

EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN EN LA CRISIS DE LA DEUDA

NURIA ALONSO Y DAVID TRILLO*

RESUMEN:

Como consecuencia de la crisis se han reavivado las críticas a las Agencias de Calificación. Aunque en la metodología de las Agencias se citan un conjunto amplio de variables para la determinación de las calificaciones, en las etapas de turbulencias financieras las rebajas de rating parecen producirse al hilo de los acontecimientos y desconectadas del marco analítico que estas instituciones plantean en su metodología de calificación. En el artículo se analizan estos problemas y se señala la imposibilidad de discriminar entre los acreditados con tantos grados como plantean las agencias y cómo han cambiado las calificaciones para los países en dificultades financieras en Europa siguiendo la senda de evolución de la prima de riesgo.

PALABRAS CLAVE:

Agencias de calificación; riesgo; crisis financiera; política económica; arquitectura financiera internacional.

TITLE:

The role of Rating Agencies in the Debt Crisis

ABSTRACT:

As a result of the crisis, criticism of the Rating Agencies have again revived. Although the methodology of the agencies cited a broad set of variables for determining ratings, the rating downgrades seem to occur to the thread of events in times of crisis, outside the methodology of the rating agencies. The article discusses these issues and identifies the inability to discriminate between many degrees as accredited agencies raised and how they have changed the qualifications for financially troubled countries in Europe in terms of the evolution of the spread.

KEYWORDS:

Rating Agencies; risk; financial crisis; political economy; international financial architecture.

***Nuria ALONSO** es Doctora en Economía por la Universidad Rey Juan Carlos. Profesora en el Departamento de Economía Aplicada II de la Universidad Rey Juan Carlos y profesora en master de distintas universidades. Socia de Vilariño Consultores, empresa especializada en valoración y riesgos financieros.

David TRILLO es Profesor Titular del Departamento de Economía Aplicada II de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. Director del Master Oficial de Asesoría financiera y fiscal en el marco de las NIIF en la Universidad Rey Juan Carlos. Forma parte del equipo de formación y consultoría de Vilariño Consultores para España y Latinoamérica desde 2002.

Introducción

A lo largo de los últimos años hemos tenido múltiples noticias, en general negativas, de las agencias de calificación. Son casos que quedan para el recuerdo los errores de las agencias en la crisis de Venezuela en 1994 o en la crisis asiática en 1997, en los que las agencias rebajaron bruscamente e *in extremis* las calificaciones de los países, a modo de ratificación de acontecimientos a todas luces conocidos. En la crisis actual las agencias han reiterado sus errores manteniendo en lo alto de la tabla de *rating* a Lehman Brothers hasta su quiebra o concediendo la máxima calificación a los productos estructurados cuya gestión por parte de las entidades financieras desencadenó la crisis de 2007, y que quedó demostrado que su solvencia estaba muy lejos de la triple A.

Recientemente las agencias Standard & Poor's (S&P), Moody's y Fitch han rebajado la calificación de la deuda de varios países e instituciones europeos de AAA a AA+ —Francia, Austria y el propio Fondo Europeo de Estabilidad Financiera—, además de la deuda de otros países con problemas para financiar sus déficit públicos. Ya en agosto de 2011, tras setenta años con la máxima calificación, S&P bajó la calificación de *rating* de EEUU de modo que no debe extrañar que se haya producido en otros países avanzados. Sin embargo, el hecho de que los países considerados "libres de riesgo de crédito" estén siendo objeto de rebajas de calificación está volviendo a añadir debate al polémico papel de las agencias de calificación a lo largo de su historia.

En este artículo se analizan los principales problemas metodológicos de las calificaciones de *rating* y el papel de las agencias de calificación como instituciones con capacidad de inducir comportamientos de arrastre en los mercados financieros, especialmente en momentos de turbulencias de financieras como las que se están produciendo en la actualidad. Las claves de la crítica a la actuación de las agencias que se desarrollará a lo largo del trabajo son fundamentalmente dos: en primer lugar que el propio sistema de calificación tiene problemas, en especial con la actual parrilla de calificaciones es imposible discriminar entre unos acreditados y otros; en segundo lugar, las agencias realizan calificaciones de los emisores a largo plazo, según sus propias declaraciones, que en teoría no deberían estar basadas en una práctica oportunista y coyuntural donde elementos circunstanciales de orden político y no económico sean utilizados como excusa para justificar cambios de *rating*. En consecuencia, las agencias deberían anticiparse a los problemas y no al contrario como ocurre en la práctica según el análisis aplicado que se expondrá más adelante.

1. Metodología de los *rating*

1.1. Breve historia de los *rating*

La calificación del riesgo crediticio por parte de agencias evaluadoras existe desde el principio del siglo XX. En concreto, los *rating* de Moody's existen desde justo antes de la Primera Guerra Mundial, para calificar emisiones de bonos soberanos y de provincias o gobiernos locales de Europa, Latinoamérica y Canadá emitidos

en EEUU —que fueron denominados “*Yankee bonds*”—. Los “*Yankee bonds*” se expandieron rápidamente en los años 30, pero las consecuencias de la Gran Depresión y la llegada de la II Guerra Mundial hicieron desaparecer este mercado.

Desde la década de los cincuenta y hasta el principio de los años ochenta las tasas de incumplimiento de los bonos soberanos cayeron a niveles mínimos, en un momento en el que la emisión de bonos soberanos internacionales también era muy reducida. La recuperación de Europa y Japón favoreció la reaparición de emisores en el mercado de Estados Unidos, en el citado contexto de reducidas emisiones de bonos soberanos internacionales. En ese momento el sistema de calificación crediticia por las agencias internacionales estaba poco extendido mundialmente; al principio de los ochenta sólo se había calificado por alguna o varias agencias la deuda soberana de 15 países, todos pertenecientes al grupo de países más desarrollados —OCDE—.

El principal medio de financiación de los gobiernos durante las décadas de 1970 y 1980 fueron los préstamos bancarios. No obstante, a lo largo de la década de los ochenta se fue incrementando la financiación mediante la emisión de títulos negociables, proceso al que se incorporaron nuevos países también miembros de la OCDE. La necesidad de los inversores de disponer de información sobre la calidad crediticia de los emisores facilitó un desarrollo de los *rating* en paralelo al de las emisiones de títulos de renta fija. Adicionalmente, al final de la década de los ochenta se unieron las necesidades de financiación de los países de Latinoamérica y del sudeste asiático materializadas en una nueva clase de activos en lo que se ha denominado los “mercados de bonos de países emergentes”, en buena medida como consecuencia de la crisis de la deuda iniciada por México en 1982 y la salida que se planteó con el Plan Brady en 1989.

La actividad inversora de los países emergentes se aceleró considerablemente en los años 90. Desde 1991 alrededor de 65 países han sido evaluados por primera vez, de un total de algo más de 100. Esta profusión de la incorporación de países a la actividad emisora internacional en la década de los 90 ha ido acompañada de una serie de crisis financieras que han producido revisiones a la baja —en ocasiones muy pronunciadas— de los *rating* soberanos de los países: la crisis de México en 1994-1995, la crisis asiática en 1997, el default ruso en 1998, Brasil en 1999, Argentina en 2001 y 2002, o Turquía en 2003. Actualmente hay más de 120 países con calificación de *rating*.

1.2. Definiciones de los *rating*

En general, una calificación de *rating* es una opinión actualizada sobre la capacidad financiera, o sobre la calidad de crédito, de un emisor de cumplir con sus obligaciones financieras. Esta opinión se centra en la capacidad y la voluntad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros. En consecuencia, la calificación se refiere a la calidad crediticia del emisor de forma genérica y no se basa en ninguna obligación financiera específica ni tiene en cuenta la naturaleza y las cláusulas de

la obligación, su posición relativa en caso de quiebra o liquidación, preferencias estatutarias o la legalidad y la capacidad de ejecución de la obligación. Además, la calificación tampoco tiene en cuenta la calidad de crédito de garantes, compañías de seguros u otras formas de reducción del riesgo.

Las agencias de calificación definen el *rating* o la calificación crediticia como un juicio emitido por un grupo de expertos, como el de las agencias de calificación o el comité de *rating* de un banco, sobre la capacidad del ente evaluado para cumplir sus obligaciones de crédito en un horizonte temporal determinado y en una determinada divisa¹. El hecho de que una calificación crediticia sea un juicio implica que no existe un modelo específico para determinar el *rating*, aunque cada evaluador o tribunal de *rating* aplicará su propia metodología. Como casi todos los juicios, el *rating* es el resultado de una determinada combinación de razonamientos técnicos y valoraciones apoyadas en la experiencia del tribunal.

Otra característica que las agencias dicen que tienen las calificaciones de *rating* y que les permiten desvincularse de las decisiones de los inversores una vez conocida dicha calificación, es que el *rating* de una emisión no es una recomendación para comprar, vender o retener una obligación financiera ya que no se refiere al precio de mercado o conveniencia para un inversionista en particular. Por otro lado, las calificaciones de riesgo crediticio de emisión están basadas en información actual proporcionada por la entidad o emisor de deuda u obtenida por las agencias de otras fuentes que consideran fiables, lo que significa que si la información no es veraz las agencias no son responsables de ello.

Las calificaciones reflejan una opinión sobre el riesgo de crédito en un escenario de largo plazo², lo que presupone a las agencias la capacidad de anticipar hechos adversos sobre la capacidad de pago de los emisores. En principio el *rating* establece una clasificación ordinal entre los acreditados, esto significa que si dos acreditados A y B tienen el mismo *rating*, la capacidad de cumplimiento

¹ En concreto, Fitch lo define de la siguiente forma: *Las calificaciones crediticias de Fitch constituyen nuestra opinión sobre la capacidad de una entidad o de una emisión de títulos de hacer frente a las obligaciones financieras de manera puntual, como el pago de intereses, la devolución del principal, o el pago de dividendos preferentes. Los ratings de Fitch se asignan a una gran variedad de entidades y emisiones, como por ejemplo países soberanos, financiación estructurada, empresas, emisiones de deuda, acciones preferentes, créditos bancarios, riesgo de contrapartes, y también a la solidez financiera de compañías de seguros y garantizadores financieros.*

^{En} el caso de Moody's: *Una calificación crediticia es una opinión relacionada con la confiabilidad crediticia de una entidad, una deuda u obligación financiera, un título de deuda, una acción preferencial u otro instrumento financiero o de un Emisor de dicha deuda u obligación financiera, título de deuda, acción preferencial u otro instrumento financiero, emitida utilizando un sistema establecido y definido de calificación para categorías de clasificación.*

^Y Standard & Poor's: *Una calificación de riesgo crediticio de emisión de Standard & Poor's es una opinión actual sobre la capacidad financiera general de un deudor —su calidad crediticia— respecto a una obligación financiera específica, una clase u obligaciones financieras específicas, o un programa financiero específico —incluyendo las calificaciones de los programas de notas de mediano plazo y de programas de papel comercial—. Esta opinión considera la calidad crediticia de garantes, aseguradoras u otras formas de respaldo crediticio de la obligación y también toma en cuenta la moneda de denominación de la obligación.*

² Aunque también hay calificaciones de *rating* a corto plazo, es el de largo plazo más representativo y el que más influye en las decisiones de los agentes.

de las obligaciones de crédito de A es igual que la capacidad de cumplimiento de obligaciones de crédito de B. Por el contrario, si un acreditado A tiene mejor calificación que otro acreditado B, la capacidad de cumplimiento de obligaciones de crédito de A es mayor que la capacidad de cumplimiento de obligaciones de crédito de B.

Excepto la calificación AAA, todas las demás se subdividen en tres categorías que mantienen, mejoran (+) o empeoran la categoría inicial, es decir, después de AAA se encuentra AA+, luego AA y AA-, A+, A, A- y así sucesivamente hasta llegar la C. De tal manera que tendríamos diez categorías en grado de inversión y otras tantas en grado especulativo³. En la tabla 1 señala qué refleja cada calificación según lo que las propias agencias declaran:

Tabla 1: Calificaciones de *rating* a largo plazo

	Moody's	S&P	Fitch	Significado
GRADO DE INVERSIÓN	Aaa	AAA	AAA	La más alta calidad crediticia. Capacidad de pago enormemente alta aún en condiciones adversas.
	Aa	AA	AA	Muy alta calidad crediticia. Esta capacidad de pago no es significativamente vulnerable en condiciones adversas.
	A	A	A	Alta calidad crediticia. Fuerte capacidad actual de pago. En el futuro puede ser algo más vulnerable que las anteriores ante situaciones adversas.
	Baa	BBB	BBB	Buena calidad crediticia. Ante situaciones adversas no presenta alta protección. Es la categoría más baja de inversión.
GRADO ESPECULATIVO	Ba	BB	BB	Grado especulativo. En el futuro no está asegurada. Ante situaciones adversas carece de protección.
	B	B	B	Altamente especulativa. Escasa garantía de pago. Ante situaciones adversas fuerte vulnerabilidad.
	Caa Ca	CCC CC	CCC, CC, C	Alta probabilidad de incumplimiento. Sólo con condiciones muy favorables puede asegurarse la continuidad de los cumplimientos. CC indica que algún tipo de incumplimiento parece muy probable, C significa incumplimiento inminente.
		SD D	DDD	Default. La diferencia entre DDD, DD y D está en la probabilidad de recuperación. SD: Default selectivo

Fuente: ALONSO, Nuria, 2009.

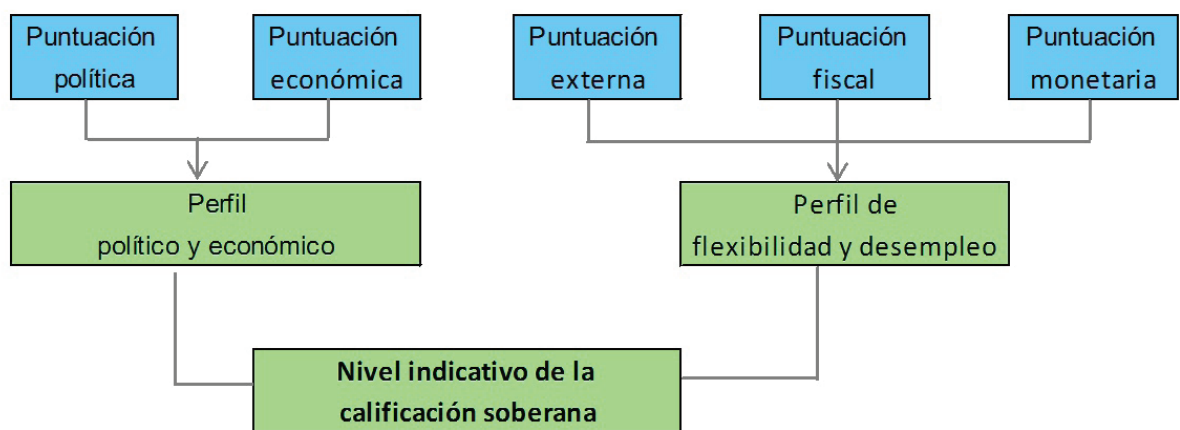
1.3. Metodología de los *rating*

Según declaran las propias agencias, las calificaciones son resultado de una evaluación integral de diversos factores de riesgo crediticio y de escenarios que puedan llevar a un evento de incumplimiento de pago. Cada una de las agencias calificadoras tiene sus propios métodos para establecer las calificaciones, lo que implica que las metodologías de las principales agencias formalmente pueden parecer diferentes. Sin embargo, pueden señalarse una serie de rasgos comunes:

³ El número total en grado de inversión varía según la clasificación concreta de cada agencia.

- Generalmente, los *rating* se establecen en un comité compuesto por un grupo de analistas que evalúan distintas variables que tratan de medir el riesgo de incumplimiento de una emisión de bonos soberanos.
- Detrás de las calificaciones se encuentran valoraciones sobre la solvencia desde puntos de vista tanto cuantitativos como cualitativos. Los aspectos cuantitativos del análisis incorporan varias medidas del desempeño económico y financiero. El análisis es también cualitativo debido a la importancia de los aspectos políticos a la hora de calificar la capacidad futura de atender al servicio de la deuda.
- Las calificaciones de emisores se basan en informaciones actuales suministradas por los propios emisores u obtenidas directamente por las agencias de fuentes que consideran solventes.
- Las variables analizadas están incluidas en un determinado número de grupos que valoran por ejemplo el comportamiento macroeconómico del país, su estabilidad política, su flexibilidad fiscal, su estabilidad monetaria, sus perspectivas de crecimiento, etc.
- En el caso de S&P se remiten a cinco factores clave: efectividad institucional y riesgos políticos, que se reflejan en la puntuación política; estructura económica y perspectivas de crecimiento, que se reflejan en la puntuación económica; liquidez externa y posición externa de inversiones, reflejadas en la puntuación externa; desempeño y flexibilidad fiscal, así como nivel de deuda, que se reflejan en la puntuación fiscal; flexibilidad monetaria, reflejada en la puntuación monetaria. El análisis de la calidad crediticia de un soberano se resume en el gráfico a continuación:

Gráfico 1. Marco de análisis de calificaciones soberanas de S & P, cinco áreas



Fuente: Standard & Poor's

- Por otro lado, Moody's al calificar a los gobiernos estatales y municipales incorpora la interacción entre cinco elementos relevantes para el análisis crediticio: el marco institucional, los fundamentos económicos, la gestión presupuestaria, el perfil de la deuda y la situación sociopolítica del país.
- En el caso de Fitch las categorías en las calificaciones de riesgo soberanos son mucho más amplias porque tienen establecidas doce categorías con múltiples variables entre ellas: factores demográficos, educativos y estructurales; análisis del mercado de trabajo; estructura de la producción y el comercio; dinamismo del sector privado; equilibrio entre oferta y demanda; balanza de pagos; análisis de las restricciones al crecimiento a medio plazo; política macroeconómica; política comercial y de inversión extranjera; sector financiero y bancario; activos exteriores; deuda externa; las políticas y el estado; posición Internacional.

Contrariamente a lo que piensan algunos medios y ciudadanos, las calificaciones de las agencias no resultan de ningún modelo econométrico ni otras técnicas de carácter estadístico, las propias agencias señalan que son juicios que adoptan sus comités de *rating*, basados en la gran experiencia y conocimiento de los analistas y que se forman a partir del análisis de múltiples variables.

Si se analiza la vinculación estadística entre los *rating* y el amplio grupo de variables que las agencias declaran que utilizan para la emisión de sus juicios, únicamente un grupo reducido de variables macroeconómicas evidencia tener capacidad explicativa del *rating*. En un estudio econométrico realizado en 2006 aplicado a una muestra de bonos soberanos latinoamericanos se analizó la relación entre los *rating* de la deuda de los países y la mayor parte de las variables que las agencias dicen utilizar en sus procesos de calificación⁴. En el análisis se concluía que el PIB per cápita, el crecimiento del PIB, la tasa de inflación, la deuda externa y algunos indicadores de desarrollo económico y estabilidad política tenían una importancia decisiva en la calificación final obtenida por el emisor soberano; un subgrupo de 5 o 6 variables de las decenas que forman parte de la metodología de las agencias dependiendo de las diferentes muestras utilizadas en las estimaciones. Este estudio realmente revela qué variables son las que en los momentos en que se estaba produciendo el proceso de calificación estaban siendo determinantes en el juicio emitido por las agencias.

Como se verá en los apartados siguientes la crítica a las agencias no se basa en que se pueda explicar el *rating* sobre la base de un conjunto reducido de variables macroeconómicas. Como se analiza en el siguiente epígrafe existen

⁴ ALONSO, Nuria, *Rating y spread de la deuda soberana: un análisis aplicado a Latinoamérica*. Instituto de Estudios Fiscales, 2009, capítulo 5. Otros trabajos en la misma línea que pueden consultarse son: JARAMILLO, Laura, *Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets*, Fondo Monetario Internacional, Working Paper 10/117, 2010 y JÜTTNER, D.J., y McCARTHY, J., *Modelling Rating Crisis*, Macquarie University, Sidney, 2000.

varios problemas adicionales, entre los cuales el más llamativo es que cuando se producen episodios de incertidumbre y crisis financiera las agencias cambian los criterios al hilo de los acontecimientos para justificar una cadena de rebajas de calificación que no es coherente con la idea de una calificación de largo plazo. Esto ocurrió con la crisis asiática y se ha vuelto a repetir con la crisis actual.

2. Problemas de los *rating*

2.1. Inconsistencias de los *rating*

La clasificación y las metodologías de los *rating* que se ha explicado en el epígrafe anterior con un total aproximado —que difiere según la agencia de calificación— de 17 categorías presenta un problema de difícil solución para las agencias y que afecta de forma decisiva a la información que esperan recibir los inversores de una calificación de *rating*. La cuestión es que históricamente han definido un número excesivo de grados⁵, por lo que no tienen capacidad para discriminar entre unos acreditados y otros. Los grados extremos definidos en los sistemas de calificación de las agencias son los que mejor discriminan en base a ese tipo de análisis. Las empresas o soberanos denominadas AAA en la terminología de S&P o Aaa en la de Moody's, suelen estar caracterizadas por un conjunto de factores extraordinariamente positivos, mientras que en el otro extremo las denominadas con la letra C, con varios grados, suelen estar al borde de la quiebra. Pero entre ambos extremos las agencias intentan construir tal número de grados intermedios que las diferencias entre un grado y el contiguo son borrosas.

El análisis de la información sobre las frecuencias de incumplimiento proporcionada por las propias agencias permite constatar la evidencia empírica de un número relevante de inconsistencias en los criterios establecidos para clasificar a los emisores, es decir, se observan en numerosos casos frecuencias de incumplimiento iguales en grados distintos y frecuencia de incumplimiento más bajas en grados peor clasificados. Con esto se incumple la propiedad fundamental de los sistemas de *rating*, que es el carácter ordinal de la clasificación que supone que si dos acreditados A y B tienen el mismo *rating*, la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de crédito de A es igual a la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de crédito de B, o dicho de otra forma a los dos acreditados se les asigna la misma probabilidad de incumplimiento, aunque el valor de la probabilidad no se señala. Por el contrario, si el *rating* de A es mejor que el *rating* B, la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de crédito de A es mejor que la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de B. Sin embargo, a la pregunta de cuánto mejor sería el *rating* de A no existe respuesta en las calificaciones de *rating*.

Las agencias, conscientes de las inconsistencias, la mayor parte de las veces publican matrices de transición en las que agrupan los grados con lo que se reducen notablemente las inconsistencias. Además, argumentan que existe un número

⁵ VILARIÑO, Ángel; ALONSO, Nuria; y TRILLO, David, *Los errores de las agencias de calificación y la propuesta de regulación bancaria del Comité de Basilea*, 2012.

Disponible en: <http://www.usc.es/congresos/xiirem/pdf/63.pdf> [Consultado el 15 de octubre de 2012].

pequeño de años en la muestra y muy pocos emisores clasificados especialmente en los grados de mejor calificación por lo que, suponiendo que las probabilidades de incumplimiento son pequeñas, la probabilidad de que se registren valores nulos es alta.

En definitiva, los argumentos se reducen a que el tamaño de la muestra es muy pequeño. Lo que las agencias tendrían que aceptar es que no existe evidencia suficiente para discriminar entre grados próximos y debería abandonar la pretensión de intentar encajar a los emisores en una malla tan fina, con tantos grados. Esto hace que la distinción que se quiere hacer entre los soberanos entre, por ejemplo, los grados AAA, AA+, AA y AA- tiene poco sentido, desde el punto de vista de la verosimilitud del incumplimiento.

2.2. Cambios en la calificación

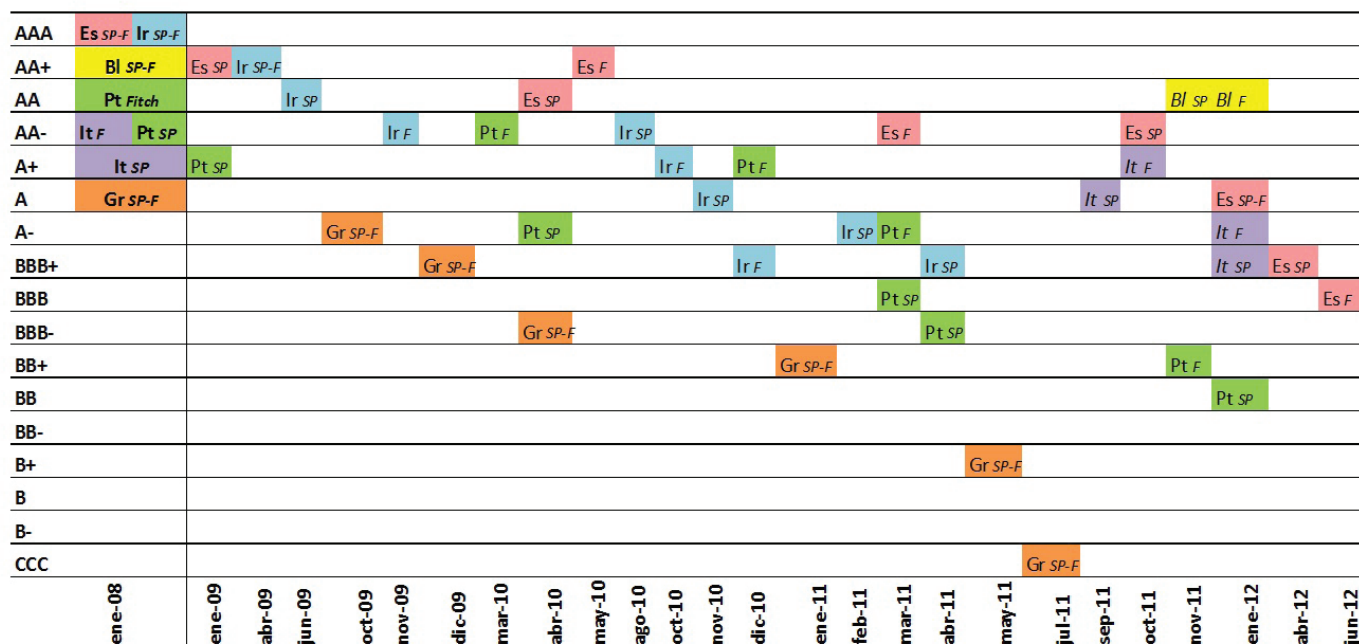
En teoría, la razón de la existencia de las agencias y las calificaciones de *rating* es proporcionar a los inversores una información que les permita tomar decisiones de inversión sin tener un profundo conocimiento sobre el emisor de los títulos. El valor añadido que dicen ofrecer las agencias es la aportación de un diagnóstico fiable, objetivo, a largo plazo y que permite anticiparse a los problemas.

Sin embargo, tenemos múltiples ejemplos en las rebajas que se están produciendo en la actualidad de que las agencias toman sus decisiones sobre circunstancias coyunturales y van por detrás de los acontecimientos a modo de certificaciones "forenses". Esto no es nuevo, ya en la crisis asiática en 1997 se observó claramente cuando se produjeron cuatro cambios en la calificación de Corea del Sur e Indonesia en un período de tiempo de alrededor de un año. En el gráfico 1 pueden observarse los cambios en las calificaciones que Ficht y S&P han hecho sobre Bélgica, España, Irlanda, Italia, Grecia y Portugal desde el inicio de la crisis, y a la vista de los numerosos cambios de calificación, de que dichos cambios se han producido en intervalos muy cortos de tiempo y de que hay una clara reacción ante cambios de calificación de la otra agencia con efecto imitación entre ellas; no parece que tengan capacidad de anticipación ni de tener una objetividad incuestionable.

Gráfico 2. Rating a largo plazo al inicio de la crisis y cambios hasta julio de 2012

Países: Bélgica (Bl), España (Es), Irlanda (Ir), Italia (It), Grecia (Gr) y Portugal (Pt)

Agencias: Standard&Poor's (SP) y Fitch (F)



Fuente: Elaboración propia a partir de Fitch y Standard and Poor's

Por ejemplo, puede observarse la rebaja de A a CCC —bono basura— de la calificación de Grecia desde enero de 2008 a julio de 2011, con una rebaja paulatina a partir de octubre de 2009. Es decir en menos de dos años ha ido acoplado los *rating* al devenir de las noticias, negociaciones políticas, evolución de los indicadores como el *spread*, etc. Igualmente podríamos decir de España que ha pasado de "AAA" a "A" en ese mismo período. La agencia ha declarado, según su propia metodología, que ahora España puede ser más vulnerable que antes ante situaciones adversas. Otros casos destacables en rebaja de *rating* han sido Irlanda, Portugal e Italia. El ejemplo de Standard and Poor's ha sido igualmente relevante porque además de quitar el pasado enero de 2012 la máxima calificación a Austria y a Francia, ha rebajado en dos escalones la calificación de Italia, desde "A" a "BBB+", a España, desde "AAA" a "A" y la de Portugal, desde "BBB-" a "BB". Realmente debería existir un nuevo hecho que explique el cambio de las calificaciones, en el sentido de que ahora en el largo plazo sea más probable que estas instituciones, que nunca han incumplido, pudieran hacerlo.

En un reciente informe de Fitch (2012) se advierte que uno de los dos escalones del recorte se debe a la debilidad sistémica y que ésta solo se puede resolver con una reforma de la eurozona. Cabría preguntarse qué entiende Fitch por "debilidad sistémica", por ejemplo es conocido que en el periodo previo al estallido de la crisis el Banco Central Europeo no podía rescatar a los estados —así consta en sus estatutos—, de manera que según sus propios criterios, ¿qué es lo que ha cambiado? ¿No existía previamente este riesgo? No se sabía que no existía un mecanismo central de reactivación fiscal y que esa política quedaba de forma

asimétrica en manos de los estados.

En el caso del Reino Unido, las agencias señalan como argumento para no rebajar la calificación el hecho de que tiene un banco central independiente, pero cuando tenían la máxima calificación (AAA) ya era conocido que España, Portugal, Irlanda o Grecia carecían de un banco central independiente y habían unificado su política monetaria. Si el hecho no es nuevo ¿por qué se cambia la calificación? Siguiendo con el mismo argumento Alemania tampoco tiene un banco central independiente y sin embargo mantiene la máxima calificación como el Reino Unido que sí lo tiene.

Precisamente habría que plantearse el motivo por el que después de la última ronda de calificaciones ninguna de las agencias ha rebajado el *rating* de Alemania. Alemania no está aislada del resto de la zona euro y puede ser igualmente objeto del contagio del deterioro económico del resto de los países. De hecho en Alemania un 40% de las exportaciones se realizan a países de la eurozona —un 60% a toda la Unión Europea—, lo que le ha permitido aplicar unas estrictas políticas de control salarial porque no dependen de la capacidad de pago o salarios reales en el interior del país; el crecimiento de su producción está directamente relacionado con la evolución económica de estos países, al igual que la posibilidad de perpetuar su política interna de salarios. Además un gran número de emisiones de titulizaciones españolas en la etapa de crecimiento de la burbuja inmobiliaria está en manos de compañías de seguros y fondos de pensiones alemanes, que precisan títulos de largo plazo, así como los bonos de países en dificultades financieras. Los cambios de *rating* de España producirán pérdidas de valoración de esas carteras, que implican provisiones, pero además existe un riesgo implícito derivado del ciclo recesivo porque si hay impagos en los créditos originales se suspenden los pagos en los bonos de titulización. Otro factor de riesgo para Alemania es la deuda de países como España, Grecia o Italia en propiedad del Bundesbank.

2.3. La conexión entre la evolución de la prima de riesgo y los cambios de *rating*

En 2009 la crisis financiera, cuya principal consecuencia fue un frenazo en seco de la liquidez y posteriormente del crédito bancario, se transformó en una crisis de la deuda soberana. El orden de los acontecimientos es importante: primero tienen dificultades las entidades financieras europeas, que han necesitado recibir financiación ilimitada del Banco Central Europeo, y como consecuencia del estancamiento económico ligado a la contracción del crédito se hunden los ingresos públicos y el estado necesita imperiosamente la financiación a través de la emisión de títulos de deuda pública. En ese contexto de insuficiente financiación ordinaria se han dado las condiciones necesarias para que los distintos agentes nacionales e internacionales que intervienen en los mercados como los de fondos de pensiones, fondos de inversión, bancos, *hedges funds* adopten estrategias en torno a los mercados de deuda pública. Un punto importante es la huida a la calidad, especialmente mediante la compra de títulos de deuda alemana, el segundo punto

relevante son las prácticas especulativas. En estos momentos es frecuente que aparezcan sesiones con poca negociación de los títulos en el mercado secundario, que unido a las prácticas especulativas han facilitado la escalada del *spread* de la deuda al alza⁶. Las agencias de calificación no han sido ajenas a este importante factor de desestabilización financiera.

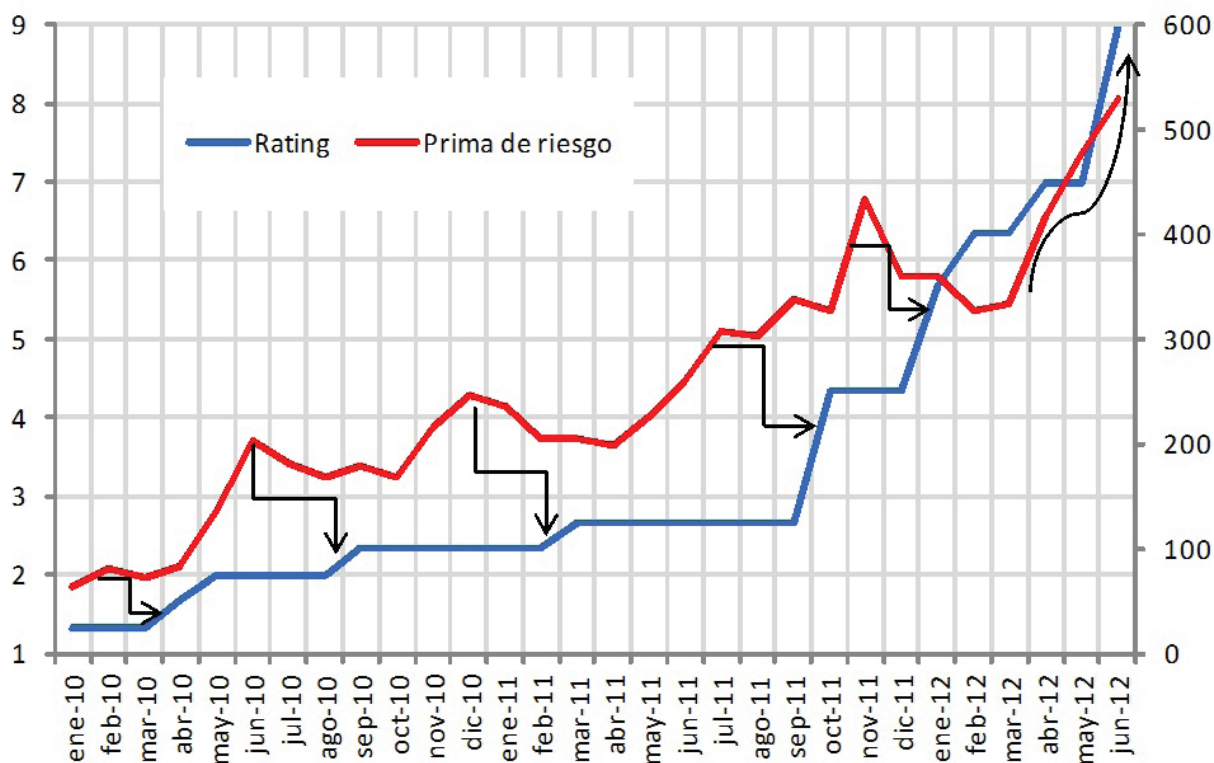
De hecho el *spread*, o prima de riesgo, y el *rating* presentan vinculaciones a lo largo del tiempo, como puede observarse en el gráfico 3 en que se muestra la relación entre la prima de riesgo del bono español respecto al alemán a diez años y los cambios en la calificación soberana española desde el inicio de la "crisis de la deuda" a principios de 2010. En ambas variables una elevación del nivel supone un empeoramiento de la situación —más prima de riesgo y peor *rating*—.

Los datos que se muestran en dicho gráfico son, por una parte, los datos mensuales del diferencial de la deuda española a diez años respecto al bono alemán al mismo plazo, con datos obtenidos del boletín estadístico del Banco de España, y una representación numérica de la media del *rating* soberano español según las tres agencias. Dicha representación numérica se ha obtenido de la siguiente forma:

1. Se asocia cada calificación a un valor numérico que empieza en 1 con el AAA, sigue en 2 con AA+, 3 con AA y así sucesivamente.
2. A partir de la historia de *rating* soberano de España para cada una de las agencias se construyen tres series de datos de periodicidad mensual y se obtiene una serie de datos única con el promedio de los valores de las tres citadas series.
3. A partir de aquí, con datos mensuales de prima de riesgo y de *rating* se elabora el gráfico en el que los movimientos de ambas series son en igual sentido, de tal forma que una tendencia creciente de los valores de la serie de *rating* significa una rebaja de la calificación crediticia y un mayor *spread*.

⁶ El *spread* es el resultado de una diferencia entre la rentabilidad de la deuda española a diez años y la deuda alemana del mismo plazo. Se supone que la deuda alemana es la que tiene menos riesgo de crédito. La rentabilidad se obtiene a partir de los precios y guarda una relación inversa. Cuando hay momentos de incertidumbre los inversores buscan refugio en la deuda alemana, lo que hace que aumente su precio, es decir disminuya su rentabilidad, y en España ocurre lo contrario porque la presión vendedora propia de la recomposición de las carteras de inversión genera una disminución de precios, o sea un alza de la rentabilidad. La combinación de los dos hechos señalados hace que aumente el *spread*. Las prácticas especulativas, posiciones cortas sobre la deuda o la contratación de CDS desnudos en posición de comprador de protección tienen por objeto conseguir beneficio de la presión al alza sobre el tipo de interés de la deuda española o del *spread* de España. Cuanta menor negociación existe en esos mercados resulta más sencillo que un fondo especulativo pueda utilizar su posición oligopolística para forzar una subida del *spread*, lo cual produce un efecto arrastre de otros inversores que interpretan este indicador como un aumento del riesgo de crédito de un país como España y venden sus posiciones en esas carteras. Esas ventas hacen que los precios se hundan más aún y, en conjunción con las compras masivas de deuda Alemana por huida a la calidad, que repunte el *spread*.

Gráfico 3. España: cambios en el *rating* a partir de la prima de riesgo



Fuente: Elaboración propia

En el gráfico 3 hay varios picos vinculados a repuntes en el *spread* —representado en puntos básicos a la derecha del gráfico— que vienen seguidos de un cambio de calificación para el caso de la deuda de España —en la escala de la izquierda del gráfico—. En enero de 2010 se observa un cambio del *spread* seguido de una rebaja de calificación en marzo; en mayo se produjo otro salto de 100 a 200 puntos básicos del *spread* y una rebaja de calificación en septiembre; en diciembre aumenta el *spread* otros 50 puntos básicos aproximadamente y la rebaja le sigue en marzo de 2011; en julio el *spread* supero los 300 puntos básicos con una subida muy acusada y nuevamente en septiembre se volvió a rebajar la calificación; en noviembre se produjo un nuevo ascenso del *spread* acercándose a los 500 puntos básicos y la rebaja de la calificación se hizo inmediatamente en diciembre. Tras tocar los 499 puntos básicos de *spread* la intervención del Banco Central Europeo con compras en el mercado secundario de la deuda en noviembre de 2011 relajó la tensión sobre el *spread*, lo cual puede observarse en el gráfico igualmente. En este punto la rebaja de *rating* no corresponde con el aumento de *spread* si bien el proceso continúa porque ante el repunte del *spread* entre febrero y abril de 2012 se produce una nueva rebaja en esta última fecha.

Aunque históricamente la crisis de la deuda provocó el primer impulso del *spread* y a raíz del mismo las agencias rebajaron el *rating* de la deuda española, a partir de ese momento los cambios de *rating* han ejercido una influencia sobre los comportamientos de los inversores y, en consecuencia sobre el *spread*. Las

rebajas de calificación en plena tormenta de escalada del *spread* contribuyen a reforzar la idea de que existe mayor posibilidad futura de impago, lo que puede traducirse en recomposiciones de las carteras de inversión a nivel internacional que pueden ayudar a que crezca aún más el *spread*. En algunos casos la conexión entre rebaja de *rating* y cambios en los mercados secundarios de deuda es automática como en el supuesto de los Fondos de Pensiones y de compañías aseguradoras que tienen un compromiso estatutario de mantener en cartera únicamente deuda pública calificada dentro del grado de inversión⁷. Una rebaja de calificación al grado especulativo, como le ha pasado a Grecia y a Portugal, implica que los Fondos con esa deuda en cartera tienen obligación de venderla, con todos los efectos financieros que se han comentado anteriormente.

En cambio, la evolución del *spread* no debería afectar a las calificaciones. Si el *spread* fuese un indicador fiable de mercado para los inversores sobre el riesgo de crédito de los emisores, las agencias de calificación no tendrían negocio para poder subsistir porque cobran por las calificaciones. Y las agencias no declaran en su metodología que tengan en cuenta el *spread* de crédito para calificar a los bonos soberanos⁸. De hecho, las agencias ya se curaron en salud a raíz de los problemas que generaron la venta masiva de Collateralized Debt Obligations⁹, un derivado de crédito vinculado a hipotecas subprime, cuando señalaron que ellos sólo evaluaban el riesgo de crédito y no el riesgo de mercado ó el de liquidez. La existencia de las agencias es consistente con una visión de que los mercados no reflejan toda la información útil para el inversor.

2.4. Quiénes son las agencias: el problema del conflicto de intereses

A los problemas en las calificaciones anteriormente expuestos hay que añadir las cuestiones sobre quiénes son las agencias de calificación, qué intereses tienen y quién las controla. No hay que olvidar que dos de las tres principales agencias, Moody's, S&P, son empresas privadas estadounidenses y las calificaciones que otorgan a los emisores y a los instrumentos financieros son consideradas información relevante para una mayoría de inversores y tienen implicaciones sobre las conductas de los inversores, los emisores y los gobiernos.

⁷ Informe SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*. 2003. Disponible en <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf> [Consultado el 15 de octubre de 2012].

⁸ Myriam Fernández de Heredia, directora general de ratings soberanos de Europa y África de Standard & Poors, declaró en un artículo publicado en el diario el PAÍS que los "ratings implícitos" que se derivan de la prima de riesgo de la deuda española en el mercado corresponderían a una calificación por debajo de los niveles de inversión, esto es, en la categoría de bonos basura. Estas declaraciones están tremendamente desenfocadas, porque las calificaciones no deberían depender de los cambios de tipos de interés de la deuda española y alemana (que cambian diariamente y en consecuencia el *spread*), sino de si un país como España puede o no hacer frente a sus obligaciones futuras de pago.

⁹ Los Collateralized debt obligations (CDOs) son unos productos derivados de crédito que se utilizaron masivamente en la etapa previa al estallido de la crisis y son un factor explicativo de la misma. Esos productos basaban sus liquidaciones en la calificación de la cartera subyacente objeto de titulización. Los encargados de determinar la calificación de cada tramo de una cartera hipotecaria, por ejemplo, fueron las agencias de calificación. Han sido muy criticadas porque realmente por el enorme desconocimiento de las carteras y los tramos a los que estaban asignando la máxima calificación y que posteriormente también fueron objeto de incumplimiento.

Un problema importante para las relaciones económicas internacionales es que las agencias representan un oligopolio en el negocio de las calificaciones. Según el Fondo Monetario Internacional en su trabajo *The uses and abuses of sovereign credit ratings*, las tres grandes empresas de calificación, de accionariado fundamentalmente norteamericano, acumulan un porcentaje muy elevado del negocio por lo que no hay competencia ni diversificación territorial que pueda evitar o compensar intereses nacionalistas. Existen otras agencias como *Rating and Investment Information* y *Japan Credit Rating Agency* en Japón o DBRS en Canadá, pero su volumen de *rating* de emisores soberanos no es global y además el porcentaje sobre el total del negocio internacional de las tres grandes agencias es muy poco relevante. Por ejemplo en 2010 las tres grandes agencias calificaban a más de 100 soberanos, mientras que las dos agencias japonesas no alcanzaban los 50.

Gráfico 4. Principales accionistas de Moody's y Standard and Poor's

Moody's	% capital	S&P	% capital	Mc Graw Hill	% capital
Capital Group	16%	Mc Graw Hill	100%	Capital Group	12,31%
Berkshire Hathaway	12,5%			State Street Global Advisors	4,34%
T. Rowe Price Associates	5,99%			Vanguard Group	4,17%
Vanguard Group	3,36%			Black Rock Institutional Co.	3,84%
State Street Global Advisors	3,36%			T. Rowe Price Associates	3,32%
Black Rock Institutional Co.	3,28%				

Fuente: Securities and Exchange Commission (SEC) y New York Stock Exchange (NYSE)

El conflicto de intereses en la actuación de las agencias se deriva de la composición del accionariado de estas empresas. Las empresas que aparecen como accionistas de las agencias son conocidas en la industria financiera y en muchos casos se dedican directamente a gestionar carteras de inversión o tienen fuertes vinculaciones con fondos de inversión. Es decir que o bien son a su vez demandantes de las calificaciones de las agencias o bien pueden influir en otros posibles clientes de las mismas. Además, en el caso de Moody's y S&P hay empresas que forman parte del accionariado directo de las agencias o de la cabeza del holding —McGraw Hill—. Por otra parte, las agencias han desarrollado una línea de consultoría a las empresas que hace que sean los asesores de las empresas que evalúan, cuestiones que desde el punto de vista de la independencia de las agencias resultan difícilmente compatibles. También puede ocurrir en el sentido contrario, Blackrock que es uno de los accionistas mayoritarios de Moody's y S&P, iba a asesorar al gobierno español sobre el valor de los activos inmobiliarios de la banca, a la que luego calificarán las agencias. Finalmente fue descartada por las críticas basadas en el conflicto de intereses con las agencias de calificación.

Otro foco de explicación del conflicto de intereses de las agencias se vincula a que el negocio de las mismas no es exclusivamente realizar calificaciones, sino que prestan otros servicios financieros a las empresas, instituciones y gobiernos

que califican. Como muestra de este problema, en el prólogo del libro *Un siglo de historia del sistema financiero español* Julio Segura, entonces presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), escribió: “El problema más conocido es que están inmersas en un conflicto de interés claro, en la medida en que la mayor parte de sus ingresos provienen del asesoramiento y el diseño de emisiones de sociedades y activos a los que luego califican. Las dudas sobre el comportamiento de las agencias se remontan a crisis anteriores, pese a lo cual se ha otorgado incluso un papel como instrumento regulador a sus calificaciones al exigir determinado nivel de las mismas para poder emitir ciertos productos.”

Igualmente en el informe del Fondo Monetario Internacional (FMI) de octubre 2010 se señala que el conflicto de intereses también viene determinado por el hecho de que cada emisor paga por recibir la calificación y se desconoce si alguno de los emisores tiene vinculación con las agencias o relación con los inversores que financian a las agencias. En concreto el FMI señala que “Es difícil mantener un modelo comercial en el cual paga el usuario porque no se puede restringir el acceso a las calificaciones y porque estas tienen una característica de bien público —ya que reúnen información privada difícil de obtener—. Por lo tanto, es preferible mitigar los conflictos de interés que plantea ese modelo divulgando toda calificación preliminar obtenida y haciendo constar quién la pagó”.

Conclusiones

En general, podría decirse que las agencias cumplen con una función en el entramado financiero si el contexto es de estabilidad económica y financiera. Sin embargo, como se ha puesto de manifiesto a lo largo de este artículo, en situación de crisis se pone en cuestión su trabajo, lo que es una señal de que no cumplen bien sus funciones. A lo largo del artículo se han analizado los puntos críticos en la actuación de las agencias: en primer lugar, las calificaciones definen un número excesivo de grados, lo que hace que se produzcan inconsistencias entre el *rating* obtenido y la frecuencia de incumplimiento observada; pero además en el actual periodo de crisis financiera muestran una evolución muy vinculada a la senda de crecimiento del *spread*. Analizada la metodología de evaluación y toma de decisiones de las agencias, el *spread* y cualquier otro indicador de carácter coyuntural no deberían influir en el *rating*, que es una calificación en un escenario de largo plazo.

Las agencias se han convertido en actores importantes en el escenario de crisis de la deuda soberana europea. No sólo influyen las rebajas de calificación en el conjunto de las instituciones financieras europeas sino las propias notas de prensa que sacan las agencias, poniendo de manifiesto el enorme problema de información asimétrica de los mercados financieros internacionales. Y en ese contexto se ha analizado la conexión entre la industria financiera y la de las calificaciones estudiando la composición del accionariado de las agencias de *rating*. El hecho de que una sola firma internacional de inversión, Capital Group, tenga participación significativa en las dos agencias principales es un hecho relevante. Igualmente, la prestación de servicios adicionales a la calificación y el conflicto de

intereses que apareja deberían ser cuestiones susceptibles de regulación por los poderes públicos.

Recientemente el comisario de Asuntos Económicos de la Unión Europea, Olli Rehn, ha declarado que *“las agencias no son ningún árbitro imparcial o desinteresado. Su labor obedece a intereses específicos. Con su actitud aumentan la inestabilidad en la Unión Europea (UE), lo que seguramente interesa a ciertos círculos monetarios y financieros”*. El Comisario deja entrever que las agencias son parte de la política internacional y, en la medida en que influyen sobre la necesidad de aplicar políticas de recortes sociales, han invadido la esfera de las políticas nacionales. Por ese motivo se plantea por qué no pueden ser investigadas por una práctica de abuso de posición dominante como en otros casos ha hecho la Unión Europea, por ejemplo en las investigaciones a Microsoft. Los estados también tienen algo que decir y ya se están empezando a dar los primeros pasos. El 19 de enero la división de delitos fiscales de la Policía Italiana registró las oficinas de la agencia de calificación de riesgos Standard & Poor's en Milán en busca de documentación sobre sus decisiones sobre *ratings* y se acusa a las agencias de calificación de manipular el mercado con juicios falsos, infundados o incluso imprudentes sobre el sistema financiero y bancario italiano.

Como consecuencia de todo lo expuesto se han producido declaraciones en el seno de la Comisión Europea o de los responsables de los gobiernos alemán y francés sobre la necesidad de regular la actuación de las agencias y la posibilidad de creación de una agencia de calificación europea. El hecho de que no se haya creado aún una agencia de calificación Europea es un asunto que hay reconducirlo al terreno de la política porque se relaciona con el poder de los grupos de presión financieros que siguen concediendo un papel protagonista a las agencias y a la renuencia histórica de los estados a criticar su labor. Eso hace que su papel se sitúe en el centro mismo de la regulación financiera internacional. De hecho, en el método estándar de Basilea II las calificaciones de las agencias continúan siendo decisivas a día de hoy para la fijación de los requerimientos de capital regulatorio. Ningún estado ha planteado problemas a esta cuestión, como tampoco hay unión política en torno a la idea de que se cree un organismo propio de calificación en la zona Euro.

Bibliografía

- ALONSO, Nuria, *Rating y spread de la deuda soberana: un análisis aplicado a Latinoamérica*. Instituto de Estudios Fiscales, 2009.
- ALSAKKA, Rasha, y GWILYM, Owain ap, “Leads and lags in sovereign credit ratings” en *Journal of Banking and Finance*, volumen 34, número 11, noviembre de 2010.
- FITCH, “Sovereign Rating Methodology”, 2011. Disponible en <http://www.fitchratings.com>, [Consultado el 15 de octubre de 2012]
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, “The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings”

en *Sovereign, Funding and Systemic Liquidity*. Global financial stability report, Fondo Monetario Internacional, octubre de 2010.

JARAMILLO, Laura, *Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets*, Fondo Monetario Internacional, Working Paper 10/117, 2010.

JÜTTNER, D.J., y McCARTHY, J., *Modelling Rating Crisis*, Macquarie University, Sidney, 2000.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*. 2003. Disponible en <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf> [Consultado el 15 de octubre de 2012]

SEGURA, Julio, "Prólogo" en MALO DE MOLINA, José Luis, y MARTÍN-ACEÑA, Pablo (Eds.): *Un siglo de historia del sistema financiero español*, Alianza Editorial, Madrid, 2011.

STANDARD AND POOR'S, *Metodología y supuestos para calificar los gobiernos soberanos*, 2011. Disponible en <http://www.standardandpoors.com/ratings/crit-la/es/la/> [Consultado el 15 de octubre de 2012]

VILARIÑO, Ángel; ALONSO, Nuria; y TRILLO, David, *Los errores de las agencias de calificación y la propuesta de regulación bancaria del Comité de Basilea*, 2012.

Disponible en: <http://www.usc.es/congresos/xiirem/pdf/63.pdf> [Consultado el 15 de octubre de 2012]

R E L A C I O N E S I N T E R N A C I O N A L E S



Revista académica cuatrimestral de publicación electrónica
Grupo de Estudios de Relaciones Internacionales (GERI)
Universidad Autónoma de Madrid, España
www.relacionesinternacionales.info
ISSN 1699 - 3950