



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**TRABAJO FIN DE GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE  
EMPRESAS**

**MATRICES DE TRANSICIÓN Y SU PAPEL EN LA CRISIS ECONÓMICA**

**Joana Pérez Delgado**

**DIRECTOR/A**

**María Jesús Campion Arrastia**

**CODIRECTOR/A**

**M. Isabel Goicoechea López-Vailo**

**Pamplona-Iruña**

**13 de junio de 2014**

## **1. RESUMEN TFG**

En este trabajo se resalta la importancia que tiene una correcta calificación del riesgo crediticio. Desde los inicios de las agencias de rating, se han utilizado mucho las calificaciones crediticias para tomar decisiones. Con la evolución de los mercados financieros y la mayor utilización de productos financieros, las agencias de rating actualmente tienen una importancia superior. Se pretende introducir de manera general los riesgos financieros existentes y su relevancia. A continuación, se explica la industria de las agencias de rating y su evolución a lo largo de esta última crisis económica. Por último se realiza un análisis de las agencias de rating a través de las matrices de transición y su comportamiento procíclico en los períodos estudiados, antes y durante la última crisis con diferentes propuestas para que las irregularidades que se han ido produciendo se corrijan, y las agencias de rating recuperen su buena reputación inicial.

## **2. PALABRAS CLAVES**

Riesgo crediticio, agencias de rating o agencias de calificación crediticia, matrices de transición, crisis económica, comportamiento procíclico.

### 3. ÍNDICE

Portada normalizada.....	1
Resumen TFG.....	2
Palabras claves.....	2
Índice.....	3
Introducción.....	4
Riesgos financieros.....	5
- Concepto de riesgo y clasificación.....	5
- Administración de riesgos.....	8
- Evaluación y medición de riesgos.....	9
Ratings.....	11
- Descripción de la industria de las agencias de rating.....	11
- La crisis económica en la industria de las agencias de rating.....	15
- Propuestas de regulación de las agencias de rating.....	18
Comportamiento de los ratings crediticios.....	23
- Descripción de las matrices de transición y cómo funcionan.....	23
- Fluctuación y comparativa de los ratings durante los distintos periodos (2000-2007) y (2007-2013).....	26
- Medidas para la regulación de la actividad de las agencias de ratings.....	39
Conclusiones.....	40
Bibliografía.....	41
Anexos.....	43

#### 4. INTRODUCCIÓN

Las agencias de rating desempeñan un papel muy importante en los mercados financieros. Antes de su aparición, a finales del siglo XIX, la Bolsa de Nueva York, aspiraba a convertirse en la más poderosa del mundo. Una gran cantidad de empresas, bancos comerciales y de inversión, emitían bonos, pagarés, o acciones y los colocaban en otras empresas con el fin de obtener la mayor rentabilidad posible. En 1907, una compañía que había estado emitiendo acciones, bonos y pagarés apoyados por los bancos, se fue a la quiebra e hizo que se produjese una cantidad muy grande de ventas de estos productos financieros con los que la compañía negociaba, y provocó que la Bolsa perdiera la mitad de su valor.

A consecuencia de esto, surgieron las tres principales agencias de rating, Standard & Poor's (1906), Moody's (1909) y Fitch (1913), que se dedicaban a evaluar la solvencia de las empresas y las emisiones de deuda que realizaban, para elaborar informes acerca de su situación financiera y que los inversores pudieran tomar decisiones más seguras.

Desde entonces, los mercados financieros, los emisores, los inversores y los reguladores tienen muy en cuenta las opiniones y las calificaciones que emiten los ratings. A lo largo de todo este tiempo las agencias de rating han ido alcanzando una buena reputación, y una mayor confianza y dependencia por parte de los emisores de deuda, de los inversores y de los reguladores. Las agencias de rating, no sólo han estado presentes en esta última crisis económica, que es sobre la que vamos a realizar el estudio; sino que también han sido protagonistas relevantes en períodos anteriores (la crisis asiática, por ejemplo). La importancia de las agencias de rating, ha sido tan relevante para todos los agentes económicos que llegó a provocar que se emitiesen calificaciones de los emisores de deuda fraudulentas para que los inversores siguiesen negociando dichos productos financieros. Cuando estalló la crisis económica internacional, las calificaciones que las agencias de rating habían emitido con un gran volumen de productos financieros se debilitaron drásticamente. La principal repercusión fue que muchos de los inversores que inicialmente habían negociado productos con los emisores de deuda, obtuvieron grandes pérdidas, debido a la mayor rigurosidad a la hora de evaluar los rating de los productos financieros, y su consecuente debilitamiento de los rating de calificación crediticia. A pesar de ello, las opiniones que éstas emitían, seguían y siguen siendo importantes para el funcionamiento de los mercados. En este estudio, se tratará de explicar el funcionamiento de esta industria de calificación crediticia, y su evolución a lo largo de este último período.

## 5. RIESGOS FINANCIEROS.

### 5.1. Concepto de riesgo y clasificación.

Al comenzar con cualquier tipo de actividad, los agentes que forman parte del sistema económico, tienen que tomar decisiones acerca del gasto que realizan en los bienes en los que invierten o consumen, teniendo en cuenta la renta disponible para hacer frente a esos gastos.

Partiendo de esta situación, pueden darse dos casos diferentes teniendo en cuenta los factores de gasto y renta:

- El formado por aquellos agentes que tengan un gasto superior a su renta disponible, que se encontrarán en una situación de déficit de recursos financieros. A éstos se les denomina unidades de gasto con déficit y para cubrir ese déficit deberán de emitir activos financieros que se adapten a sus necesidades.
- El otro, formado por aquellos agentes que su gasto sea inferior a su renta disponible, es decir, que tiene un exceso de recursos financieros. A estos otros se les llaman unidades de gastos con superávit y utilizarán dichos excesos para cederlos temporalmente a los agentes con déficit, a cambio de una remuneración determinada y asumiendo un riesgo.

La transferencia de los recursos financieros desde los agentes con superávit a los agentes con déficit, la realizan las entidades financieras. Además de ser el intermediario de realizar dicha transferencia, se encarga de reducir los inconvenientes de ésta, a través de actividades de mediación e intermediación, con el fin de adaptar y transformar los activos financieros emitidos por los agentes con déficit, a otros activos financieros que generen rentabilidad, riesgo y liquidez, que se adapten mejor a los agentes con superávit.

Partiendo de esta situación, el riesgo que se produce entre estos agentes es bastante relevante, ya que el riesgo se puede entender como la posibilidad de que se produzca un perjuicio de carácter económico, debido a la incertidumbre de situaciones y variaciones en el comportamiento de los recursos financieros, con visión de futuro. Es decir, es la probabilidad de que una variable se comporte de manera diferente a como se tenía previsto inicialmente, se tengan que realizar cambios, y a consecuencia de esto, se generen pérdidas.

[1]

Existen diferentes tipos de riesgos que afectan a los agentes. Vamos a explicar brevemente los más importantes:

**Riesgo Operativo:** se produce cuando una posible ocurrencia de sucesos inesperados relacionados con los aspectos operativos y tecnológicos de las actividades de negocio, genera pérdidas potenciales en un momento dado. Este concepto es un poco ambiguo a la hora de describirlo, por lo que lo definiremos tal y como nos lo define el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea II: *“El riesgo operativo se define como el riesgo de pérdida resultante de una falta de adecuación o de un fallo de los procesos, el personal y los sistemas internos o bien de acontecimientos externos. Esta definición excluye el riesgo estratégico y de reputación”*. [2]

**Riesgo Legal:** es la posibilidad de que se genere una pérdida, debido al incumplimiento legal de las normas administrativas y jurídicas, o por la emisión de resoluciones administrativas o judiciales desfavorables y la aplicación de sanciones, con relación a estas operaciones, con el riesgo que la empresa origina por el extravío, inexactitud, omisión o inexistencia de la documentación que influya negativamente en el negocio, además el riesgo también se genera cuando, una actividad u operación no se puede realizar debido a la prohibición, limitación, incertidumbre o errores de interpretación de la legislación del país de residencia en el que se encuentra. Tal y como se define en el Manual de Riesgo Legal: *Se entiende por riesgo legal a la posibilidad de que exista una pérdida económica por el incumplimiento de las disposiciones legales y administrativas aplicables, la emisión de resoluciones administrativas y judiciales desfavorables, la aplicación de multas o sanciones con relación a cualquiera de las operaciones que el Instituto lleva a cabo, procesos o actividades como errores en opiniones legales, contratos, fianzas o cualquier documento legal que no permita la exigibilidad de un derecho o la imposibilidad legal de ejecutar un contrato debido en las fallas de la implementación legal*. [3]

**Riesgo de Mercado:** se debe a la incertidumbre de que se produzcan variaciones en los factores externos de la organización, tanto macroeconómicos como factores de riesgo, así como pueden ser los tipos de interés, los tipos de cambio, la inflación, las cotizaciones de las acciones, de los activos y otros productos financieros diferentes, debido a esos cambios inesperados en el comportamiento de dichas variables, dentro del horizonte temporal fijado o considerado por ésta generen pérdidas. Se define de la siguiente manera tal y como se encuentra en el comité de Basilea y la supervisión bancaria escrito por el autor Luis Humberto Ustáriz González: *Las entidades financieras afrontan riesgo de pérdida en sus posiciones de inversiones u operaciones a través de las tesorerías por los movimientos de mercado de sus activos. Adicionalmente, los métodos de valoración pueden jugar un papel importante en esta clase de riesgos, porque*

*obligan a las entidades en un momento dado a realizar provisiones o reservas sobre sus inversiones de manera que si no todos los países conjugan con tratamientos similares se pierde competitividad. [4]*

**Riesgo de Liquidez:** se refiere a la posibilidad de que la empresa no sea capaz de hacer frente a sus compromisos de pago por falta de recursos líquidos. Dicha falta de liquidez puede deberse a la estructura económica, ya sea porque no puede vender los activos a un precio razonable, o por la falta de liquidez del mercado en el que actúa. O también puede deberse a la estructura financiera. En este caso, el riesgo de liquidez, está muy relacionado con el riesgo de crédito, ya que si existe riesgo de liquidez por parte de la estructura financiera de la organización, estará directamente relacionado con el riesgo de crédito que se ocasiona con las deudas que se tienen. Si existe riesgo de crédito, de no poder hacer frente a las deudas, existirá riesgo de liquidez, ya que no tendremos tesorería para hacer frente a nuestras deudas. El comité de supervisión bancaria de Basilea II define el riesgo de liquidez como: *el riesgo de liquidez se puede expresar como la probabilidad de incurrir en pérdidas por no disponer de recursos líquidos suficientes para cumplir con las obligaciones de pagos comprometidas en un horizonte temporal determinado, y una vez considerada la posibilidad de que la entidad logre liquidar sus activos en condiciones razonables de tiempo y precio. [5]*

**Riesgo de Crédito:** se refiere a la pérdida potencial, de que la contraparte no efectúe oportunamente un pago, o incumpla con sus obligaciones contractuales, considerando diferentes factores como el tamaño, el vencimiento, la calidad del contrato, así como garantías, avales, etc., además de la posibilidad de degradamiento de la calidad crediticia del deudor, así como los problemas que pueda presentar con los colaterales y las garantías. Tal y como se define en la tesis doctoral sobre análisis y medición del riesgo de crédito en carteras de activos financieros ilíquidos emitidos por empresas el riesgo de crédito: *el riesgo de crédito de los activos financieros que componen la cartera de negociación procede de la incertidumbre existente sobre varios sucesos que afectan al valor económico del activo financiero y que son, principalmente, la disminución de la categoría crediticia del deudor—incluyendo entre otros, el suceso impago—y el incremento del diferencial entre el tanto de rentabilidad que proporciona el activo financiero y el que proporcionan los activos financieros libres de riesgo. [6]*

## 5.2. Administración de Riesgos.

Con este proceso de administración de los riesgos, se trata de garantizar la solvencia y la estabilidad de la empresa. Se tratará de una manera adecuada los riesgos financieros y se intentará conseguir el equilibrio entre la rentabilidad obtenida y el riesgo asumido, con el fin de optimizar la relación entre el rendimiento y el riesgo. Dicho proceso está formado por cinco pasos:

- Identificación y selección de riesgos.  
Se trata de identificar los riesgos a los que está expuesta la empresa, a partir de sus diferentes características y en función del grado de importancia que se le otorga a cada tipo de riesgo, teniendo en cuenta los factores de riesgo asociado como son el tipo de interés, el tipo de cambio, la inflación, etc., dependiendo del riesgo actual y el potencial identificado.
- Evaluación y medición de los riesgos.  
Se refiere a la medición y valoración de los diferentes riesgos identificados, con el fin de calcular el impacto que generan sobre las diferentes operaciones de inversión y financiación que se realizan, además de establecer y posicionar la situación y concentración de la cartera.
- Establecimiento de límites de aceptación de riesgos.  
Se determinarán unos límites máximos de riesgo donde se precisará hasta donde estará dispuesta la empresa a sufrir pérdidas, con la consecuencia de las variaciones de los factores de riesgo. Para ello, para determinar los límites, se tendrá en cuenta el grado de tolerancia al riesgo por parte de la empresa, el capital que se quiere arriesgar, la liquidez de los mercados, los beneficios que se quieren obtener, la estrategia que sigue el negocio y la experiencia o los conocimientos que puede tener el tomador.
- Selección e implementación de métodos de administración de riesgos.  
Es la decisión que se toma con respecto al riesgo, es decir, qué vamos a hacer y cómo vamos a actuar ante los diferentes tipos de riesgo. Podremos actuar de diferentes maneras:



1. Evitar el riesgo: no se formaliza la operación que genera el riesgo, es decir, no se hace nada.
2. Gestionar el riesgo: es la decisión más importante ya que se acepta el riesgo pero reduciéndolo al mínimo nivel y obteniendo de la manera más óptima una relación Rendimiento-Riesgo. Para esta decisión se requiere un conocimiento de la evolución de los mercados y un análisis de los instrumentos disponibles en el mercado, para poder realizar las coberturas adecuadas y cubrirse de los riesgos a los que está expuesta la entidad.
3. Absorber el riesgo: consiste en cubrirse con los propios recursos el riesgo al que está expuesta la empresa.
4. Transferir el riesgo: se trata de transferir el riesgo asumido a un tercero, bien vendiendo la posición o adquiriendo un seguro para cubrirnos en caso de pérdida.

- Monitoreo y control.

Se valora la calidad de la función realizada por los modelos de identificación y medición de los riesgos financieros, además del cumplimiento de los límites establecidos. Trata también de identificar las deficiencias de la Administración de Riesgos y hacer un seguimiento con las mejoras realizadas, para que el control y la administración de los riesgos sean óptimos. [7]

### **5.3. Evaluación y medición de los riesgos.**

Una vez analizados e identificados los riesgos que influyen en la empresa, se pasará a establecer medidas que relacionen el riesgo y la rentabilidad, partiendo de las situaciones de riesgo con las que nos encontramos. Para ello, se tendrá en cuenta factores como el capital al que la empresa está expuesta a riesgo, así como la rentabilidad esperada, teniendo en cuenta el capital con riesgo al que estamos expuestos, y la pérdida máxima estimada que podríamos soportar en un intervalo de tiempo determinado, tras la realización de unas inversiones u operaciones determinadas.

En el momento en el que estén establecidas dichas medidas, podremos actuar de una manera u otra en relación a nuestra posición adquirida y las expectativas que esperemos.

Una de ellas es la posición abierta, que consiste en no realizar ningún tipo de cobertura ni nada similar para cubrirse, ni para asegurarse ningún beneficio. En estas situaciones se toma

esta posición debido a que la empresa tiene muy claros sus beneficios en el futuro, y no quiere operar con cobertura para que su beneficio sea menor, es decir, que los resultados obtenidos en las medidas de riesgo y rentabilidad son favorables y se esperan beneficios futuros en la empresa.

Otra de las posiciones que podemos tomar es la posición de cobertura, que consiste en realizar operaciones que tratan de eliminar total o parcialmente los riesgos de la empresa frente a determinados factores de estos riesgos. Es decir, que los resultados obtenidos en las medidas de riesgo y rentabilidad son desfavorables y se espera tener pérdidas futuras en la empresa y a raíz de esto, la empresa tomará medidas de cobertura, para cubrirse y no alcanzar dichas pérdidas. Para realizar una operación de cobertura, se necesita tener de una manera adecuada identificados y analizados los riesgos a los que está expuesta la empresa, ya que, de lo contrario, es posible que dichas posiciones de cobertura sean ineficaces y generen pérdidas adicionales que no estaban previstas.

Para terminar, la última de las posiciones es la de diversificación, que consiste en tratar de reducir el riesgo de una cartera mediante la adecuada combinación entre activos y pasivos, o en la combinación de distintas clases de activos, con el fin de compensar con activos y pasivos poco relacionados, un posible descenso del precio de alguno de ellos. En otras palabras, es una estrategia que consiste en no colocar todo el patrimonio en un mismo tipo de inversión, es decir, las inversiones que realicemos repartirlas no sólo en una operación sino en varias y distintas operaciones. [8]

## 6. RATINGS

### 6.1. Descripción de la industria de las agencias de rating

Según la definición que presenta la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), [9]: *las agencias de calificación crediticia o agencias de rating son compañías que asignan calificaciones crediticias a emisores y a ciertos tipos de emisiones de deuda incluyendo, por ejemplo, préstamos, valores de deuda cotizada y no cotizada y acciones preferentes*. Es decir, el papel que juegan las agencias de rating consiste en hacer de intermediarias de información, utilizando la opinión que emiten los emisores de deuda del riesgo de crédito, y favorecer a los agentes que intervienen en el mercado, los emisores e inversores, para que tengan una visión más clara del mercado y cómo se encuentra en esos momentos, reduciendo los costes de información.

En situaciones de cualquier contrato de crédito, existen dos partes, una de ellas es el emisor que pide el crédito, y otra es el agente que se lo concede. Se da por hecho que el emisor tendrá una información superior acerca de su propia solvencia con respecto a lo que conoce el inversor de la deuda. Este último únicamente conocerá la información que el emisor le proporcione, y el inversor no podrá verificarla, ya que los emisores procurarán mostrar la situación de solvencia más favorable, a pesar de que esto no sea así, para que los inversores inviertan en sus créditos.

Por este motivo, existen las agencias de rating, que teóricamente están para ayudar a los inversores a solucionar este problema de información. Tienen como misión mostrar la información verídica acerca de los emisores de riesgo de crédito alto y los emisores de riesgo de crédito bajo, para ayudar a que los inversores puedan decidir acerca de dónde van a invertir con la seguridad de autenticidad. Ello favorece a los mercados de crédito, ya que los emisores de crédito pagarán unos intereses que se ajusten más a su nivel de riesgo de crédito.

Para determinar estos niveles de riesgo a cada emisor de deuda, las agencias de rating toman como referencia el tipo de activo con el que se está negociando y el emisor, con el fin de obtener una probabilidad de que el emisor del activo pague las obligaciones correspondientes a la otra de las partes, es decir, al inversor, dentro de los períodos de tiempo establecidos.

Para evaluar el riesgo de crédito de las empresas y emitir los ratings, las agencias de calificación crediticia siguen unos criterios que se muestran a continuación, recogidos de cada una de las agencias crediticias [10]:

### Moody's

La metodología consta de tres fases:

Primera fase: se valoran la fortaleza económica y la fortaleza institucional del país, determinando ambas su resistencia económica, definida como capacidad de absorción de shocks. Tanto la fortaleza económica como la institucional se puntúan en una escala de cinco niveles, de mayor a menor fortaleza, y una tabla predefinida de doble entrada asocia a cada combinación posible de puntuaciones la puntuación agregada de resistencia económica, en una escala también de cinco niveles.

Segunda fase: se valoran, en la misma escala, otros dos factores —la fortaleza financiera del Estado y la vulnerabilidad a eventos de riesgo, aproximando este último factor el riesgo de que acontecimientos adversos de diferente carácter supongan una amenaza directa e inminente para el pago de la deuda—. De la combinación de ambas valoraciones se obtiene la puntuación para lo que se denomina «solidez financiera».

Tercera fase: se combinan en una tabla de doble entrada las puntuaciones de resistencia económica y de solidez financiera. Esta combinación determina una escala de tres niveles en que se situará el rating definitivo, que se decide por el comité de ratings teniendo en cuenta la comparación con soberanos similares y factores que no hayan sido captados adecuadamente en las fases anteriores.

### Standard & Poor's

Su metodología valora cinco tipos de perfiles del soberano: 1) el perfil institucional y de efectividad de la gobernanza; 2) el perfil económico, con aspectos relativos a niveles de renta per cápita, perspectivas de crecimiento y diversificación económica; 3) el perfil externo, que valora el estatus de la moneda nacional en las transacciones internacionales, la situación de liquidez exterior y el endeudamiento externo; 4) el perfil fiscal, que incluye el comportamiento fiscal y margen de maniobra de la política fiscal, por un lado, y la carga de la deuda pública, por otro, y 5) el perfil monetario, que mide la flexibilidad, efectividad y credibilidad de la política monetaria. Para cada uno de estos perfiles y sus componentes se asigna una puntuación en una escala de 1 a 6, donde 1 es la mejor puntuación y 6 la peor, basándose en una serie de elementos cuantitativos y cualitativos. A continuación se obtienen el perfil institucional-económico y el perfil de flexibilidad y desempeño. El primero es la media de la puntuación institucional y de la puntuación económica, y el segundo es la media de las puntuaciones exterior, fiscal y monetaria. La combinación de las puntuaciones asociadas a estos dos perfiles determina un nivel indicativo de rating, al que, en su caso, se aplican factores de ajuste excepcionales para obtener el rating soberano definitivo.

### Fitch

Se utiliza un modelo econométrico, denominado «Sovereign Rating Model». Es un modelo de regresión múltiple, estimado por aplicación de mínimos cuadrados ordinarios, sobre un conjunto de 17 variables

*económico-financieras, agrupadas en cuatro tipos de factores: 1) macroeconómicos, como el crecimiento real del PIB y su volatilidad, con un peso en el modelo del 9 %; 2) finanzas públicas, con peso del 29 %; 3) finanzas exteriores, con peso del 13 %, y 4) factores estructurales, como el PIB per cápita y un indicador compuesto de gobernanza, con peso del 49 %. El modelo genera una puntuación que se traduce en un rating. Este rating es tenido en cuenta por los analistas como una herramienta relevante, entre otra serie de inputs cuantitativos y cualitativos.*

*Finalmente, el rating definitivo que resulta del comité puede variar del producido por el modelo.*

Además de su principal papel informativo, en los últimos años las agencias de rating han desarrollado dos funciones nuevas que son la certificación y la estandarización. La primera de ellas consiste en la imposibilidad de que ciertos inversores institucionales inviertan como son las IIC, los fondos de pensiones, y el cálculo del capital mínimo regulatorio para que las entidades financieras puedan emitir créditos. Y la segunda de las funciones genera un valor al mercado, ya que gracias a su estandarización en las escalas en las agencias de rating, permiten a cualquier inversor comparar los diferentes riesgos, independientemente de las características de cada uno.

Dados diferentes factores, el número de agencias de rating se ha incrementado mucho en estos últimos años por diversas razones. Entre ellas, el número de participantes ha aumentado considerablemente y han cambiado mucho las estrategias de inversión y la utilización de los productos financieros.

La industria de las agencias de rating están formadas principalmente por dos agencias denominadas: Moody's Investor Service (Moody's) y Standard and Poor rating (S&P). Estas dos agencias generan el 77% de los ingresos del total de esta industria, por lo que podríamos decir que prácticamente forman un duopolio. Del resto de las agencias que pertenecen al sector, Fich IBCA es otra de las agencias que tiene un porcentaje relativamente alto representando un 15% del total de ingresos de la industria.

En este cuadro, se puede observar la calificación que presentan las 3 principales agencias de rating, desde su calificación más alta hasta la calificación más baja.

**Cuadro 1**

GRADO DE CALIDAD		Moody's	S&P y Fitch	
Inversión	Óptima	Aaa	AAA	
	Alta	Aa1	AA+	
		Aa2	AA	
		Aa3	AA-	
	Buena	A1	A+	
		A2	A	
		A3	A-	
	Satisfactoria	Baa1	BBB+	
		Baa2	BBB	
		Baa3	BBB-	
	Especulación (bono basura)	Cuestionable	Ba1	BB+
			Ba2	BB

Con el fin de profundizar un poco más en el estudio de las agencias, se hace notar que cuando se emite un crédito al mercado, el emisor que lanza el crédito es el que paga por obtener un rating de la emisión, es decir, los emisores están pagando por aparecer en una clasificación pública y posicionarse en un lugar que las agencias de rating consideren, para que así los inversores puedan tener una información más verídica a la hora de decidir en qué diferentes deudas invertir.

Las agencias de rating han ido generando una determinada reputación, que les ha hecho convertirse en una industria muy importante, ya que dicha reputación hará que los agentes que se encuentran en la industria negociando, tomen como creíbles los ratings utilizados. Es decir, la reputación de las agencias es muy importante puesto que la relación que existe entre los emisores e inversores depende mucho de la información que proporcionen los ratings, ya que los miembros que forman parte del mercado no tienen la capacidad de tener criterio propio acerca de la calidad de los productos financieros con los que van a negociar. Por lo tanto, las agencias se encargarán de proporcionar ratings con la información relevante acerca del número de quiebras que se han producido. Dicha reputación se irá formando a lo largo del tiempo de manera que los rating que las agencias han ido publicando, se acercan a la realidad. Si esto es así, las agencias irán creando una mayor reputación de cara a los emisores y los inversores del mercado.

Evidentemente, las agencias de rating que mayor reputación tengan cobrarán unos precios más altos en sus ratings, ya que gracias al papel que cada agencia representa, emiten unos

ratings de mayor calidad según su reputación. También hay que hacer referencia al proceso que conlleva crear una reputación, debido a que no es sólo un mecanismo a corto plazo con el que se obtienen beneficios de manera rápida, sino que a lo largo del tiempo las agencias van progresando en obtener su reputación, lo que les ha llevado a poder conseguir unos altos beneficios, una vez consolidadas dichas agencias en el mercado. Por otra parte, no sería conveniente que las agencias de ratings disminuyesen la calidad en la emisión de sus ratings. Puede que al principio las agencias que decidiesen actuar de esta manera, obtendrían beneficios extra, ya que estarían ofreciendo la emisión de los rating con la misma reputación que anteriormente. Sin embargo, se desconocería de la disminución de la calidad de los rating, lo que supondría para las agencias un mayor beneficio, ya que los miembros del mercado seguirían actuando de la misma manera que siempre. Sin embargo, esta “estrategia” no les sería rentable, debido a que tarde o temprano el mercado se daría cuenta de estas irregularidades y afectaría de manera negativa a las agencias involucradas generando pérdidas. Con ello, los miembros del mercado perderían la confianza en la agencia, siendo el mayor activo de las agencias de rating, la confianza de los clientes.

Por otro lado, otro de los objetivos de la industria de rating es mantener una estabilidad financiera, en la que está involucrada la solvencia de las entidades. Las agencias de rating se utilizan además para calcular el capital mínimo regulatorio que las entidades deben de tener. Esto quiere decir que las empresas que mantenga una posición de rating alto, se les exigirá un capital regulatorio menor que a las empresas que tengan un rating menor, ya que aquellas empresas que tengan una posición alta de rating, estarán mostrando que tienen un nivel de solvencia alto y no tienen problema para realizar el pago de sus obligaciones contractuales. En cambio las entidades que tenga una posición baja de rating se les exigirá mantener un capital regulatorio mayor, debido a la menor seguridad de que hagan frente a sus deudas. [9]

## **6.2. La crisis económica y la industria de las agencias de rating.**

Como se ha comentado antes, las agencias de rating, desde sus comienzos, han ido aumentando constantemente su importancia, y convirtiéndose en un pilar clave para los agentes que forman parte del mercado financiero.

Esto quiere decir que, para cualquier empresa, un cambio en el rating del país o de un simple cambio de perspectiva del mismo, influye de manera notable en cualquiera de las economías, incluso en forma de cadena. Es decir, que no sólo influye a un solo sector sino al conjunto.

Muchos autores como D.A.; Boudriga, A. y Mamoghli, C. [11] han estudiado la reacción del mercado de las agencias de rating en la crisis financiera mundial de 2008 y mostraron que la reacción ante subidas en los ratings no producía cambios en el comportamiento de los inversores, en cambio, ante bajadas y anuncios de posibles bajadas sí que se producía una reacción negativa del mercado.

Según dicen estos autores, esta reacción negativa se ha visto producida por el cambio en el nivel de pánico de los inversores y por el cambio de actitud de las agencias de rating, que se han vuelto más estrictas a la hora de realizar sus calificaciones.

El papel que han estado teniendo las agencias de rating desde sus inicios, incluyendo la crisis financiera de 2008 en la que nos encontramos actualmente, ha ido acumulando diferentes críticas que les ha hecho llegar a la situación en la que se encuentran ahora.

Para empezar, desde sus inicios la industria de las agencias de rating se ha visto beneficiada por la baja competencia existente debido al tan elevado porcentaje de concentración, debido a que la industria de las agencias de rating está compuesta básicamente por tres agencias, ya comentadas anteriormente, que acaparan prácticamente todo el mercado. Esta situación genera la duda de que dichas agencias actúen de manera monopolista y se beneficien de ello. Por ejemplo, algunos autores como Kish et al. (1999:363) [12] destacan que los ratings de Moody's y S&P son relevantes para el mercado, pero parece que el mercado estadounidense confía más en los de S&P aunque no encuentran suficiente evidencia para poder afirmarlo. Baker y Mansi (2002:1385) [13] observan que el mercado considera que los ratings de S&P son ligeramente más certeros que los de Moody's y que, a su vez, los ratings de S&P y Moody's son más fiables que los de Duff & Phelps y Fitch IBCA. Brooks et al. (2004:233) [14] encuentran que sólo las bajadas de rating soberano afectan el mercado si las realizan S&P y Fitch, pero no Moody's o Thomson. A pesar de que estos resultados y estas conclusiones no son concluyentes, podemos sugerir que las agencias de rating pueden beneficiarse personalmente de las preferencias o creencias que cada país pueda tener con respecto a la imagen que cada una representa, de manera independiente al resto de agencias, y tener relativamente la libertad de establecer los precios para obtener los beneficios, es decir, si una empresa de un país quiere obtener un rating de una agencia determinada, debido a sus ideales, o porque le resulta más creíble, estará dispuesto a pagar un precio incluso superior al establecido para obtener ese rating.



Otra de las críticas que las agencias de rating han recibido a consecuencia de la crisis financiera es que los ratings no han mostrado el deterioro de las condiciones del mercado con la rapidez y la transparencia con que debían de haber informado a las distintas entidades.

En concreto, la situación que más ha influido al mercado financiero, fueron las calificaciones de los bonos que estaban ligados a las hipotecas subprime en EEUU y que influyó a Europa debido a que las emisiones que EEUU lanzó las vendió al mercado internacional, y los países desarrollados se vieron afectados también. En este caso, las agencias emitían ratings de alta calificación acerca de los bonos ligados a las hipotecas subprime sin ser certera dicha calificación.

Lo que más dudas genera en el mercado financiero es que son los emisores los que pagan a las agencias de rating para que éstas las controlen y evalúen y obtengan una calificación en el rating, y surge la posibilidad de que los emisores paguen por los intereses que les convendría obtener. Esto es lo que ha provocado que se siga manteniendo una imagen de ciertos productos financieros con una alta calificación y manteniendo las inversiones en esos productos financieros cuando en realidad, la calificación de estos no estaba mostrando una imagen real, lo que provocaría en el futuro consecuencias negativas y pérdidas para los inversores. Dichas calificaciones mostraban un nivel de solvencia muy bueno, lo que hizo que los inversores invirtieran en esos bonos que estaban ligados a las hipotecas subprime. Posteriormente, tales hipotecas no podían ser pagadas debido a la gran inversión que suponía, y los emisores no podían hacer frente a semejantes deudas, lo que conllevó a que los inversores no tuviesen rentabilidad alguna.

Según dice U.S. Senate, 2010, 23 de abril *En 2010 las dos mayores agencias de calificación estadounidenses, Moody's y S&P, han sido "señaladas" oficialmente por el Senado de Estados Unidos. Según las investigaciones, las firmas habrían sido influenciadas indudablemente por la banca de inversión, que pagaba sus comisiones, e ignoraron los síntomas de fraude que aquejaban a la industria, pues en algunas ocasiones las calificaciones fueron utilizadas como técnicas de negociación entre las agencias y los banqueros. Si a todo ello se suma la escasa competencia que hay en el sector de las agencias de calificación, queda en cuestión la independencia de estas agencias [15].*

Este artículo nos explica y demuestra, que la banca de inversión ignoraba los síntomas de fraude que influían a la industria, y que las agencias y los banqueros hacían negociaciones acerca de las calificaciones.

*Por su parte, las agencias de rating han intentado defenderse afirmando que tampoco la Securities and Exchange Commission (SEC), la Reserva Federal, los propios bancos o la prensa financiera fueron capaces*

*de vislumbrar la crisis de 2008. De todas formas, las agencias han manifestado ser conscientes de que han fallado y han comenzado a realizar cambios en todas las fases de análisis relacionadas con la concesión y mantenimiento de un rating.*

Con esto se dice que, a pesar de que las agencias asumen sus errores y han tomado parte en realizar cambios en la evaluación y la calificación de los rating, también afirman que ninguno del resto de los agentes financieros consiguió ver que se acercaba una crisis financiera. Además, las agencias se defienden corroborando al resto, de que los rating son sólo una opinión a partir de diferentes informes, tanto internos como externos, siendo dichos informes información pública para quien pudiese estar interesado. En el informe que las agencias proporcionan aparece la opinión acerca de la solvencia y la capacidad crediticia de la deuda de los inversores, a partir de los informes y cuentas que las agencias han obtenido.

Por último, comentar que las agencias de rating, debido al carácter regulatorio que ejercen, tiene el poder de decidir si ciertas instituciones pueden o no invertir sus fondos. Únicamente estas agencias permitirán invertir si tienen un nivel de calificación determinado que éstas les exijan, y cumplan unas condiciones establecidas, y seleccionando los tipos de productos financieros en los que dichas instituciones pueden invertir. Esta responsabilidad que se les ha otorgado a las agencias de rating, sin ningún otro miembro con el que contrarrestar los criterios y decisiones tomadas con respecto a los rating proporcionados a cada empresa, hace que el criterio y las decisiones que estas agencias tomen, no tenga la suficiente objetividad con la que deberían tomarse dichas decisiones. Es decir, no existen otros organismos reguladores que se encarguen de revisar y vigilar las metodologías de análisis, por lo que no son 100% fiables y objetivas las decisiones que puedan llegar a tomar las agencias de rating [16].

### **6.3. Propuestas de regulación de las agencias de rating.**

Como se ha podido ver con lo explicado anteriormente, las agencias de rating han producido un control y supervisión mucho más severo a raíz de su comportamiento desde los comienzos de la crisis de 2008, y las consecuencias que ha generado a todos los agentes que intervienen en el mercado de valores y de productos financieros. A consecuencia de esta situación, se ha generado una desconfianza por parte de los organismos reguladores, quienes les asignaron el papel regulador y de evaluación y control de los ratings a las empresas, y de los agentes financieros que participaban en la negociación de los productos financieros, es decir, por parte de los inversores y de los emisores de deuda. Sumando todo esto, muchos de los

gobiernos y autoridades reguladoras, viendo la situación en la que se encontraban en plena crisis, solicitaron que se regularan de manera internacional las agencias de rating para que garantizaran una imagen transparente de los ratings emitidos.

Dada la situación en la que nos encontrábamos, la propuesta de cambio en el sistema regulatorio representaba un papel fundamental con los problemas que había que solucionar. De hecho, el Grupo de los 20 en la Cumbre de Londres del 2 de abril de 2009, acordó, *“ampliar la supervisión y el registro regulador a las Agencias de Calificación de Crédito para garantizar que cumplen el código internacional de buenas prácticas, en especial para impedir conflictos de interés inaceptables”* [17].

También afirmaron que parte de las causas del comienzo de la crisis se debió a los grandes fallos producidos en el sector financiero, y la inadecuada regulación y control financiero, teniendo como consecuencia lo que anteriormente hemos comentado, la desconfianza general que han generado estas acciones tomadas, siendo la confianza el activo más importante para las agencias de rating. Por lo tanto, se necesita cuanto antes tomar medidas y crear unas medidas de control y supervisión más fuertes y transparentes que sean capaces de cubrir las necesidades de las empresas y evolucionar y desarrollar un crecimiento financiero sostenible.

Esto que se ha explicado anteriormente puede demostrarse con lo que dijeron los del Grupo de los 20 al finalizar el 2009, *“los fallos de regulación y supervisión, además del riesgo imprudente e irresponsable asumido por los bancos y otras instituciones financieras, crearon una peligrosa fragilidad financiera que contribuyó significativamente a la crisis actual. La posibilidad de volver a asumir riesgos excesivos tal y como prevalece en algunos países no es una opción”* [18].

En junio de 2010, de nuevo el Grupo de los 20, entre algunos de sus acuerdos, mostraba que, *“había que fortalecer la infraestructura del mercado financiero acelerando la implementación de medidas fuertes para mejorar la transparencia y la supervisión regulatoria de los fondos de cobertura (hedge funds), las agencias de calificación de crédito y los derivados del mercado extrabursátil (OTC), de una manera internacionalmente consistente y no discriminatoria”* [19].

Alegando en su declaración final que estaban, *“construyendo un sistema financiero más resistente que sirva a las necesidades de nuestras economías, reduzca el riesgo moral, limite el aumento del riesgo sistémico, y apoye un crecimiento económico fuerte y estable. Hemos fortalecido el sistema financiero global a través del fortalecimiento de la supervisión prudencial, la mejora de la gestión de riesgo, la promoción de la transparencia y el fortalecimiento de la cooperación internacional”* [20].

Por otro lado, la Unión Europea (UE), viendo como también estaba afectada por la crisis, a causa de las agencias crediticias, además de otros factores diferentes, solicitó un cambio en las agencias internacionales, ya que, de manera directa o indirecta, dependiendo de la negociación de productos financieros que cada uno llevase, le estaba influyendo de manera negativa. Consiguió publicar en noviembre de 2009, el Reglamento (CE) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia. Este Reglamento supone un intento de fiscalizar la actuación de las agencias de rating, teniendo por objeto *“introducir un planteamiento regulador común para mejorar la integridad, la transparencia, la responsabilidad, la buena gobernanza y la fiabilidad de las actividades de calificación, contribuyendo así a la calidad de las calificaciones crediticias emitidas en la Comunidad y por ende al correcto funcionamiento del mercado interior, y alcanzando, al mismo tiempo, un elevado nivel de protección de los inversores”* [21].

La Unión Europea reconoce la importancia y el papel que desempeñan las agencias de rating, ya que muchos agentes financieros que pertenecen tanto al mercado de valores como a los mercados bancarios internacionales, tienen en cuenta la calificación de los ratings que estas agencias proporcionan para tomar decisiones acerca de inversión o financiación. Es decir, que las agencias influyen de manera significativa en el mercado y por tanto, como hemos comentado anteriormente, la confianza de los inversores y los emisores de deuda es muy relevante para esta industria. El problema que existe en la Unión Europea es que la sede de la mayoría de las agencias de rating se encuentra en EEUU, y lo que la UE pretende conseguir es crear un marco normativo común que se aplique a todos los estados miembros, es decir, *“un conjunto de normas que garanticen que todas las calificaciones crediticias emitidas por las agencias de calificación crediticia registradas en la Comunidad sean de adecuada calidad y estén emitidas por agencias de calificación crediticia sujetas a requisitos estrictos”*. De hecho el Reglamento indica que *“el objetivo principal del presente Reglamento es la protección de la estabilidad de los mercados financieros y de los inversores”* [21].

Además, según lo que dice el Reglamento también hay algunas propuestas para que se produzca un cambio en el sistema regulatorio y se recupere la confianza y la reputación de las agencias de rating. Teniendo establecidas algunas condiciones o limitaciones que éstas tienen que cumplir, para garantizar la veracidad de sus acciones.

Éstas tienen como norma, únicamente realizar la emisión de las clasificaciones crediticias con total transparencia y objetividad, sin poder prestar ningún otro servicio relacionado con el asesoramiento o la consultoría de la toma de decisiones por parte de la empresa. Con la

excepción de la posibilidad de realizar alguna propuesta o recomendación, siempre y cuando no se genere conflicto de intereses a la hora de emitir los ratings.

Por otra parte, dice el Reglamento que las agencias que formen parte de un tercer país, deberán cumplir unos requisitos obligatorios y generales para confirmar la integridad de sus actividades a la hora de elaborar la calificación de los ratings, para que las autoridades no tengan que intervenir por cualquier posible conflicto de intereses.

Concretando en el tema del conflicto de intereses, según dice el Reglamento, las agencias de rating deberán realizar unos procedimientos y seguimientos determinados en relación con los agentes con los que están negociando y los propios miembros de la agencia, para garantizar que no se formen conflicto de intereses. En el caso de que se presente o se sospeche de alguna situación de este rango, la agencia debería notificarlo al Comité de Responsables Europeos de Reglamentos de Valores (CERV).

Otra propuesta que aparece en el Reglamento consiste en la rotación de los analistas de calificaciones, es decir, tener a un número adecuado de empleados que tengan unos conocimientos específicos, acerca de la valoración de las calificaciones crediticias y se roten de una manera continua y constante, para no generar una dependencia en los miembros que se encargan de realizar dichas calificaciones. En otras palabras, lo que se pretende es tener a un amplio número de empleados que estén cualificados, para la realización de la valoración y calificación de los ratings, y que no haya dependencia por la existencia de un número muy reducido de empleados que tengan dicha cualificación. Añadiendo que gracias al mayor número de empleados cualificados, aumentará el nivel de conocimiento, la diversidad de visiones y la mayor credibilidad de los ratings.

Por otro lado, el Reglamento también dice que cualquier información o modificación que realicen las empresas, deberán de hacerse públicas, y además, deberán consultar antes de su aplicación, con el mercado y que éste lo permita, teniendo que adaptar siempre los procedimientos que vaya a realizar a la evolución de los mercados.

Por otra parte, el Reglamento obliga a inscribirse en un registro a las agencias que emitan ratings en la UE, siendo el CERV el que recibe las solicitudes de registro e informa a las autoridades competentes de los Estados miembros. Y en el caso de que su domicilio social se encuentre fuera de la Comunidad, las agencias de rating deberán de establecer una filial en la misma.

Por último, el Reglamento hace constar que, *“los usuarios de las calificaciones no deben confiar ciegamente en ellas, sino que deben procurar encarecidamente realizar su propio análisis y actuar en todo*

*momento con la debida diligencia antes de confiar en esas calificaciones*". Con el objetivo de hacer ver a los usuarios que las agencias de rating no tienen todo el peso de la información que proporcionan, ni que toda la información sea completamente certera, sino que lo tomemos como otro punto de vista con el que comparar tus propios criterios como inversor o emisor de deuda adecuadamente informado [22].

## 7. COMPORTAMIENTO DE LOS RATINGS CREDITICIOS

### 7.1. Descripción de las matrices de transición y cómo funcionan

La matriz de transición, es un instrumento que permite conocer la probabilidad de que una calificación determinada cambie a otra calificación, ya sea mejor o peor, a lo largo de un período de tiempo.

Las matrices de transición se han estado utilizando desde 1997 para medir el Riesgo crediticio. JP Morgan lo utilizó en CreditMetrics, y a partir de entonces, gracias a la fácil aplicación del método, y su sencillo análisis e interpretación, es uno de los modelos más utilizados para medir y analizar las situaciones de deterioros o mejoras de las calificaciones crediticias de riesgo.

Lo que tratan de reflejar las matrices de transición es la probabilidad de transición, que consiste en la posibilidad de que un deudor con una determinada calificación crediticia deteriore o mejore a otra calificación diferente en un intervalo de tiempo determinado, aunque también cabe la posibilidad de que no exista cambio en ese intervalo de tiempo con respecto a la calificación, detallando también la probabilidad de esta situación.

A pesar de que más adelante se explicará de una manera más visual las matrices de transición y cómo funcionan, se detalla a continuación la definición. La matriz de transición se compone de una serie de filas  $i$ , donde aparecen las calificaciones al principio del período, y una serie de columnas  $j$ , donde se encuentran las calificaciones al final del período. La intersección de estas celdas está mostrando la probabilidad de que las calificaciones se mantengan, mejoren o se deteriores en el intervalo de tiempo analizado, siendo la diagonal de la matriz las calificaciones que se mantendrán en la misma calificación al final del intervalo de tiempo, las celdas que están por debajo de la diagonal las calificaciones que mejoran, y las celdas que se encuentran por encima de la diagonal las que empeoran en el intervalo de tiempo analizado.

Poniendo un ejemplo sencillo, supongamos que en vez de considerar la clasificación crediticia que presentan las agencias de rating que se desglosan en “x” tramos, se considerarán únicamente 3 ratings, A, B, C, más el estado D default, siendo esta matriz de transición calculada a un año, para mostrarla con mayor sencillez.

**Tabla 1**

Matriz Transición	A	B	C	D
A	90%	7%	2%	1%
B	4%	86%	6%	4%
C	3%	12%	70%	15%
D	0%	0%	0%	100%

La matriz de transición anterior nos está diciendo que si miramos en ese período que hemos analizado, de cada 100 compañías, por ejemplo, que comenzaron en el rating A, al finalizar el año, 90 seguirán en el rating A, 7 compañías acabaran en el rating B, 2 en el rating C y una de ellas habrá hecho default. Análogamente se interpretarán el resto de ratings con periodos de un año.

A continuación se puede observar una matriz de transición aplicada a las agencias de ratings [23]:

**Tabla 2**

<b>2013 One-Year Corporate Transition Rates By Region (%)</b>									
<b>From/to</b>	<b>AAA</b>	<b>AA</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>BB</b>	<b>B</b>	<b>CCC/C</b>	<b>D</b>	<b>NR</b>
<b>Global</b>									
AAA	90.48	9.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	94.08	2.49	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.43
A	0.00	1.17	91.91	3.58	0.08	0.08	0.00	0.00	3.19
BBB	0.00	0.06	3.79	89.76	2.37	0.12	0.00	0.00	3.91
BB	0.00	0.00	0.00	5.10	82.00	4.64	0.00	0.09	8.16
B	0.00	0.00	0.00	0.18	5.65	77.96	4.36	1.60	10.25
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.13	46.20	23.42	20.25

Las matrices de transición además presentan entre otras, las siguientes características:

- Ningún elemento de la matriz podrá ser negativo.
- La suma de cada fila sumara un total de 1 ó 100%.



- La probabilidad de que una calificación se mantenga al final del periodo analizado, siempre será mayor que el resto de posibilidades que componen la fila.
- La probabilidad de que una calificación se mueva a una calificación inferior, suele ser siempre mayor a la probabilidad de que se mueva a una calificación superior.

Existen también las matrices de transición no condicionadas, en las cuales se trabaja suponiendo que las probabilidades analizadas no dependen ni del tiempo ni del ciclo económico en el que nos encontramos, pero se ha demostrado que esto no es certero, ya que en períodos de recesión, las probabilidades de default tienden a aumentar y en periodos de auge o recuperación las probabilidades default tienden a disminuir.

Las matrices de transición recogen información estadística sobre la frecuencia de los cambios de rating que se han producido en el pasado, es decir, una matriz de transición a  $n$  años, recoge las frecuencias con las que se han producido cambios de rating en periodos de  $n$  años.

Dentro de la matriz de transición, queda explicar algunos puntos:

La Probabilidad de Default, como hemos visto antes, no representa una calificación de rating determinado sino que recoge las probabilidades de que se produzca un incumplimiento de pago en los distintos ratings en el plazo considerado.

Además las matrices de transición incluyen una situación adicional, que las denominaremos WR (Without Rating), que indica el porcentaje de empresas que acabarán en el intervalo de tiempo analizado, sin rating.

A la hora de analizar las matrices de transición, se suponen dos hipótesis diferentes para que se lleven a cabo de una manera adecuada.

Una de las hipótesis es la Hipótesis de estabilidad, con esto se refiere a que, para que la información estadística tenga coherencia, el rating tendrá que ser estable en el tiempo, es decir, que la asignación y la valoración del rating tendrá que mantenerse constante en el tiempo.

La otra Hipótesis de la eficiencia de los ratings supone que el rating que tiene ahora una empresa recoge toda la información de ésta sobre su solvencia. Y no sólo la información actual de la empresa, sino también de la posible evolución que se produzca en la solvencia de la empresa, todo recogido en el rating que se proporciona, ya que los posibles ratings futuros son consecuencia de los que se tiene actualmente.

Una vez explicada brevemente la matriz de transición, el objetivo que buscamos es construir una matriz de transición a  $n$  años (en vez de a 1 año como hemos visto en el ejemplo), con el fin de que recoja la misma información estadística, solo que para un intervalo de años mayor y poder ver a qué ratings se espera que cambien, siempre y cuando se cumplan las hipótesis de eficiencia y estabilidad comentadas anteriormente [24].

## **7.2. Fluctuación y comparativa de los ratings durante los distintos periodos (2000-2007) y (2007-2013)**

En resumen, todo lo que hemos explicado con anterioridad, las agencias tienen como misión suministrar información, opinión de la calidad crediticia de títulos, empresas o Estados. Actualmente se cuenta con 3 agencias principales que operan a nivel mundial y acaparan la gran parte de cuota del mercado.

Durante mucho tiempo, los emisores e inversores de deuda, han utilizado mucho la información de estas agencias y se les ha dado mucha importancia puesto que, muchos inversores únicamente podían invertir en empresas con determinado nivel de rating.

Debido a la crisis que estalló en 2007, la confianza que los inversores habían ido ganando, con el paso del tiempo disminuyó notablemente. Dada la situación en la que se encontraban, las agencias crediticias tampoco fueron capaces de valorar el riesgo existente en los títulos. Y después de la afirmación de la baja calidad de calificación crediticia de los productos financieros, las agencias de rating establecieron unos criterios más exigentes a la hora de calificar los títulos. Este cambio produjo consecuencias negativas para muchos agentes, tanto empresas como Estados, ya que después de reajustar las calificaciones crediticias de una manera más exigente, muchas empresas y Estado, quedaron fuera de esa calificación.

Sin embargo, a pesar de estas situaciones, el mercado sigue confiando en las opiniones de estas agencias debido a dos causas. Una de ellas se debe a que no es la primera vez que ocurre este cambio en los ratings. De hecho se dice que ha tenido un comportamiento procíclico a lo largo de los años, que consiste en que durante fases expansivas del periodo, los ratings valorados sean excesivamente altos, y cuando llega una contracción económica, o una crisis, los ratings sufran grandes caídas que perjudican drásticamente a muchas empresas y Estados. La otra de las causas se debe a que los ratings resumen una gran cantidad de información sobre la calidad crediticia y para muchos inversores es realmente importante. Ya que, además de que muchos no tienen la capacidad de evaluar dicho riesgo por su cuenta, el rating les permite hacer comparaciones con una amplia gama de instrumentos financieros.

Se hará un análisis más profundo, de las variaciones que se han ido produciendo a lo largo de todo este tiempo. Debido a la extensa historia que tiene la industria de rating, se realizará un análisis del periodo más reciente al que estamos viviendo actualmente. Se considerarán dos periodos diferentes, uno que abarque desde el año 2000 hasta el 2007, período previo a la crisis, y otro que abarque desde 2007 hasta la actualidad, que se sitúa en la crisis actual en la que nos encontramos. Para ello, se han seleccionado algunos gráficos y tablas con la información necesaria para el análisis de estos dos subperíodos (2000-2007) y (2007-2013), recogida en los Annual Global Corporate Default Study and Rating Transition, que publica anualmente la agencia Standard and Poor's [23].

#### 1. *Resumen Global del incumplimiento empresarial.*

Se han seleccionado algunos gráficos y tablas con la información necesaria para el análisis de estos dos subperíodos (2000-2007) y (2007-2013), recogida en los Annual Global Corporate Default Study and Rating Transition, que publica anualmente la agencia Standard and Poor's.

Al comienzo del primer subperíodo (2000-2007), se observa como el total de incumplimientos, había aumentado notablemente con respecto a años anteriores, llegando a su pico en 2001, con una tasa de morosidad de 3.77%, y una deuda que alcanzaba los 118,79 billones de \$. A partir de ese año, el total de incumplimientos disminuyó con el paso de los años, llegando a su cifra más baja en 2007, con un total de 24 incumplimientos de pago, que representaba el 0,37% de la tasa de morosidad, y una deuda que tan solo alcanzó los 8.15 billones de \$.

Se observa cómo en el segundo periodo (2007-2013) ocurre prácticamente lo mismo que en el anterior, ya que a comienzos de este subperíodo, en 2009, el total de incumplimiento llega a alcanzar los 256, que representa un 4.06% de tasa de morosidad, y alcanza un importe de deuda de 627.7 billones de \$, tres veces mayor que el importe de deuda que se generó en el primer periodo. De la misma manera, a partir de 2009 y alcanzar su mayor porcentaje de morosidad, el resto de los años se observa como dicha morosidad disminuye notablemente, alcanzando su valor más bajo en 2011, con un total de 53 incumplimientos, que representa el 0.75%, con un total de 84.26 billones de \$.

A pesar de que el importe de deuda analizado es bastante diferente en los distintos subperíodos, se produce un comportamiento similar en ambos. Dicha diferencia en el importe de deuda puede deberse a varios factores; al mayor número de empresas existentes

en el mercado, o al incremento en el PIB, entre otros. Pero independientemente del importe de la deuda, el comportamiento en ambos subperíodos es el mismo.

**Tabla 3**

**Global Valor predeterminado Resumen Corporativa**

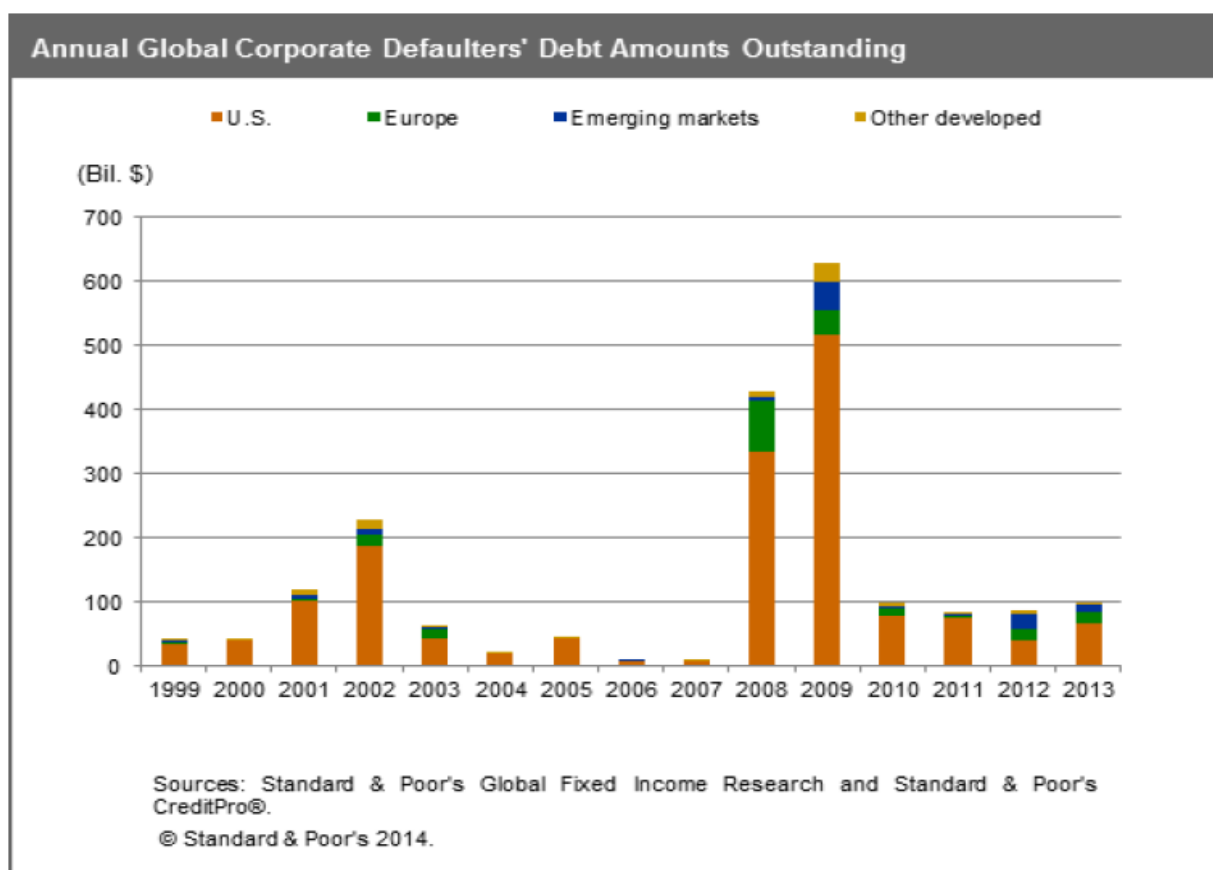
Año	Incumplimientos totales *	Incumplimientos con grado de inversión	Incumplimientos de grado especulativo	La tasa de morosidad (%)	Tasa de morosidad de grado de inversión (%)	Tasa de incumplimiento de grado especulativo (%)	La deuda total en circulación (bil. \$)
2000	136	7	109	2.45	0.24	6.14	43.28
2001	229	8	173	3.77	0.26	9.74	118.79
2002	225	13	158	3.54	0.41	9.32	190.92
2003	120	3	89	1.90	0.10	4.98	62.89
2004	56	1	39	0.79	0.03	2.05	20.66
2005	39	1	30	0.58	0.03	1.44	42.00
2006	29	0	25	0.45	0.00	1.13	7.13
2007	24	0	21	0.37	0.00	0.89	8.15
2008	126	14	88	1.74	0.41	3.56	429.63
2009	265	11	223	4.06	0.32	9.52	627.70
2010	81	0	63	1.15	0.00	2.82	97.48
2011	53	1	43	0.75	0.03	1.71	84.26
2012	83	0	66	1.11	0.00	2.52	86.60
2013	81	0	64	1.04	0.00	2.23	97.29

\* Esta columna incluye las empresas que no hayan sido evaluados un año antes del default. Fuentes: Standard & Poors Global Fixed Income Research y Standard & Poors CreditPro®.

2. *Cantidad total de deuda pendiente de incumplimiento empresarial.*

Este gráfico representa de manera más visual la tabla comentada anteriormente, desglosando el volumen de deuda en proporción a la de cada país. Se observa claramente cómo afecta la deuda en el 2008 y 2009 dado su fuerte incremento con respecto a los años anteriores. Se aprecia que en todos los años analizados, la mayor parte de la deuda total pertenece a EEUU, pudiendo ser algo mayor la deuda de Europa, pero no mayor que la de EEUU, en los años 2008 y 2009. Esta situación se debió a la existencia de una población nominal muchísimo más grande en EEUU con respecto al resto de países.

**Gráfico 1**



3. *Tasas globales de incumplimiento anual por categorías.*

Como se puede observar, en la siguiente tabla se muestran las tasas globales de default anuales de las calificaciones de rating. Como bien se ve en la tabla, destaca el porcentaje existente en la mayor calificación de rating (AAA), que a lo largo de los años, representa un 0.00%, es decir, que la tasa de morosidad en la calificación crediticia AAA es cero, y demuestra que la columna Default en esta calificación que se mantuvo sin mancha, no se produjeron cambios y se mantuvo en consonancia con las tendencias históricas.

Por otro lado se observa que los mayores niveles de Default se encuentran en las categorías de Rating con calificación más baja (B y CCC/C). Se aprecia que estas categorías (B y CCC/C) presentan un comportamiento bastante parecido a la tabla comentada anteriormente. Se observa que en 2001 y en 2009 casi un 50% de Default se recoge en la categoría CCC/C, observando un cambio significativo en los mismo años en las categorías BB y B, con respecto al resto de los años. Con esta tabla se quiere hacer notar que, la mayor parte de los morosos que se analizan cada año, se encuentran en las categorías de calificación más bajas, en concreto B y CCC/C, representando aún mayor porcentaje, en los años en los que anteriormente se comentaba que había una mayor tasa de morosidad (tabla 3).

**Tabla 4**

	<b>Global Corporate defecto Tasas anuales por puntaje Categoría</b>						
(%)	AAA	AA	La	BBB	BB	B	CCC / C
2000	0.00	0.00	0.26	0.37	1.26	7.83	34.12
2001	0.00	0.00	0.35	0.33	3.14	11.24	45.87
2002	0.00	0.00	0.00	1.02	2.84	8.11	44.64
2003	0.00	0.00	0.00	0.23	0.57	4.02	33.13
2004	0.00	0.00	0.08	0.00	0.53	1.56	15.56
2005	0.00	0.00	0.00	0.07	0.20	1.73	9.02
2006	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.81	12.38
2007	0.00	0.00	0.00	0.00	0.19	0.25	14.95
2008	0.00	0.38	0.38	0.48	0.78	4.00	26.00
2009	0.00	0.00	0.22	0.54	0.73	10.43	48.68
2010	0.00	0.00	0.00	0.00	0.55	0.81	22.07
2011	0.00	0.00	0.00	0.07	0.00	1.50	15.94
2012	0.00	0.00	0.00	0.00	0.29	1.53	26.97
2013	0.00	0.00	0.00	0.00	0.09	1.60	23.42

Fuentes: Standard & Poors Global Fixed Income Research y Standard & Poors CreditPro ®.

4. *Resumen anual de los ratings empresariales (%).*

En este cuadro se muestra el comportamiento de las empresas cada año según la clasificación establecida. Se puede ver cómo, a medida que van transcurriendo los años, el número de emisores que obtienen una calificación crediticia es cada vez mayor. Este incremento se debe en parte, a la creación de nuevas empresas. Con respecto a los aumentos y descensos de las calificaciones de rating, destaca que entre los años 2001-2003, y 2008-2009, los porcentajes de descenso aumentan considerablemente. Sin embargo, una vez pasada esos periodos se observa cómo los porcentajes de aumento de las calificaciones tienen un incremento significativo. Con estos datos, ayudándose de las tablas anteriores, se puede demostrar la caída de las calificaciones crediticias en los años que hemos señalado, debido al aumento de la tasa de morosidad.

Por último comentar que en el año 2007 se retiraron un mayor número de calificaciones crediticias, que en los años anteriores y posteriores analizados.

**Tabla 5**

## Resumen de las necesidades anuales de Clasificación de Empresas Cambios \* (%)

Año	Los emisores como de 01 de enero	Actualizaciones	Descenso	Predeterminados	Calificaciones Retiradas	Calificaciones Cambiadas	Sin cambios de clasificación	Relación Downgrade a la actualización
2000	4726	6.62	11.76	2.45	7.04	27.88	72.12	1.78
2001	4806	5.56	15.83	3.77	7.51	32.67	67.33	2.85
2002	4835	5.21	18.75	3.54	7.08	34.57	65.43	3.60
2003	4845	6.26	14.29	1.90	7.31	29.76	70.24	2.28
2004	5077	8.41	7.45	0.79	7.25	23.90	76.10	0.89
2005	5368	12.56	9.04	0.58	8.44	30.61	69.39	0.72
2006	5528	12.05	8.43	0.45	8.54	29.48	70.52	0.70
2007	5730	13.21	9.09	0.37	10.32	32.99	67.01	0.69
2008	5853	7.61	15.54	1.74	7.50	32.39	67.61	2.04
2009	5772	4.65	18.51	4.06	8.37	35.59	64.41	3.99
2010	5499	11.55	8.51	1.15	6.22	27.43	72.57	0.74
2011	5851	11.87	11.41	0.75	7.39	31.42	68.58	0.96
2012	5.922	8.22	11.92	1.11	6.84	28.10	71.90	1.45
2013	6.182	11.19	8.93	1.04	6.55	27.71	72.29	0.80
Promedio ponderado		8.49	11.84	1.57	7.23	29.13	70.87	1.64
Mediana		7.86	11.48	1.15	7.25	27.95	72.05	1.36
La desviación estándar		2.33	3.08	1.06	1.99	3.49	3.49	0.84
Mínimo		4.65	7.45	0.14	2.02	21.43	64.41	0.69
Máximo		13.21	18.75	4.06	10.32	35.59	78.57	3.99

\* Esta tabla compara el cambio neto en las calificaciones de la primera a la última jornada de cada año. Todas las puntuaciones intermedias son consideradas. § Rebajas Excluye a 'D', que se muestra por separado en la columna de la omisión. Fuentes: Standard & Poor's Global Fixed Income Research y Standard & Poor's CreditPro ®.

#### 5. *Tasa de incumplimiento de grado especulativo por regiones geográficas*

La tasa de incumplimiento de grado especulativo de los emisores, varía conforme pasan los años. Este cuadro representa el porcentaje de incumplimientos que se produce a lo largo de los años, desglosado en diferentes regiones. Se observa que en EEUU, el grado especulativo de incumplimiento aumenta casi 3 puntos porcentuales con respecto al año anterior. Sin embargo, en Europa y en los mercados emergentes, dicho aumento en la tasa de incumplimiento de grado especulativo se genera al año siguiente de producirse en EEUU, en 2002.

Además, se observa como en el año 2009, tanto en EEUU, como en Europa y los mercados emergentes, se vuelve a producir un aumento en la tasa de morosidad de grado especulativo llegando a haber una diferencia de mas de 7 puntos porcentuales.



Tabla 6

Corporativos de grado especulativo por defecto Tasas anuales por región (%)				
Año	EE.UU. y los paraísos		Los mercados	
	fiscales *	Europa §	emergentes	Otro †
2000	7.33	2.52	1.88	6.67
2001	10.54	8.53	6.25	12.64
2002	7.14	12.50	15.77	6.08
2003	5.54	3.70	3.57	4.85
2004	2.50	1.63	0.77	2.03
2005	2.00	0.48	0.22	1.33
2006	1.29	1.87	0.40	0.77
2007	1.01	1.02	0.19	2.24
2008	4.13	2.63	2.20	3.85
2009	11.19	8.02	6.17	10.48
2010	3.29	1.01	1.25	7.89
2011	1.98	1.60	0.59	5.98
2012	2.58	2.19	2.56	2.33
2013	2.12	3.33	1.96	1.94
Promedio	4.39	3.20	3.42	4.72
Mediana	3.64	1.75	1.55	4.17
La desviación estándar	2.82	3.65	4.34	3.43
Mínimo	0.63	0.00	0.00	0.77
Máximo	11.19	12.50	15.77	12.64

\* EE.UU., Bermudas y las Islas Caimán. § Austria, Bélgica, Bulgaria, Islas del Canal, Chipre, República Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Islandia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Noruega, Polonia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia, España, Suecia, Suiza y el Reino Unido † Australia, Canadá, Japón y Nueva Zelanda. N / A - No disponible. Nota: Las estadísticas descriptivas de regiones distintas de los EE.UU. se calculan 1996-2011 debido a los tamaños de muestra. Fuentes: Standard & Poor's Global Fixed Income Research y Standard & Poor's CreditPro ©.

6. *Distribución acumulada de morosos en el intervalo de tiempo basado en las calificaciones originales.*

En esta tabla se muestra la distribución acumulada de los morosos por cada intervalo de tiempo, basada en la clasificación original en una empresa. La primera fila es la distribución por calificación del número de impagos que se producen dentro de los 12 meses siguientes a la calificación inicial. La segunda fila es la distribución del número acumulado de impagos que se producen dentro de los tres años de la calificación inicial, y así con el resto de los años. En la otra parte de la tabla se muestra lo mismo, pero en vez de mostrar el número de impagos producidos, muestra el porcentaje de incumplimientos producidos en cada intervalo de tiempo. Se puede ver que, independientemente del intervalo de tiempo que se

analice, la mayoría del número de incumplimientos de pago, se concentra en las calificaciones con categorías más bajas, recogiendo los mayores porcentajes de incumplimiento en la categoría de calificación B.

**Tabla 7**

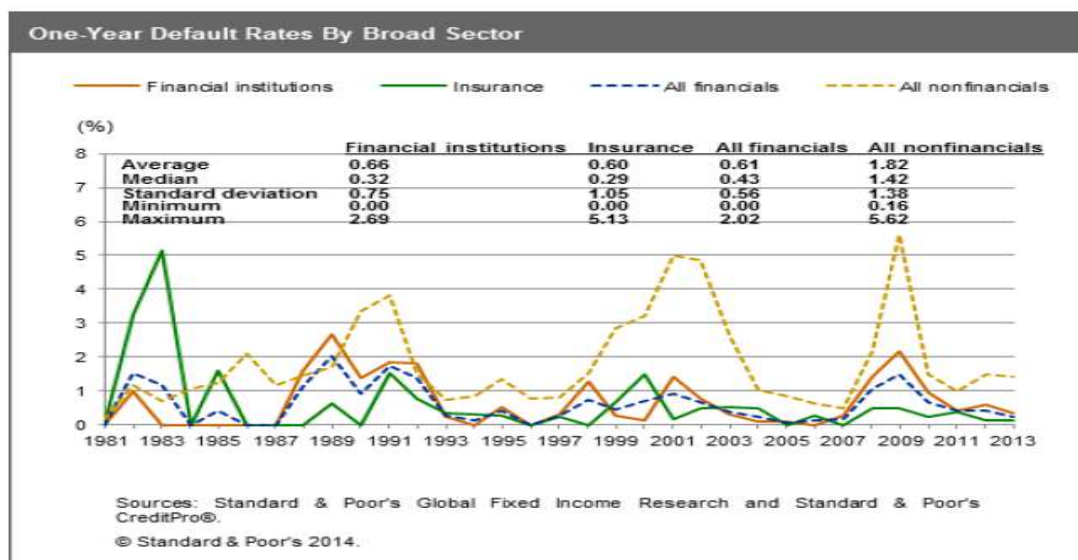
<b>Cumulative Defaulters By Time Horizon Among Global Corporates, From Original Rating (1981-2013)</b>								
	<b>AAA</b>	<b>AA</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>BB</b>	<b>B</b>	<b>CCC/C</b>	<b>Total</b>
<b>Number of issuers defaulting within:</b>								
One year				3	12	65	62	142
Three years		1	6	28	132	493	124	784
Five years		4	13	68	271	815	150	1,321
Seven years	2	7	27	99	362	992	158	1,647
Total	8	30	90	190	547	1,209	167	2,241
<b>Percent of total defaults per time frame:</b>								
One year	0.0	0.0	0.0	2.1	8.5	45.8	43.7	
Three years	0.0	0.1	0.8	3.6	16.8	62.9	15.8	
Five years	0.0	0.3	1.0	5.1	20.5	61.7	11.4	
Seven years	0.1	0.4	1.6	6.0	22.0	60.2	9.6	
Total	0.4	1.3	4.0	8.5	24.4	53.9	7.5	

Sources: Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard & Poor's CreditPro®.

7. *Tasa general de incumplimiento de cada sector a uno y diez años.*

Este primer gráfico representa el porcentaje de impagos a lo largo de los años, desglosado por sectores con visión a un año. Se puede contemplar cómo cada sector que se ha establecido, sigue una ciclicidad relativamente constante. Al analizar los últimos años, se observa que el sector no financiero muestra un grado de incumplimiento muchísimo mayor que el sector financiero en torno a los años 2001-2002. Además sufre otro aumento muy significativo de la tasa de morosidad en 2009, al igual que el sector financiero, pero este último con un porcentaje mucho menor. Dicha diferencia entre ambos sectores, se debe a que las compañías financieras son más propensas a tener una calificación inicial en la categoría de grado de inversión, mientras que las empresas no financieras son más propensas a tener puntuaciones iniciales en el dominio de grado especulativo.

Gráfico 2



8. Promedio global empresarial de las matrices de transición.

Este cuadro muestra el porcentaje medio de empresas que permanecen en una categoría de calificación crediticia determinada con respecto a uno, tres, cinco y siete años. En otras palabras muestra cual es la probabilidad de que una empresa se mantenga en la misma categoría de calificación crediticia que empezó, al finalizar el año, a los tres, cinco o siete años. Una vez analizado este cuadro, se confirma que las calificaciones más altas son más estables que las calificaciones bajas. Ya que, emisores que al inicio del año se calificaron como “AAA”, al cabo de un año, el 87.10% permanecían en la misma categoría “AAA”. Sin embargo, de las empresas calificadas como “CCC/C” al inicio del año, únicamente se mantenían en la misma categoría un 43.81%.

De la misma manera, se puede observar que las calificaciones altas son más estables, que las calificaciones bajas, al calcularlo para dentro de tres años, cinco y siete años. A pesar de que el porcentaje de que una empresa determinada se mantenga en una calificación alta a los tres, cinco y siete años, es menor (conforme más se alargue el periodo de tiempo, menor será el porcentaje de que la empresa mantenga su calificación), que a un año, las calificaciones en las categorías más altas son más estables que en las categorías más bajas.

Tabla 8

Global Corporate Average Transition Rates (1981-2013) (%)									
From/to	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
<b>One-year</b>									
AAA	87.10	8.88	0.53	0.05	0.08	0.03	0.05	0.00	3.27
	(7.09)	(7.10)	(0.82)	(0.25)	(0.25)	(0.17)	(0.34)	(0.00)	(2.51)
AA	0.55	86.39	8.26	0.56	0.06	0.07	0.02	0.02	4.07
	(0.52)	(5.15)	(4.30)	(0.69)	(0.20)	(0.21)	(0.07)	(0.08)	(1.87)
A	0.03	1.87	87.33	5.48	0.35	0.14	0.02	0.07	4.70
	(0.10)	(1.05)	(3.45)	(2.15)	(0.40)	(0.28)	(0.07)	(0.11)	(1.82)
BBB	0.01	0.12	3.59	85.22	3.82	0.59	0.13	0.21	6.31
	(0.04)	(0.17)	(1.76)	(3.79)	(1.59)	(0.73)	(0.24)	(0.27)	(1.61)
BB	0.02	0.04	0.15	5.20	76.28	7.09	0.69	0.80	9.74
	(0.06)	(0.10)	(0.28)	(1.94)	(4.20)	(3.32)	(0.80)	(0.89)	(2.49)
B	0.00	0.03	0.11	0.22	5.48	73.89	4.46	4.11	11.70
	(0.00)	(0.10)	(0.23)	(0.23)	(2.13)	(4.42)	(2.40)	(3.49)	(2.41)
CCC/C	0.00	0.00	0.15	0.23	0.69	13.49	43.81	26.87	14.76
	(0.00)	(0.00)	(0.49)	(0.75)	(1.03)	(8.25)	(9.49)	(12.22)	(5.14)
<b>Three-year</b>									
AAA	65.52	21.62	2.37	0.32	0.19	0.08	0.11	0.13	9.66
	(11.54)	(12.18)	(1.68)	(0.76)	(0.45)	(0.29)	(0.42)	(0.37)	(5.37)
AA	1.29	64.76	19.30	2.24	0.39	0.24	0.03	0.14	11.61
	(0.78)	(8.44)	(5.98)	(1.32)	(0.51)	(0.46)	(0.08)	(0.19)	(4.06)
A	0.07	4.40	67.36	12.04	1.48	0.53	0.11	0.30	13.72
	(0.10)	(2.11)	(5.70)	(2.85)	(0.96)	(0.64)	(0.14)	(0.28)	(3.50)
BBB	0.02	0.35	8.55	63.22	7.07	1.91	0.34	1.07	17.47
	(0.07)	(0.42)	(3.35)	(6.85)	(2.18)	(1.34)	(0.40)	(0.96)	(3.07)
BB	0.01	0.06	0.61	11.42	45.04	11.87	1.34	4.57	25.07
	(0.06)	(0.15)	(0.75)	(3.51)	(5.93)	(2.77)	(1.00)	(3.57)	(4.11)

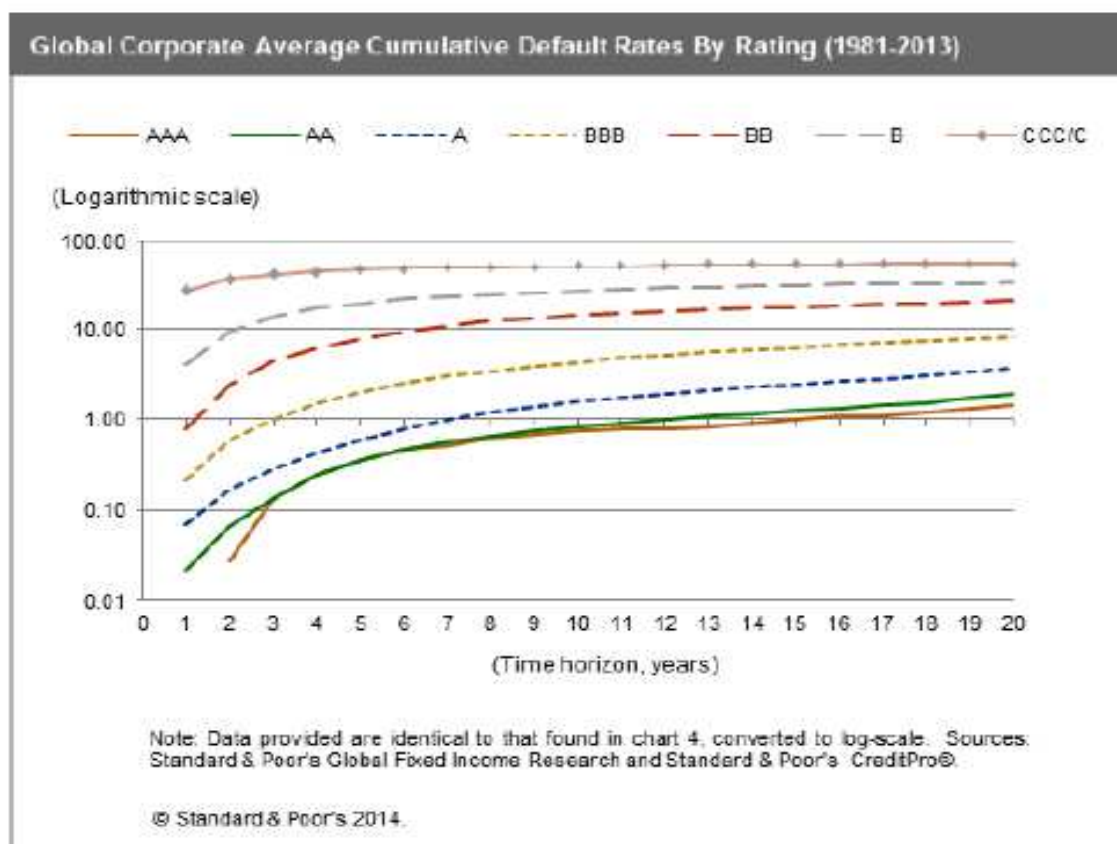
Global Corporate Average Transition Rates (1981-2013) (%) (cont.)									
B	0.01	0.04	0.27	0.92	10.86	40.36	4.48	14.18	28.88
	(0.06)	(0.13)	(0.48)	(0.84)	(3.41)	(5.79)	(1.88)	(7.82)	(5.15)
CCC/C	0.00	0.00	0.17	0.74	1.82	16.87	11.14	41.41	27.84
	(0.00)	(0.00)	(0.58)	(1.36)	(1.86)	(7.27)	(6.54)	(13.69)	(9.06)
<b>Five-year</b>									
AAA	50.38	26.84	4.86	0.83	0.22	0.17	0.08	0.36	16.25
	(11.00)	(11.41)	(2.63)	(1.54)	(0.44)	(0.41)	(0.28)	(0.60)	(6.56)
AA	1.58	49.88	24.97	3.87	0.62	0.42	0.05	0.37	18.24
	(0.89)	(7.50)	(4.92)	(1.57)	(0.64)	(0.61)	(0.11)	(0.38)	(4.57)
A	0.09	5.41	53.77	15.27	2.25	0.81	0.18	0.65	21.56
	(0.10)	(2.46)	(6.31)	(2.36)	(1.11)	(0.91)	(0.18)	(0.40)	(3.96)
BBB	0.03	0.56	10.31	49.37	7.80	2.58	0.43	2.26	26.66
	(0.08)	(0.56)	(3.55)	(6.63)	(1.79)	(1.41)	(0.43)	(1.35)	(3.61)
BB	0.01	0.08	1.18	12.56	29.14	11.32	1.36	8.66	35.70
	(0.06)	(0.20)	(1.03)	(3.40)	(5.30)	(2.25)	(0.97)	(4.74)	(4.34)
B	0.02	0.04	0.34	1.70	10.27	23.79	2.92	21.32	39.61
	(0.12)	(0.10)	(0.63)	(1.33)	(2.80)	(5.27)	(1.05)	(8.38)	(5.96)
CCC/C	0.00	0.00	0.15	0.77	2.77	11.56	2.93	48.33	33.49
	(0.00)	(0.00)	(0.56)	(2.08)	(2.27)	(4.82)	(4.13)	(13.22)	(10.03)
<b>Seven-year</b>									
AAA	39.94	29.14	7.13	1.57	0.23	0.17	0.12	0.52	21.16
	(8.74)	(9.44)	(2.74)	(1.89)	(0.47)	(0.41)	(0.31)	(0.75)	(6.93)
AA	1.63	39.87	27.61	5.06	0.80	0.41	0.03	0.58	24.00
	(0.90)	(4.65)	(3.54)	(1.54)	(0.62)	(0.53)	(0.09)	(0.52)	(4.39)
A	0.09	5.68	44.49	16.83	2.78	0.96	0.17	1.06	27.93
	(0.12)	(1.91)	(5.80)	(1.60)	(1.19)	(0.97)	(0.18)	(0.48)	(3.85)
BBB	0.04	0.75	10.73	40.33	7.50	2.70	0.41	3.38	34.17
	(0.12)	(0.59)	(3.13)	(5.50)	(0.92)	(1.13)	(0.36)	(1.56)	(2.96)
BB	0.00	0.08	1.60	12.40	20.26	9.76	1.04	12.27	42.58
	(0.00)	(0.20)	(1.11)	(3.56)	(4.28)	(2.43)	(0.73)	(4.90)	(3.63)
B	0.01	0.03	0.48	2.29	8.83	14.84	1.81	25.23	46.48
	(0.09)	(0.10)	(0.65)	(1.62)	(1.89)	(4.15)	(0.67)	(8.34)	(5.70)
CCC/C	0.00	0.00	0.30	1.15	3.38	8.93	1.57	48.19	36.49
	(0.00)	(0.00)	(0.69)	(2.45)	(1.79)	(4.19)	(2.32)	(12.23)	(10.18)

Note: Numbers in parentheses are weighted standard deviations, weighted by the issuer base. Sources: Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard & Poor's CreditPro®.

9. *Tasa acumulada global del incumplimiento empresarial de los ratings.*

En este gráfico se aprecia de una manera más visual, como las calificaciones de categoría más elevadas tienen un nivel de impago mucho menor que las de categoría más bajas. Este gráfico sirve además, para confirmar lo comentado en el cuadro anterior. Además se observa como a medida que pasa el tiempo, el nivel de impagos se estabiliza en aquellas calificaciones de categoría más elevada, y aumentan en un porcentaje significativo en las categorías más bajas.

**Gráfico 3**



10. *Rating soberano medio en países con programas del fondo monetario internacional.*

Antes de empezar a comentar estos últimos gráficos, cabe destacar que la crisis ha hecho que el Fondo Monetario Internacional actúe como apoyo financiero a los países que se encuentren con dificultades de pago. Para ello, se explicará dicha actuación del FMI a través de los siguientes gráficos.

En este primer gráfico puede observarse como, el número de programas acordados con el FMI hasta 2007, tanto en la agencia de Standard & Poor's como en Moody's son 82 y 88

respectivamente, y en este último período (2008-2012) hay 39 y 31 programas respectivamente. Esta disminución refleja un incremento del apoyo del FMI en el último período. Además, se confirma que los rating medios son más bajos en el año de la firma con respecto al año anterior. De hecho, se puede ver como la variación media de los ratings en el año anterior en la época antes de la crisis es negativa (-0,32;-0,30), pero que la variación negativa es mayor en la época de crisis (-0,9;-1,08). Con respecto a la variación media de los rating el año posterior al de la firma sigue siendo negativa en el período antes de la crisis (-0,18;-0,15), y ocurre la misma situación de que es mayor la variación negativa en la época de crisis (-1) en la agencia de Moody's. Sin embargo, la variación media negativa disminuye en la agencia S&P. Por último, comentar que en el período anterior a la crisis, ambas agencias presentaron una variación media positiva de los rating tres años después de la firma, en la época de crisis, la variación es negativa en las dos agencias, siendo más significativo en la agencia de Moody's. [25]

#### Gráfico 4

RATING SOBERANO MEDIO EN PAÍSES CON PROGRAMAS DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1984-2007 y 2008-2012) CUADRO 2

	Rating t-1	Rating t0	Variación Rating (a)		
			t0 - t-1	t1 - t0	t3 - t0
Moody's (1984-2007)	12,17 Ba3 (88) (b)	11,85 Ba3 (88)	<b>-0,32 (c)</b> (88)	-0,18 (88)	0,18 (87)
Moody's (2008-2012)	13,9 Ba1 (31) (b)	13,00 Ba2 (31)	<b>-0,9</b> (31)	<b>-1,00</b> (28)	-1,63 (19)
S&P (1984-2007)	12,06 BB- (82)	11,76 BB- (82)	-0,30 (82)	-0,15 (82)	0,23 (81)
S&P (2008-2012)	12,51 BB (39)	11,44 B+ (39)	<b>-1,08</b> (39)	-0,06 (36)	-0,18 (22)

FUENTES: Moody's, S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a. En unidades de escalón, medias de las variaciones de rating.

b. Entre paréntesis, número de programas del Fondo Monetario Internacional considerados en cada caso.

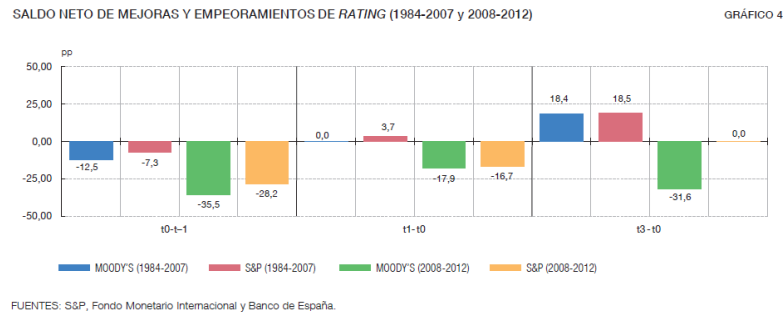
c. En negrita, casos en los que las medias de las variaciones de rating son estadísticamente significativas a un nivel del 5%.

#### 11. Saldo neto de mejoras y empeoramientos de rating.

En este gráfico puede observarse como han ido variando los rating en los dos subperíodos, con respecto a un año anterior y posterior a la firma y tres años después de la firma. Lo más sorprendente en este gráfico es que en el período de crisis (2008-2012) no se ha observado mejora alguna en los rating pasado un año de la realización de la firma. Además, la tendencia histórica de mejoras en los ratings a los tres años de la firma que se había observado en el

periodo anterior a la crisis desaparece en el último periodo, reflejando un empeoramiento bastante significativo en la agencia de Moody's [25].

**Gráfico 5**



### 7.3. Medidas para la regulación de la actividad de las agencias de ratings

Como se ha visto a lo largo de este trabajo, el comportamiento de las agencias de rating y la emisión de los ratings han ayudado al crecimiento descontrolado tanto en la fase expansiva como en el período de crisis, o contracción económica. Para intervenir ante esta situación, se podría actuar de dos maneras diferentes, una de ellas sería dejar de emplear por completo las agencias de rating, y la otra sería proponer algunas medidas para cambiar dicho comportamiento.

Por una parte, no podríamos llevar a cabo la primera de las opciones, ya que a muchas entidades le resultaría muy difícil tomar decisiones sin la utilización de los ratings, por tanto, es preciso que los ratings se mantengan.

Por otra parte, se podrían buscar medidas para hacer frente al comportamiento de las agencias de rating.

La primera de las medidas consistiría en realizar un control en los mercados financieros para descubrir a aquellos que se dedican a emitir ratings con información engañosa que no muestra la calificación real de la entidad o de los activos financieros que se están negociando. También se ha propuesto cambiar el sistema de cobro de las comisiones que las agencias de rating realizan, para evitar que se pueda comprar la categoría de rating que se quiere conseguir. Para ello, las agencias deberían cobrar una comisión por el trabajo que hagan, incluso si no son elegidas para calificar un paquete de títulos. Otra opción sería crear un intermediario que pagase a las agencias a partir del dinero de los emisores.

La segunda de las medidas consistiría en publicar más cantidad de información, tanto de las agencias, para que las opiniones que emiten sean más consistentes, como información del mercado, para que los inversores puedan tomar decisiones más sólidas y prudentes. Esta alternativa tiene gran importancia, dado que parte de las causas de la crisis que se está viviendo hoy en día, se debe a la falta de información, ya que el artículo publicado en el Banco de España dice textualmente: *si las agencias hubiesen estado obligadas a comunicar cómo sus calificaciones iban cambiando bajo la hipótesis de que los precios de las viviendas volviesen a sus niveles históricos, los mercados hubiesen esperado mayores pérdidas, lo que hubiese reducido la demanda de productos garantizados con hipotecas. A su vez, esto hubiese reducido el número de hipotecas concedidas y el volumen de títulos perjudicados.*

Para ello, se ha propuesto que cuando la agencia de rating califique cualquier activo, emita dos calificaciones, una de ellas considerando que el comportamiento histórico se mantiene y otra, considerando que se produce un empeoramiento de la situación financiera. Además, la agencia de rating deberá de suministrar la metodología aplicada para llegar a cada una de las calificaciones obtenidas. [26]

## 8. CONCLUSIONES

El análisis del comportamiento de las matrices de transición de las agencias de rating, a lo largo de este último período estudiado, tanto antes del estallido de la crisis económica como durante dicha crisis, ha reflejado que las agencias de rating, desde sus inicios, han tenido un comportamiento procíclico. Esto quiere decir que, a lo largo de la vida de las agencias de rating, se han ido comportando de manera muy similar, con independencia del año inicial y el intervalo de tiempo estudiado. Se ha demostrado en las tablas anteriores que, a pesar de encontrar algunas diferencias entre los diferentes períodos, la mayor parte de las probabilidades en las matrices de transición cumplen con la hipótesis de que los rating se mueven de forma procíclica, independientemente del sistema de cálculo que se emplee para el estudio.

Dados los desequilibrios que se han ido viendo a lo largo de los diferentes períodos, se refleja de manera mucho más clara en el último período estudiado. Durante la época de expansión económica, las agencias de rating presentaron una emisión de calificaciones muy poco rigurosa, cuyas pruebas pueden verse reflejadas en los informes de los últimos años antes de la crisis económica. Se observa cómo en dichos informes, los ratings otorgados a los productos estructurados, poseían altas calificaciones. Lo que afectaba a las agencias de rating



de manera negativa, ya que no reflejaba la realidad de las calificaciones crediticias, y afectó más adelante a los inversores. Dicho comportamiento, mostró un conflicto de intereses entre los inversores y las agencias de rating, poniendo estas últimas como excusa de tal comportamiento a la existencia de errores informáticos, la realización de manipulaciones en los modelos de calificación, o la emisión de calificaciones similares a Moody's para poder competir en el mercado, conseguir una mayor cuota y generar mayores beneficios, lo que agravó todavía más la contracción económica.

Sin embargo, cuando llegó la crisis económica, las agencias trataron de retrasar la emisión de sus calificaciones crediticias y de transmitir el aumento del riesgo crediticio que se estaba produciendo, únicamente para mantener la imagen de las agencias de rating, y no influenciar a los clientes para que siguiesen actuando con normalidad. Pero esta situación no pudo mantenerse por mucho tiempo y toda la realidad se expuso al público que intervenía en los mercados. Esto generó una caída repentina en las calificaciones de los ratings y tuvo como consecuencia unas grandes pérdidas por parte de los inversores, poseedores de los títulos, y una mayor desconfianza por parte del mercado, que afectó de manera muy negativa a las agencias de rating.

A pesar de ello, las agencias de rating siguen teniendo gran relevancia en el mercado financiero. Siguen siendo esenciales para la valoración de los productos financieros, ya que sin la existencia de éstas, dicha valoración supondría un elevado coste, y una gran dificultad al evaluar cada producto financiero, empresa o país y valorar su nivel de solvencia. Por ello, las agencias de rating siguen funcionando, pero se han propuesto unas medidas para hacer frente a las irregularidades producidas con anterioridad. Las modificaciones que se produzcan tienen como objetivo evitar el conflicto de intereses generado entre los emisores de deuda y las agencias de rating hasta el momento. Ésta es una de las razones por las que la industria de calificación crediticia cambió radicalmente el buen funcionamiento de los mercados a un mal funcionamiento, lo que afectó negativamente a estas agencias, y actualmente, se quiere suprimir este conflicto de intereses. Y el otro de los objetivos a los que se pretende llegar es que con las normas que se establezcan, las agencias sean capaces de suministrar la información suficiente a los mercados, para poder llevar a cabo una adecuada evaluación de los riesgos y asegurar la calidad de los ratings emitidos, incluyendo que así, los inversores obtengan una mayor información para la determinación de sus decisiones.

## 9. BIBLIOGRAFÍA

[1]

<http://riuma.uma.es/xmlui/bitstream/handle/10630/4068/An%C3%A1lisis%20y%20medici%C3%B3n%20del%20riesgo%20de%20cr%C3%A9dito%20en%20carteras.pdf?sequence=1>

[2]

Comité de supervisión bancaria de Basilea (2003): "*El Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea*". BPI: Autor

[3]

<http://boletin.dseinfonavit.org.mx/035/documentos/ManualdeRiesgoLegal.pdf>

[4]

[http://www.javeriana.edu.co/juridicas/pub\\_rev/documents/431-462.pdf](http://www.javeriana.edu.co/juridicas/pub_rev/documents/431-462.pdf)

[5]

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, (2006) "*The management of liquidity risk in financial groups*". BPI: Autor

[6]

<http://www.biblioteca.uma.es/bbldoc/tesisuma/17968872.pdf>

[7]

Carrillo de Rojas, Gladis. (2002). *Análisis y Administración Financiera*. 6ª Edición.

Weston, J y Brigham. E (1994). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: 10ª Edición McGraw-Hill.

[www.javeriana.edu.co/personales/hbermude/Audire/jcab.ppt](http://www.javeriana.edu.co/personales/hbermude/Audire/jcab.ppt)

[8]

Marquez barreto, Mauricio (1996). *Modelo para la Medición del Riesgo de Mercado*. Santafé de Bogotá: Universidad de los Andes.

Marc, Chesney (2001). *El manejo del riesgo cambiario: las Opciones de Divisa*. México: Limusa.

[www.javeriana.edu.co/personales/hbermude/Audire/jcab.ppt](http://www.javeriana.edu.co/personales/hbermude/Audire/jcab.ppt)

[9]

[http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009\\_34.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009_34.pdf)

<http://www.usc.es/congresos/xiirem/pdf/63.pdf>

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2006). "*Convergencia internacional de medidas y normas de capital, Marco revisado*". Banco de Pagos Internacionales: Autor.

[10]

Carrasco, Carmen y Orgaz Luis (2013). "*Calificaciones soberanas y programas del FMP*". Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales: Autor

[11]

Boudriga, A. y Mamoghli, C. (2010). Does American stock market react differently to rating announcements during crisis period? *The case of the 2008 worldwide financial crisis*. Disponible en: <http://afc2010.unice.fr/PDF/p104.pdf>.

[12]

Kish, R.J.; Hogan, K.M. y Olson, G. (1999). Does the market perceive a difference in rating agencies? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 39, pp. 363-377.

[13]

Baker, H.K. y Mansi, S.A. (2002). Assessing credit rating agencies by bond issuers and institutional investors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (9-10), pp. 1367-1398.

[14]

Brooks, R.; Faff, R.W.; Hillier, D. y Hillier, J. (2004). The national market impact of sovereign rating changes. *Journal of Banking & Finance*, 28 (1), pp. 233-250.

[15]

U.S. Senate (2010, 23 April). Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies. Permanent Subcommittee on Investigations, U.S. Senate. Disponible en: [http://hsgac.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Hearing&Hearing\\_id=5f127126-608a-4802-ba77-d1bdffdfbe9b](http://hsgac.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Hearing&Hearing_id=5f127126-608a-4802-ba77-d1bdffdfbe9b).

[16]

[dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3696821.pdf](http://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3696821.pdf)

[17]

Grupo de los Veinte (2009, 2 April). *Leaders' Statement - The Global Plan for Recovery and Reform*, London: Autor.

Disponible en: <http://www.g20.org/Documents/final-communicue.pdf>

[18]

Grupo de los Veinte (2009, 24-25 September). *Leaders' Statement- The Pittsburgh Summit*.

Pittsburgh: Autor

Disponible en: [http://www.g20.org/Documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf)

[19]

Grupo de los Veinte (2010, 26-27 June). *The G-20 Toronto Summit Declaration*. Toronto: Autor

Disponible en: [http://www.g20.org/Documents/g20\\_declaration\\_en.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_declaration_en.pdf)

[20]

Grupo de los Veinte (2010, 11-12 November). *The G-20 Seoul Summit Leaders' Declaration*. Seoul: Autor

Disponible en: [http://www.g20.org/Documents2010/11/seoulsummit\\_declaration.pdf](http://www.g20.org/Documents2010/11/seoulsummit_declaration.pdf)

[21]

(2009). *Reglamento (CE) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009*

[22]

Grupo de Investigación Información Contable, Economía Financiera y Desarrollo Sostenible (2011). Universidad de Las Palmas de Gran Canaria: Autor

[dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3696821.pdf](http://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3696821.pdf)

[23]

(2013). *Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*

[www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect)

[https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1279609&SetArtId=222966&from=CM&nsl\\_code=LIME](https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1279609&SetArtId=222966&from=CM&nsl_code=LIME)

[24]

Grupo Analistas (2007). *“Crédito. Bonos y ratings”*. Escuela de Finanzas Aplicadas: Autor

[25]

Carrasco, Carmen y Orgaz Luis (2013). *“Calificaciones soberanas y programas del FMP”*. Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales: Autor

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Jul/Fich/be1307-art7.pdf>

[26]

Deprés Polo, Mario (2010). *“El comportamiento de los rating crediticios a lo largo del ciclo”*. Banco de España: Autor

## 10. ANEXOS

Adjunto el documento Excel de la Matriz de Transición.

En este documento adjunto se ha realizado un estudio de una matriz de transición a varios años, concretamente a diez, partiendo de una matriz real recogida del informe anual de las agencias de rating.

Se considera que las transiciones de años sucesivos siguen siempre la matriz de transición de un año, por lo tanto, es posible obtener la matriz de transición a diez años de la matriz a un año, en consonancia con la hipótesis de eficiencia de los ratings.

Para elaborar las matrices de transición a cada año, únicamente hay que multiplicar la matriz inicial por sí misma “n” veces, dependiendo de los años a los que estemos calculando la matriz de transición. En el Excel se aprecia cómo, a partir de la matriz a un año se obtienen las distintas matrices a cada año, hasta a diez años calculados.

Adicionalmente, se han creado dos tablas. La primera, es una tabla con las probabilidades de transición a default hasta diez años de cada rating, que se han recogido de las tablas construidas anteriormente. La segunda es una tabla con las probabilidades de cada rating de la transición a default ese mismo año (sin tener en cuenta los años anteriores). Se muestra un gráfico representativo de esta última tabla, en donde se aprecia la existencia de una mayor probabilidad de transición a default en los primeros años de los ratings con una calificación más baja, que los rating con una calificación más alta y en un intervalo más alejado de tiempo.