que corresponde a un período de profunda recesión económica, conduciría automáticamente a la recalificación a la baja del elemento principal de la estructura económica.

Por otra parte, de acuerdo con la publicación "Escenari macroeconòmic de Catalunya per als anys 2014 i 2015", de junio del 2014, elaborado y publicado por el Departamento de Economía y Conocimiento de la Generalidad de Cataluña, la tasa prevista de crecimiento del PIB para el año 2014 es del 1,4 % y para el año 2015 del 2,1 %. Estos datos confirman el cambio de tendencia de la economía catalana a medida que, aunque lentamente, se va superando la larga crisis económica que ha afectado en mayor o menor medida a la mayoría de las economías de la Unión Europea, salvo alguna excepción.

Hacer previsiones económicas, y de cualquier clase, incluso a corto plazo, es muy arriesgado. Hacerlo a medio plazo, es decir, para los años 2016 y 2017, podría calificarse de atrevido. Nadie puede saber lo que sucederá en un futuro, y menos en el caso de Cataluña. Afrontamos un proceso de autodeterminación que el pueblo catalán y sus instituciones están impulsando de forma pacífica y democrática, pero delante hay un intransigente Estado español, que no ha tenido la voluntad de negociar en ningún momento el derecho a decidir el futuro político de los catalanes y las catalanas. Teniendo en cuenta que el proceso de autodeterminación se presenta muy complejo y de difícil predicción, lo único que se puede hacer es aplicar una lógica tendencial y meramente estadística, que nos llevaría a estimar, con todas las reservas posibles, que la economía catalana podría crecer alrededor de un 2,5 % en el año 2016 y hasta un 3,0 % en el año 2017. Conviene insistir en que estas estimaciones responden a la extrapolación de una tendencia, y a nada más que esto.

Teniendo en cuenta todos los datos y consideraciones anteriores, surge la duda de si la calificación inicial de un '2', en la franja alta, debería ser o no corregida a la baja. Tenemos, por un lado una trayectoria histórica negativa del período 2008-2013, y por otro lado, un claro cambio de tendencia en el año 2013, con unas perspectivas positivas de recuperación creciente de la actividad económica hasta el año 2017.

Una vez se analice el segundo elemento secundario del área económica, la diversidad y volatilidad de la economía catalana, se hará una reflexión conjunta sobre estos dos elementos secundarios y como pueden incidir en la potencial corrección del elemento principal, es decir, del nivel del PIB per cápita.

#### **4.2.3 Diversidad y volatilidad de la economía**

Si un estado tiene una estructura económica excesivamente concentrada o volátil, la calificación inicial debería corregirse a la baja. Una economía estará excesivamente concentrada si depende en más de un 20 % de una actividad determinada o si su economía está expuesta de forma constante a desastres naturales o a graves

inclemencias meteorológicas que puedan afectar negativa y significativamente algunos sectores fundamentales.

Es evidente que las economías que se encuentran en situaciones como las descritas son mucho más vulnerables que las economías diversificadas, mucho más flexibles y preparadas para afrontar ciclos económicos difíciles, y que no tienen que enfrentarse a desastres naturales y condiciones climáticas excesivamente adversas de forma habitual o muy frecuentemente.

En la tabla siguiente puede observarse, según los datos de contabilidad regional del INE (Instituto Nacional de Estadística) español, como se ha distribuido el PIB catalán por ramas generales de actividad.

#### **Producto interior bruto de Cataluña a precios de mercado en % sobre el total**

<b>Ramas generales de actividad en %</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Agricultura, ganadería, etc.	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Industria y energía	21 %	19 %	20 %	20 %	21 %	21 %
Construcción	12 %	12 %	9 %	8 %	7 %	7 %
Comercio, reparaciones, transporte, hotelería, restauración, información y comunicaciones	29 %	29 %	30 %	31 %	32 %	32 %
Actividades financieras, inmobiliarias, profesionales, científicas, técnicas, etc.	20 %	21 %	20 %	21 %	21 %	21 %
Adm. públicas, defensa, SS, educación, actividades artísticas, recreativas, sanitarias, etc.	17 %	18 %	19 %	19 %	18 %	18 %
<b>TOTAL</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

Fuente: INE, contabilidad regional.

Del análisis de la tabla anterior puede comprobarse que la estructura económica catalana está muy diversificada. Considerando las seis ramas generales de actividad, y teniendo en cuenta que el sector primario es prácticamente testimonial, se observa que únicamente una de las ramas correspondiente a los servicios excede significativamente el 20%.

La citada rama, que representa una media del 30% de la actividad económica catalana, comprende diversas actividades económicas diferenciadas, que se pueden agrupar de la forma siguiente:

- comercio y reparación de vehículos
- transporte y almacenamiento
- hotelería, restauración y servicios turísticos
- información y comunicaciones

La actividad con más peso específico es el comercio y reparación de vehículos, que representa un 13% del PIB catalán total. Por lo tanto, podría confirmarse que la

economía catalana presenta una diversificación estructural por actividad muy equilibrada, y en consecuencia, no sería necesario, según los resultados obtenidos, hacer ninguna corrección a la baja de la calificación inicial en este apartado económico.

En cuanto a la volatilidad de la economía catalana, poco tendría que añadirse. Únicamente destacar de nuevo el papel testimonial del sector primario, como la agricultura, vulnerable a factores ambientales, y el actual bajo peso específico de la construcción, a la baja y de forma significativa desde el año 2010. Este último sector, muy especulativo, tal y como se ha demostrado en la crisis que aún estamos sufriendo, tiene cada vez menos peso relativo en nuestra economía.

La vulnerabilidad de la economía catalana con respecto a los desastres naturales y a las condiciones meteorológicas adversas es muy reducida, prácticamente insignificante. Ni las características de nuestra economía, ni nuestro entorno geográfico, ni las condiciones climáticas de nuestra región, pueden hacer prever que, en condiciones normales, nuestra economía pueda, en alguna ocasión, verse negativamente afectada por cualquiera de dichos factores medioambientales.

En definitiva, tomando como punto de partida la calificación inicial correspondiente al elemento principal, el PIB per cápita, obtendríamos una calificación de '2'. En el peor de los casos, esta calificación podría ser corregida a la baja hasta un '3' a causa, tal y como hemos visto, de la moderada capacidad actual de crecimiento. La clave está en la valoración de este elemento de corrección negativa relativo al crecimiento económico. Por un lado tenemos un historial reciente de crecimiento negativo en promedio del período 2008-2013, y por otra tenemos un presente y un futuro a medio plazo con expectativas razonables de crecimiento sólido y sostenido en el tiempo. Por tanto, la franja de calificación del área de estructura económica estaría entre el '2' y el '3'.

### **4.3 Estimación de la calificación del segmento institucional y económico**

Como conclusión a los dos apartados anteriores relativos al segmento institucional y económico, una Cataluña independiente tendría, en condiciones normales, una potencial calificación en este segmento entre un '2', que corresponde a un perfil "muy fuerte", y un "3" que corresponde a un perfil "moderadamente" fuerte.

Teniendo en cuenta las valoraciones anteriores, se considera que la calificación del segmento institucional y económico debería ser un '2,5', que corresponde a un perfil "fuerte" y que comprende a una amplia franja de "ratings", que oscilan desde 'AA+' hasta 'BB-', dependiendo de los resultados relativos al segundo segmento del sector exterior, finanzas públicas y política monetaria, que a continuación será objeto de análisis en los apartados siguientes.

## **5. Análisis del segmento del sector exterior, finanzas públicas y política monetaria**

Como se ha señalado anteriormente, el segmento del sector exterior, finanzas públicas y política monetaria pretende reflejar la sostenibilidad de las finanzas públicas y la deuda pública, desde la perspectiva de la posición exterior del país, así como recoger el grado de flexibilidad fiscal y monetaria. La valoración de este segmento se construye como la media de las calificaciones alcanzadas por las tres áreas implicadas: equilibrio del sector exterior, gestión de las finanzas públicas y flexibilidad de la política monetaria.

### **5.1 Equilibrio del sector exterior**

La calificación del sector exterior refleja la capacidad de un estado de obtener del exterior los fondos necesarios para cumplir las obligaciones contraídas por los sectores público y privado frente a los no residentes. La calificación del sector exterior se refiere a las transacciones y posiciones de todos los residentes frente a los no residentes, ya que es la totalidad de estos flujos y saldos la que afecta a la competitividad, la evolución del tipo de cambio, el sentimiento de los inversores extranjeros y, en última instancia, a la capacidad de compra y pago internacional del país.

#### **5.1.1 La moneda nacional en las transacciones internacionales**

El primer elemento se refiere al grado en que la moneda nacional se utiliza en las transacciones internacionales. Se atribuye una mejor calificación exterior a los estados que controlan una moneda de reserva o una moneda muy utilizada en las transacciones internacionales. En estos casos las monedas se utilizan en transacciones financieras fuera de sus fronteras, por lo que los países son menos vulnerables a los cambios en las carteras de inversión de los inversores internacionales que en el caso de otros países. Sería solo el caso de EEUU, Reino Unido, Japón, Francia y Alemania.

Cuando la divisa de un estado no es una moneda de reserva ni es utilizada activamente en el marco de las transacciones internacionales, el criterio de evaluación combina la situación de la deuda externa con el análisis de la liquidez frente al exterior.

Por otro lado, si un estado pertenece a una unión monetaria recibe una calificación exterior basada en su posición exterior y en la moneda en que participa. Aunque los miembros de una unión monetaria comparten una moneda y un mercado de capitales comunes, la liquidez exterior y la balanza de pagos de los miembros individuales pueden variar bastante. Aunque un miembro muestre un déficit por cuenta corriente considerable y sostenido, no es probable que haya presiones sobre el tipo de cambio por este motivo, ya que los movimientos del tipo de cambio es más probable que estén en función de las características institucionales, políticas y económicas de la unión en su conjunto. Sin embargo, un déficit de cuenta corriente grande y sostenido

de un miembro puede ser un signo de baja competitividad o de una economía sobreendeudada, o de ambos factores. La pérdida de competitividad es poco probable que se atenúe a raíz de ajustes del tipo de cambio, y las mejoras pueden requerir un período prolongado de poco o ningún crecimiento, posiblemente en un entorno de deflación. Por el contrario, el superávit por cuenta corriente de un miembro individual de la unión podría ser un signo de una fuerte competitividad y sostener una sólida posición acreedora externa.

### 5.1.2 Liquidez y endeudamiento exterior

A partir de lo anterior, y en el supuesto de que Cataluña seguiría en la unión monetaria que constituye la zona euro, su calificación exterior se derivaría del análisis de la liquidez y del endeudamiento exterior. Las calificaciones a atribuir oscilan, al igual que en los apartados anteriores, entre el '1' y el '6'.

En este punto hay que señalar que no se dispone de los datos necesarios para hacer estos cálculos para la economía catalana, tomada individualmente. Cuando se plantea este vacío de datos, se opta por asignar una calificación inicial igual a la atribuida al "estado de acogida", es decir, al estado que emite la moneda que utiliza el país analizado. Esta calificación inicial se penaliza si de la falta de datos se considera que se deriva un riesgo de crédito más elevado, y pueden aplicarse penalizaciones adicionales en función de una serie de consideraciones subjetivas.

En el caso de la economía catalana, el estado de acogida o de referencia, en este estudio, sería España. Las ratios que muestra la economía española por los conceptos de sector exterior mencionados figuran en el siguiente cuadro.

#### España - Ratios sector exterior (%)

Datos en %	2012	2013	2014	2015	2016
Necesidad de financiación ext. bruta / ingresos cuenta corriente + reservas utilizables	297,6	260,5	242,9	219,2	207,4
Deuda exterior neta restringida / ingresos cuenta corriente	295,0	282,5	254,5	231,0	208,7

Fuente: S&P "Ratings On Spain Raised to 'BBB/A-2' On Improved Economic Prospects; Outlook Stable" Mayo 23, 2014.

La necesidad de financiación exterior bruta respecto a la suma de ingresos por cuenta corriente y las reservas exteriores utilizables supera de largo el 200%, mientras que la relación de la deuda exterior neta restringida sobre los ingresos por cuenta corriente también supera el 200%. Como consecuencia, la calificación se situaría en el punto más bajo, es decir, el nivel '6'.

A pesar de esta falta de información, algunos indicadores permiten anticipar que la calificación de Cataluña, en este apartado, sería superior a la española actual. Los datos apuntan a un saldo de la balanza de bienes y servicios catalana ampliamente

positivo, que daría como resultado una balanza por cuenta corriente más positiva —o menos negativa— que la española.

Los datos del saldo de bienes y servicios con el exterior, a partir de los datos de contabilidad nacional que elabora el Idescat, apuntan a unas cifras ampliamente positivas (España + extranjero, en términos de aportación al PIB), que llegan en 2013 al 10% del PIB, una de las ratios más elevadas de la UE. Esta evolución es fruto de una tendencia a una ligera bajada del tradicional saldo positivo con España, acompañada del cambio de signo del saldo con el extranjero, que pasa de negativo a positivo en los años de la crisis. El cambio de signo del saldo con el extranjero es producto del sostenimiento del saldo positivo del turismo —que no se ha visto afectado por la recesión económica— y de una mejora sustancial del saldo de bienes y servicios, excepto el turismo. En la evolución del saldo de bienes y servicios, excepto el turismo, cabe destacar el dinamismo de las exportaciones al extranjero, que han mantenido su tendencia creciente, a pesar de la crisis, mientras que las importaciones sufrían una notable frenada por la recesión del consumo y la inversión interior.

<b>INDICADORES DE SECTOR EXTERIOR DE CATALUÑA</b>								
<i>Millones de euros</i>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Saldo sector exterior (1) (2)</b>	<b>6.891</b>	<b>3.669</b>	<b>4.791</b>	<b>9.513</b>	<b>11.131</b>	<b>14.735</b>	<b>17.321</b>	<b>21.773</b>
Saldo con el extranjero (2)	-11.364	-13.892	-9.743	-771	-487	3.850	8.810	11.081
<i>saldo bienes y servicios sin turismo (2)</i>	-17.843	-20.453	-16.458	-7.322	-7.364	-3.749	828	2.559
<i>saldo turismo (2)</i>	6.479	6.561	6.716	6.551	6.876	7.599	7.981	8.522
Saldo con el resto de España	18.255	17.561	14.534	10.284	11.618	10.885	8.511	10.692
<b>Saldo inversión extranjera en Cataluña</b>	<b>-3.770</b>	<b>-4.538</b>	<b>-3.990</b>	<b>-753</b>	<b>2.731</b>	<b>145</b>	<b>685</b>	<b>1.665</b>
Total del extranjero a Catalunya	2.659	2.621	2.344	1.569	4.824	3.044	2.669	3.511
Total de Cataluña al extranjero	6.429	7.160	6.334	2.322	2.093	2.900	1.984	1.846
<b>Saldo total créditos-depósitos</b>	<b>116.644</b>	<b>149.392</b>	<b>157.615</b>	<b>152.097</b>	<b>150.960</b>	<b>150.421</b>	<b>125.242</b>	<b>96.065</b>
Variación saldo créditos-depósitos	26.849	32.748	8.223	-5.518	-1.137	-539	-25.179	-29.177

(1) Incluye el saldo al extranjero y con el resto de España.  
(2) Los saldos vinculados al comercio exterior se presentan como aportaciones al producto interior bruto

FUENTE: Idescat y elaboración propia

En cuanto al resto de componentes de la balanza corriente, hay que apuntar que las transferencias corrientes arrojarían un saldo ampliamente negativo, en la medida que aquí se inscriben los pagos de impuestos a la Administración central española, un elemento que desaparecería en el momento de la proclamación de la independencia. Las transferencias de los inmigrantes al exterior también reforzarían el signo negativo, así como el saldo de las relaciones con la Unión Europea. Finalmente, se estima que la cuenta de rentas tendría un signo negativo, causado por el servicio de la deuda pública. En cualquier caso, las perspectivas serían bastante positivas una vez alcanzada la independencia, gracias a la desaparición de las transferencias ligadas al pago de impuestos estatales.

En cuanto a la cuenta financiera de la balanza de pagos (variación de activos y pasivos), se dispone de datos relativos a la inversión exterior en Cataluña, según las cuales el flujo de inversiones extranjeras en Cataluña se ha mantenido relativamente estable en los últimos años y no aparenta haber sufrido los efectos de la recesión económica. Por



su parte, el flujo de inversiones catalanas hacia el exterior ha sido más volátil: muy elevado en los años previos a la crisis, con una significativa disminución en los años recientes. El saldo de estos flujos es normalmente negativo (salida de capital: la variación de los activos supera la variación de los pasivos) salvo algún año puntual, y más frecuentemente positivo en los últimos años (entrada de capital).

Respecto a los flujos de inversión directa que se producen con el resto de España, existe una elevada incertidumbre, aunque se podría presumir que son de signo negativo (Cataluña invierte más en el resto de España que el resto de España lo hace en Cataluña), dada la estructura industrial y financiera de ambas economías.

Otro componente de la cuenta financiera serían los movimientos bancarios, y aquí se dispone de los datos correspondientes al saldo de créditos y depósitos de la banca radicada en Cataluña —tradicionalmente negativo— que muestra un descenso de los créditos que no ha sido seguido de un retroceso los depósitos, por lo que el tradicional saldo negativo depósitos-créditos se ha reducido. Esto se traduciría en un flujo negativo en los últimos años con respecto al exterior.

En definitiva, como se ha apuntado más arriba, los datos actualmente disponibles señalan una situación de la balanza corriente de la economía catalana mejor que la del conjunto español, y que por tanto podrían dar base para pensar en una situación de liquidez frente al exterior más favorable. Aunque estos datos no se pueden cuantificar con una mínima precisión, nos inclinamos por una calificación de '5', más realista y más en línea con las expectativas futuras señaladas anteriormente.

La calificación exterior inicial estaría sujeta a ajustes en función de un conjunto de elementos. Como elementos de mejora están un superávit por cuenta corriente persistente en el tiempo, en un estado que disponga de una moneda utilizada activamente en el comercio internacional, por un lado, y, por otro, una sólida posición exterior neta. Ninguno de estos dos elementos se podría aplicar a Cataluña.

Como elementos de recorte de la calificación tenemos la existencia de un déficit por cuenta corriente elevado y persistente en el tiempo, indicativo de un problema estructural de competitividad o de sobreendeudamiento interno, o la exposición a un riesgo de deterioro de la financiación exterior derivado de diferentes circunstancias. En un escenario de normalización de la situación económica y financiera de una Cataluña independiente no se deberían aplicar ajustes a la baja por estos elementos.

Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, y asumiendo las incertidumbres derivadas de la falta de los datos necesarios para determinar los ratios que permitirían precisar la situación exterior de la economía catalana, tanto en cuanto a la balanza de pagos como la posición exterior de activos y pasivos, debemos concluir que la calificación aplicable en el apartado de liquidez externa e inversiones internacionales sería un nivel superior a la correspondiente al conjunto de la economía española, es decir, un nivel de '5', dentro de la escala que va de '1' a '6'.

## **5.2 Gestión de las finanzas públicas**

La calificación de las finanzas públicas refleja la sostenibilidad de los déficits públicos y la carga de la deuda. Esta medida considera la flexibilidad fiscal, las tendencias a largo plazo y las vulnerabilidades, la estructura de la deuda y el acceso a la financiación, y los riesgos potenciales de posibles contingencias negativas. Para hacer el análisis de todas estas dimensiones, consideramos dos elementos: la evolución de las finanzas públicas y la flexibilidad fiscal, y la carga de la deuda, que se califican por separado. Como en los elementos anteriores, la calificación oscilará entre el '1' y el '6'. El '1' corresponde a la mejor calificación y el '6' a la peor.

### **5.2.1 Evolución de las finanzas públicas y la flexibilidad fiscal**

Para determinar la calificación con relación al rigor presupuestario y la flexibilidad fiscal, primero obtenemos una calificación inicial de acuerdo con la variación de las proyecciones de la deuda pública, calculada como porcentaje del PIB. Después, la calificación inicial puede tener un ajuste positivo o negativo, según una serie de factores.

Si Cataluña fuese independiente, desaparecería el déficit fiscal con el Estado español, que supuso en promedio el 8% del PIB en el período 1986-2011, con lo cual el déficit presupuestario de la Generalidad de Cataluña, que disminuyó desde el 4,6% del PIB en 2010 al 2,0% del PIB en 2013, cambiaría de signo. El gasto público de la Generalidad es bajo actualmente respecto al PIB. Aunque lógicamente tendría que aumentar al asumirse las nuevas estructuras de estado, el incremento de gasto se situaría considerablemente por debajo de los ingresos adicionales.

Suponiendo el mantenimiento de la actual presión fiscal en cuanto a los ingresos, aunque el gasto público podría elevarse adicionalmente, además de la asunción de las nuevas estructuras de estado, el actual déficit público de Cataluña, a causa de la crisis económica y del ahogo financiero del Estado español, pasaría a ser un superávit. De esta forma, la deuda pública podría disminuir progresivamente, para reforzar la solvencia del nuevo estado, tal como se proyecta en el cuadro siguiente. Cabe subrayar que las proyecciones previstas son prudentes, ya que, como se ha mencionado, el déficit fiscal medio es de un 8% del PIB y la mayoría de estudios solventes sitúan la ganancia fiscal anual por la independencia por lo menos en un 5% del PIB. La puntuación inicial sería de un '1', la más fuerte.

<b>FINANZAS PÚBLICAS DE LA CATALUÑA INDEPENDIENTE</b>			
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>PIB p. m. (millones de euros)</b>	213.684	220.559	229.902
<b>Saldo público (% del PIB)</b>	1,3	2,1	2,8
<b>Deuda pública (% del PIB)</b>	70	66	61
<b>Gasto público en intereses (% sobre ingresos)</b>	7	6	4

Fuentes: PIB 2015, Depto. Economia i Coneixement de la Generalitat de Catalunya; resto, elaboración propia.

En cuanto a los elementos de ajuste, los positivos no se aplicarían, ya que no se dispondría de un gran volumen de activos líquidos ni el Gobierno tendría mucho margen para subir los impuestos o efectuar recortes presupuestarios. En cuanto a los elementos de ajuste negativos, tampoco serían relevantes. Los ingresos públicos no presentan una perspectiva de volatilidad especial, el índice de desarrollo humano se sitúa por encima de la media europea y, por tanto, no existen presiones de gasto extraordinarias, y las tensiones por gastos con relación al envejecimiento de la población no están a la vista.

### **5.2.2 Carga de la deuda**

La calificación de la carga de la deuda refleja el nivel de la deuda soberana en el futuro. Los elementos relevantes para la calificación de la carga de la deuda son: el nivel de la deuda en relación con el PIB, el coste de los intereses en relación con los ingresos públicos, la estructura de la deuda y el acceso a la financiación. Esta calificación también refleja riesgos procedentes de contingencias negativas que podrían aumentar la deuda pública si se produjesen. La combinación de estos elementos determina la calificación por la carga de la deuda pública. Primero se obtiene una calificación inicial según las dos medidas clave del nivel de la deuda pública y del coste de la deuda. La calificación inicial puede estar sujeta a un ajuste positivo o negativo dependiendo de distintas circunstancias.

Respecto a la deuda pública, el nivel de la deuda de la Generalidad de Cataluña al final del tercer trimestre de 2014 más la deuda de las Administraciones locales catalanas ascendía a alrededor del 33% del PIB. El nivel de la deuda pública de una Cataluña independiente es una cuestión que dependería de las negociaciones de distribución de activos y pasivos según el derecho internacional que regula la sucesión de estados. Si no hubiese acuerdo, Cataluña no tendría por qué asumir deuda emitida por el Reino de España y el nivel de la deuda pública sería, pues, en torno al 33% del PIB, un nivel relativamente bajo, ya que la media de la Unión Europea se coloca alrededor del 90% del PIB y la de la zona euro en torno al 96% del PIB.

De todas maneras, el escenario más probable es el de un acuerdo, con lo cual Cataluña asumiría una parte proporcional de la deuda de la Administración central española. El porcentaje de esta deuda que tendría que asumir una Cataluña independiente dependería del resultado de las negociaciones. Aquí, en línea con el documento del

Consejo Asesor para la Transición Nacional (CATN) "La viabilitat fiscal i financera d'una Catalunya independent", supondremos que el reparto se haría según la pauta de la distribución geográfica del gasto del Estado español en Cataluña. Esto tiene sentido porque se incurre en deudas para poder avanzar en el tiempo un gasto concreto. De todas formas, cabe señalar que otros posibles repartos podrían tener como base la población o el nivel de renta. De esta manera, suponiendo que la Cataluña independiente asumiese la parte proporcional de la deuda de la Administración central española correspondiente al porcentaje de gasto en Cataluña en los últimos seis años disponibles, de acuerdo con la vida media de la deuda pública española, más la deuda autonómica y la de las Administraciones locales catalanas, resulta un nivel de deuda pública alrededor del 74% del PIB, por debajo de la media europea y de la zona euro. Para obtener el nivel de la deuda pública neta tendríamos que restarle los activos más líquidos. Además, se puede señalar que cuando en breve se publique el PIB con la nueva metodología SEC-2010 esta ratio bajará algún punto, ya que con los últimos cambios contables el PIB de Cataluña se elevará probablemente, pero esto no será relevante respecto a la calificación determinada aquí.

En cuanto a los gastos por intereses, se beneficiarían de la perspectiva de muy bajos niveles de los tipos de interés globales en los próximos años. En relación con los ingresos públicos, que serían notablemente más elevados al ingresarse la totalidad de los impuestos generados por la economía catalana, se colocarían un poco por encima del 5% en promedio para los próximos años, con una tendencia descendente. Así, la calificación inicial de ambas medidas sería de '4' respecto a este apartado.

Respecto a los elementos de ajuste, no son relevantes ni los negativos ni el positivo. En cuanto a un posible ajuste negativo adicional por contingencias de pasivo, relacionadas con riesgos del sector financiero, las empresas no financieras del sector público y avales y garantías fuera del presupuesto, parecen limitadas. En todo caso, las instituciones financieras catalanas han superado con éxito las pruebas de resistencia del Banco Central Europeo. Por tanto, la calificación de este elemento se mantendría en el '4'.

Por consiguiente, la calificación del área correspondiente a las finanzas públicas sería la media de '1' y '4'; por tanto, sería de '2,5'.

### **5.3 Flexibilidad de la política monetaria**

La calificación monetaria refleja hasta qué punto la autoridad monetaria del estado soberano puede cumplir su mandato y al mismo tiempo apoyar al crecimiento económico y atenuar los choques económicos y financieros. Una política monetaria flexible puede ser un importante elemento para prevenir un deterioro de la calificación crediticia soberana en tiempos de tensiones.

La calificación monetaria de un estado soberano resulta del análisis de la capacidad de su política monetaria para apoyar a un crecimiento económico sostenible, facilitar la regulación de la inflación a lo largo de un ciclo económico y de su impacto en la economía real.

La calificación inicial resulta de hacer la media entre el régimen cambiario de la moneda y la credibilidad de la política monetaria. Las calificaciones oscilarán, como en las otras áreas, entre el '1' y el '6', siendo el '1' la más alta y el '6' la más baja; y las valoraciones, al igual que en las estructuras de estado, serán más bien cualitativas.

Supondremos que, por lo menos después de un período transitorio, Cataluña formaría parte de la zona euro. Efectivamente, en caso de una salida pactada con el Estado español, no parece difícil que Cataluña pueda pertenecer a la zona euro. De hecho, hay otras opciones, como que Cataluña podría utilizar el euro como moneda con un acuerdo monetario con la Unión Europea, que solamente se tendría que tomar por mayoría cualificada. Siempre quedaría la opción de emitir moneda propia. Esto sería perfectamente factible por la dimensión económica y por el desarrollo de su sistema financiero. Aquí supondremos que Cataluña formaría parte de la zona euro, que es el escenario que parece más probable.

La calificación monetaria para estados soberanos en una unión monetaria se obtiene en un proceso de dos fases. En la primera fase se asigna una calificación inicial al conjunto de la unión monetaria. En la segunda fase se rebaja la calificación inicial en un punto para reflejar que los miembros de una unión monetaria en general tienen menos flexibilidad en relación con los estados soberanos que tienen un banco central propio. Además, la calificación puede reducirse en otro punto si la economía del miembro de la unión monetaria no está sincronizada con el conjunto de la unión monetaria.

De acuerdo con el criterio anterior, la calificación inicial del euro sería un '1', ya que el euro es una moneda denominada de "reserva", al igual que el dólar y el yen. Así mismo, la calificación atribuida a la credibilidad de la política monetaria de la eurozona, por razones obvias, sería también de '1'. Por tanto, la calificación inicial del euro y el área del euro sería de '1'.

En cuanto a la calificación de la Cataluña independiente, inicialmente, sería, pues, de '2', por las razones apuntadas anteriormente. No habría ningún motivo para una rebaja adicional por falta de sincronización con el conjunto de la zona del euro. De todas maneras, se tendrían que considerar otros elementos que podrían disminuir hasta tres puntos la calificación en caso de importantes problemas en la transmisión de la política monetaria o de restricciones importantes en los movimientos de capitales. Sin embargo, estos elementos correctivos no se aplicarían. De todo esto resulta una calificación monetaria de '2'.

#### 5.4 Estimación de la calificación del segmento del sector exterior, finanzas públicas y política monetaria

Como conclusión de los tres apartados anteriores relativos al segmento del sector exterior, finanzas públicas y política monetaria, una Cataluña independiente tendría, en condiciones normales, una potencial calificación en este segmento de un '3,2' como mínimo, que corresponde a un perfil "moderadamente fuerte". La calificación de "moderadamente fuerte" de este segmento abarca una amplia franja de "ratings", que oscilan desde 'AA+' hasta 'B+', dependiendo de los resultados relativos al primer segmento institucional y económico.

### 6. Conclusiones finales: aproximación a la calificación crediticia potencial de un Estado catalán

De acuerdo con los apartados anteriores, las calificaciones obtenidas en los dos segmentos de análisis son las siguientes:

#### Calificaciones medias de los segmentos analizados

Segmentos	Calificación
Segmento institucional y económico	2,5
Segmento del sector exterior, finanzas públicas y política monetaria	3,2

Fuente: Elaboración propia.

Estas dos calificaciones nos conducen a una calificación crediticia de 'A+', pero en la franja baja, muy cerca de 'A'. Por tanto, una Cataluña independiente con seguridad se situaría claramente en zona de grado de inversión, y con un potencial considerable de mejora.

La potencial mejora de la calificación crediticia de una Cataluña independiente respecto a la actual de 'BB', según lo que puede concluirse del presente estudio, sería muy significativa, de 7 niveles:

Calificación crediticia	Riesgo soberano
...	
A+	Cataluña independiente
A	
A-	País Vasco, Navarra
BBB+	
BBB	España
BBB-	
BB+	
BB	Cataluña actual
...	

La calificación 'A+' actualmente solo está atribuida a Israel y Corea. Con esta calificación crediticia Cataluña superaría en dos niveles la del País Vasco y Navarra, lo que confirmaría que las conclusiones a las que llega este estudio parecen razonables, en el sentido de que una Cataluña independiente en modo alguno debería tener una calificación inferior, sino en todo caso superior, a estas dos comunidades autónomas españolas. El potencial y la diversificación de la economía catalana en su conjunto así lo hacen evidente.

La calificación 'A' actualmente está atribuida a los emiratos de Ras Al Khaimah y Sharjah, al Sultanato de Omán, Eslovaquia y Trinidad y Tobago y la 'A-' a estados como Botsuana, Curasao, Irlanda, Letonia, Lituania, Malasia, Polonia y Eslovenia. Una Cataluña independiente, con todo su potencial, debería de tener también, sin lugar a dudas, una calificación crediticia superior a la de estos estados.

Por tanto, se evidencia una vez más que una Cataluña independiente disfrutaría de una calificación crediticia, o "rating", en los mercados financieros internacionales muy superior a la actual. En estos momentos, los mercados financieros internacionales observan con recelo una economía catalana sin ningún tipo de autonomía, dependiente de forma casi absoluta en materia fiscal y financiera del Estado español. Dicha falta de capacidad de autogestión de los recursos generados por la propia economía catalana condiciona las posibilidades de desarrollo económico de Cataluña y la prosperidad de futuras generaciones de catalanas y catalanes, y al mismo tiempo afecta de forma muy negativa nuestra calificación crediticia en los mercados financieros internacionales.

Direcciones de correo electrónico de los autores

Joan Elias:           jelias@economistes.com

Joan M. Mateu:       Jmmateu1953@gmail.com