

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Carrasco y Luis Orgaz, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

La crisis ha supuesto el resurgimiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) como institución canalizadora del apoyo financiero multilateral a los países con dificultades de pagos, lo que lleva aparejado un renovado protagonismo en la arquitectura financiera internacional. Este resurgimiento se observa en el número de programas de apoyo aprobados por el FMI a partir de 2008, en la cuantía total de los recursos asociados a dichos programas y en el tipo de países destinatarios de los programas, a los que se han sumado varias economías avanzadas de renta per cápita elevada, un grupo que, durante las últimas décadas, no había precisado apoyo multilateral.

Para cualquier país, la decisión de recurrir al FMI es compleja y controvertida, y en ella intervienen consideraciones de muy diferente tipo. Desde el punto de vista económico un programa con el FMI lleva asociada, en principio, financiación externa por parte de dicha institución, y a menor coste que la que proporcionan los mercados financieros, si es que el país tiene acceso a estos. Además, el programa estará asociado a medidas de política económica y reformas diseñadas con el sello del FMI, beneficiándose de la capacidad analítica y la larga experiencia de esta institución. En sentido contrario, puede argumentarse, por ejemplo, que la firma de un programa con el FMI contribuye a señalizar los problemas existentes y a que el país quede «estigmatizado» como país dudoso, incluso mucho después de la firma del programa.

Sobre este trasfondo, y como referencia, cabe preguntarse por la valoración que hacen las agencias de calificación crediticia, o de *rating*, de este tipo de programas. La respuesta a esta pregunta puede hacerse desde diferentes perspectivas. Una primera aproximación consiste en remitirse a las metodologías de evaluación del riesgo soberano de las agencias de *rating*, y analizar con detalle cómo se incorporan en ellas los programas de apoyo externo multilateral, típicamente los del FMI. En la terminología de las agencias se utiliza con frecuencia la expresión *credit-positive*, o *credit-negative*, para referirse a un acontecimiento que mejora, o empeora, la percepción de solvencia de un determinado Estado y, por tanto, su *rating* soberano. Partiendo de esta diferenciación, en la primera parte de este artículo se intenta determinar si, en las metodologías de evaluación de riesgo soberano, la adopción por parte de un país de un programa con el FMI es considerada, *a priori*, como *credit positive* o como *credit negative*.

Por otro lado, la consideración por las agencias de los programas del FMI también puede abordarse desde la perspectiva factual, como se hace en la segunda parte del artículo, analizando cómo han evolucionado en la práctica los *ratings* soberanos de los países que han firmado ese tipo de programas e intentando identificar tendencias en sus variaciones. Para ello se ha realizado un ejercicio consistente en computar los *ratings* soberanos de los países que han firmado programas con el FMI en el transcurso de las tres últimas décadas, tanto en el año previo a la firma como hasta transcurridos tres años desde estas. El ejercicio permite obtener información sobre la distribución por escalones de *rating* de los países firmantes de programas. También se intenta aproximar si a lo largo del período

¹ Los autores agradecen el apoyo técnico de Begoña Lara y de Irma Alonso.

Metodologías de evaluación del rating soberano y el tratamiento de los programas de apoyo externo multilateral

analizado —1984-2012— los países con programas del FMI muestran una evolución de sus calificaciones de *rating* soberano diferente a la de los países sin programa. El período de análisis se descompone en dos etapas para intentar calibrar si algunas tendencias identificadas en los movimientos de los *ratings* de los países con programas del FMI se han alterado en la última etapa de crisis 2008-2012. Debe precisarse, por último, que en ningún caso se intenta evaluar si las calificaciones soberanas de las agencias reflejan plena y correctamente la verdadera solvencia de los países.

Las tres agencias de *rating* cuyas calificaciones son más utilizadas —Moody's, Standard & Poor's (S&P) y Fitch— coinciden en definir la calificación o *rating* soberano como una evaluación no solo de la capacidad, sino también de la voluntad de un Estado para hacer frente al pago de sus obligaciones frente al sector privado. De esta definición se derivan tres especificidades, que a veces pasan desapercibidas. En primer lugar, el *rating* soberano en moneda extranjera no es lo mismo que el riesgo-país, concepto más amplio que toma en consideración el riesgo soberano pero también otros riesgos que pueden dificultar el pago de la deuda externa del sector privado del país en cuestión, como los de convertibilidad y transferencia. En segundo lugar, el *rating* soberano evalúa únicamente la posibilidad de impago de deuda frente a acreedores privados, y no del impago a otros Gobiernos, acreedores oficiales e instituciones financieras multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Club de París. Por esta razón, la lista de países que han hecho *default* de su deuda soberana en moneda extranjera según las agencias no es tan extensa² como lo sería si se incluyeran los numerosos casos de reestructuración o condonación de la deuda externa pública con acreedores oficiales: por ejemplo, todos los países de la Iniciativa de Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés). Finalmente, la inclusión del componente de voluntad de pago del soberano, y no solo de su capacidad para pagar, se deriva de la constatación de que, en ocasiones, y por diferentes razones, los Estados pueden decidir no hacer frente al pago de sus obligaciones aunque tengan los medios para hacerlo. El historial de pagos constituye un indicador de la voluntad o cultura de pagos de un Estado que las agencias generalmente consideran.

En sus metodologías de evaluación, las tres agencias coinciden en que los valores de determinadas variables económicas no pueden capturar por sí solos el riesgo de impago de la deuda soberana adecuadamente, por lo que incorporan factores cualitativos. De hecho, tanto Moody's como S&P utilizan un método de puntuaciones (*score*), asignando puntuaciones a determinados factores —fortaleza institucional, económica, perfil fiscal...— que luego se combinan entre sí para obtener una puntuación final. Dicha puntuación, o su equivalente en términos de calificación crediticia, es después discutida por un comité de *rating*, que determina la calificación definitiva. Fitch, por su parte, considera factores similares a los anteriores, pero utiliza un modelo econométrico del que se deriva una propuesta de *rating*. El recuadro 1 sintetiza los principales elementos de estas metodologías.

Las calificaciones derivadas del uso de estas metodologías constituyen una clasificación ordinal del riesgo de impago de los soberanos, esto es, informan sobre si se percibe dicho riesgo como mayor o menor, en relación también con el percibido para otros soberanos, estableciendo únicamente un orden. Es solo *a posteriori*, de acuerdo con la

² En su historia reciente, las agencias incluyen en sus listas a 19 países: Rusia (1998), Ucrania (2000), Pakistán (1999), Ecuador (1999, 2008), Indonesia (1999, 2000, 2002), Costa de Marfil (2000), Argentina (2001), Moldavia (2002), Paraguay (2003), Uruguay (2003), Nicaragua (2003, 2008), Granada (2004, 2012), Venezuela (2005), República Dominicana (2005), Belice (2006, 2012), Seychelles (2008), Jamaica (2010, 2013), Grecia (2012) y Chipre (2013).

Moody's

La metodología consta de tres fases¹:

- 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 puntuán en una escala de cinco escalones, 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 escalones.
- 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 un rango de tres escalones 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.

experiencia histórica, cuando las agencias asocian de modo genérico a cada *rating* una probabilidad de impago, o una pérdida esperada, como en el caso de Moody's. Finalmente, para determinar el *rating* actual, las agencias incorporan previsiones sobre el valor futuro de determinadas variables, o sobre la capacidad de resistencia del soberano a shocks futuros, por lo que sus calificaciones están, o eso se pretende, orientadas hacia el futuro.

El tratamiento del apoyo externo multilateral, y de cómo afecta este a la calificación del *rating* soberano en moneda extranjera, es abordado de forma diferente en las metodologías de evaluación de las distintas agencias. Así, Moody's solo hace una referencia a esta cuestión, al incluir el apoyo externo (oficial o del sector privado) como uno de los elementos

¹ La metodología de evaluación de soberanos de esta agencia aquí resumida está fechada en septiembre de 2008. En diciembre de 2012 Moody's publicó una propuesta de revisión, que está actualmente abierta a comentarios del público, y presumiblemente se adoptará en breve.

que se han de considerar al valorar la posibilidad de acceso a la liquidez externa del soberano, en el apartado de fortaleza financiera. No se hace ninguna valoración³ al respecto.

En el caso de S&P, se explicita que la participación de un soberano en un programa oficial, como los del FMI, puede afectar a su perfil externo, y que cuando el programa tiene éxito contribuirá a detener su deterioro o a mejorarlo gradualmente, lo que se reflejará en las previsiones de las variables utilizadas para determinar la puntuación de este perfil. Se señalan algunos aspectos positivos de los programas, como la financiación externa a bajo coste, la adopción de políticas que incidan sobre las fuentes de estrés y mejoren los fundamentales económicos, y la asistencia técnica recibida por el país. Se añade también, sin embargo, que la aplicación de los programas no siempre tiene éxito, que en ocasiones se han producido subsecuentemente *defaults* soberanos, y que, en caso de posible reducción significativa en la financiación oficial por incumplimiento de las condiciones asociadas a esta, la puntuación del perfil exterior se reducirá en un nivel (entre el 1 y el 6). Otro perfil al que puede afectar la financiación oficial es el fiscal, y en particular a su componente «carga de la deuda pública». En este caso se postula que, si dicha financiación oficial es concesional, cubre las necesidades de financiación externa oficial en los siguientes dos o tres años y se espera que el Estado cumpla con la condicionalidad asociada, mejorará en un nivel la puntuación de este componente. Cabe concluir, por tanto, que para S&P la existencia de un programa puede mejorar el *rating*, pero también empeorarlo, dependiendo principalmente de que se cumplan o no las condiciones a él asociadas⁴.

Finalmente Fitch hace las siguientes consideraciones exclusivamente cualitativas. En primer lugar, en el apartado de *factores estructurales*, señala que la financiación asociada a un programa puede tener efectos positivos, pero también apunta que la interrupción de la financiación oficial por razones políticas o de otro tipo será negativa para el *rating*. También añade que la ayuda externa oficial de emergencia es una señal de dificultades, por lo que posiblemente el *rating* del país en cuestión se habrá deteriorado en los meses anteriores. En segundo lugar, en el apartado de *finanzas públicas*, se explicita que la pérdida de acceso al mercado de bonos y la existencia de un apoyo externo sujeto a condiciones de política no son coherentes con el mantenimiento de *ratings* en los niveles altos del grado de inversión. Y, por último, en el apartado de *finanzas exteriores*, se señala que la financiación oficial suele ofrecerse en mejores condiciones que las de mercado, pero que, en situaciones en las que los acreedores externos son predominantemente oficiales, los acreedores privados pueden *de facto* quedar subordinados a los acreedores oficiales, lo que es negativo desde el punto de vista del *rating*.

En resumen, de la revisión de las metodologías de soberanos de las agencias de calificación crediticia no se desprende inequívocamente si *a priori* un programa con el FMI es un factor positivo o negativo en su evaluación del riesgo soberano, ni se cuantifican de manera completa sus efectos esperables sobre los *ratings* de los países.

Ratings soberanos de los países firmantes de acuerdos con el FMI

Para determinar los *ratings* soberanos de los países que han firmado acuerdos de financiación con el FMI e ilustrar la dinámica de su calificación en el año previo a la firma, se han considerado inicialmente todos los programas del FMI firmados desde el 1 de mayo de 1984

3 Tampoco en la propuesta de revisión de su metodología de soberanos, fechada en diciembre de 2012 y aún no vigente (véase nota 1 del Recuadro).

4 Los efectos aquí señalados son los incluidos en la última metodología difundida y aplicada por S&P, con fecha 24 de junio de 2013. En la metodología vigente anteriormente se consideraban también efectos sobre el perfil político, y se incluía un anexo con un ejemplo hipotético donde el cumplimiento o incumplimiento de las condiciones asociadas a un programa determinaba una variación del *rating* de tres escalones, de BB a B, pero estas referencias han desaparecido en la nueva versión.

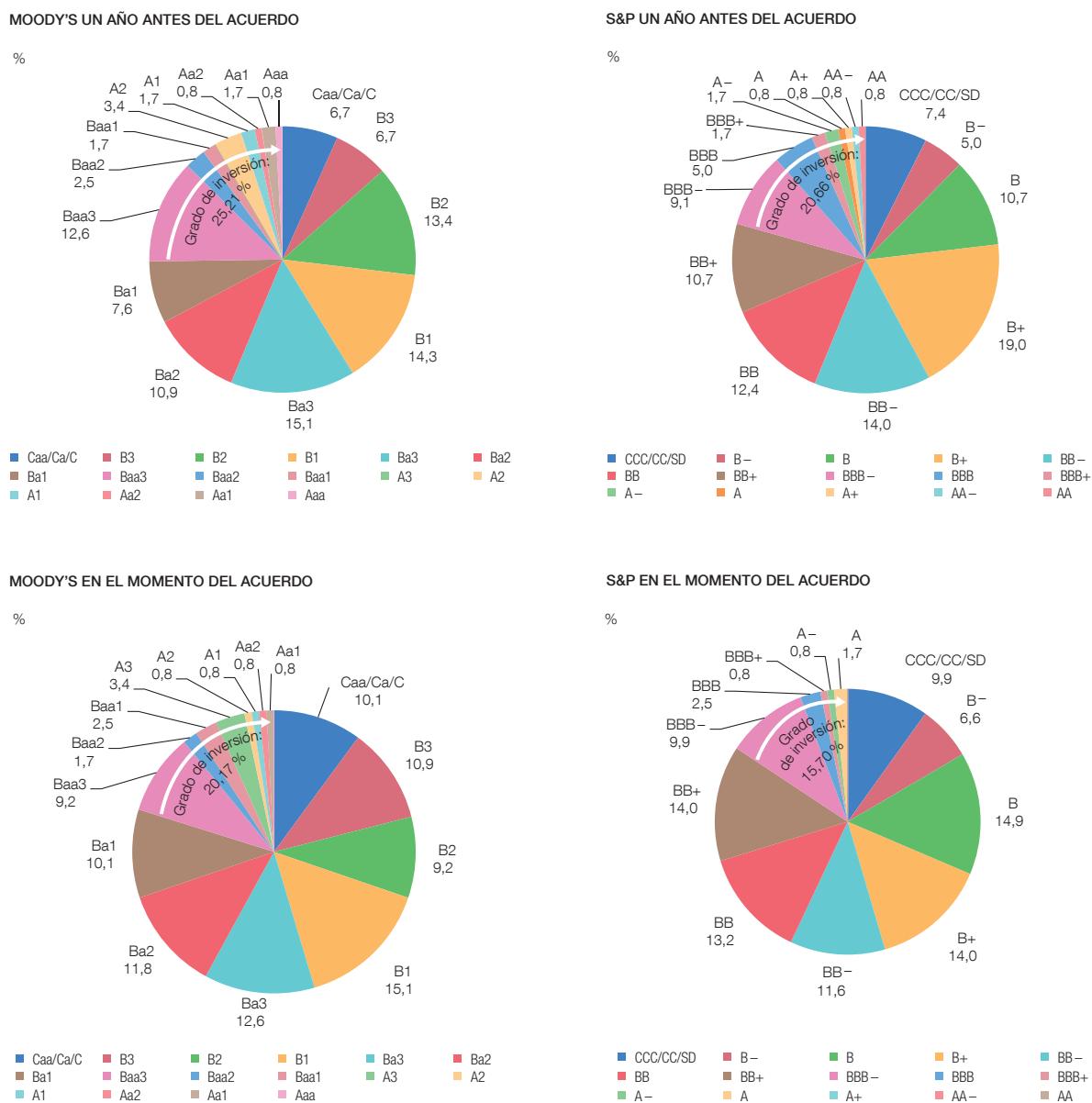
hasta 31 de diciembre de 2012, un total de 676 acuerdos con 127 países. El ejercicio se ha realizado para las dos agencias de *rating* que históricamente, y aún hoy, califican a un mayor número de soberanos, —Moody's y S&P—, al objeto de que los resultados sean más representativos, y se han incluido en el análisis únicamente aquellos programas en los que el país contaba con *rating* de la agencia correspondiente al menos un año antes de la firma y en el momento de esta. Con ello se ha reducido muy considerablemente el número de casos considerados, pues gran parte de los programas del FMI se han suscrito históricamente con países en desarrollo de renta baja, sin acceso a los mercados internacionales, y por tanto sin calificación soberana; el aumento del número de países con *rating* soberano se ha producido sobre todo desde mediados de los años noventa. Además, del conjunto de programas inicialmente considerado se han eliminado, por sus características especiales, los casos asociados a las *Flexible Credit Lines* (FCL) firmadas a partir de 2009 por México (en cuatro ocasiones), Polonia (tres acuerdos) y Colombia (tres acuerdos). Las FCL son una facilidad crediticia preventiva del FMI, acordadas solo con países de muy sólidos fundamentos y adecuadas políticas, y que están a disposición de los países beneficiarios en el momento en que estos lo requieran. Estas características les apartan de los programas habituales del FMI, cuya concesión está ligada al establecimiento de condiciones con carácter previo, por lo que podrían distorsionar los resultados. Por otra parte, cabe reseñar que en el período de vigencia de estas FCL ninguno de los tres países ha sufrido rebajas de sus *ratings*. En cuanto a mejoras, solo Colombia ha visto subir su calificación en un escalón por Moody's y en dos escalones por S&P.

De este modo, el estudio de las calificaciones de Moody's comprende 119 programas relativos a 49 países, mientras que el de S&P comprende 121 acuerdos de 59 países, es decir, cerca de un quinto de la muestra total de programas y menos de la mitad de países. Múltiples países han firmado varios acuerdos a lo largo del período, incluso muchos de los acuerdos han sido consecutivos a otros anteriores, según se explicita posteriormente, pero cada programa se ha considerado un caso independiente.

El rasgo más llamativo que aparece cuando se contabilizan los *ratings* soberanos de los países firmantes de estos programas es la heterogeneidad de las calificaciones. Como recoge el gráfico 1, un año antes de la firma de los programas los *ratings* abarcan prácticamente toda la escala de clasificación, para ambas agencias. Aunque predominan las calificaciones con grado especulativo, también hay países cuya solvencia, *a priori*, era muy elevada —países con máxima calificación incluso. El *rating* medio un año antes de la firma puede calificarse de medio (Ba2 de Moody's y BB- de S&P), a dos y tres escalones del grado de inversión, respectivamente. También son apreciables los porcentajes de programas cuyos países beneficiarios tienen grado de inversión: el 25,2% en el caso de Moody's y el 20,7% en el caso de S&P. Por lo tanto, la necesidad de programas con el FMI no ha quedado circunscrita, en los últimos 30 años, a países de baja o muy baja calidad crediticia, y los *ratings* soberanos elevados no han garantizado que los países no hayan requerido, a un año vista, programas del FMI.

La diversidad de *ratings* persiste en el momento mismo de la firma, si bien se aprecia cierta degradación de las calificaciones respecto a la situación del año anterior, y lo más notable es el descenso del porcentaje de programas destinados a países con grado de inversión, en torno a cinco puntos, hasta el 20,7% para Moody's y hasta el 15,7% para S&P. A pesar de dichos descensos, los porcentajes de programas asociados a países con grado de inversión en el momento de la entrada en vigor de los programas no son desdeñables⁵.

⁵ Incluyen, por ejemplo, la A (S&P) y A– (Moody's) de Tailandia en agosto de 1997, la A (S&P) y Aa2 (Moody's) de Irlanda en diciembre de 2010, la A2 (Moody's) de Hungría en noviembre de 2008 y la A1 (Moody's) de Islandia en noviembre de 2008.



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

Con el fin de hacer operativo el ejercicio, se ha asociado a las conocidas escalas alfabéticas de *ratings* de Moody's y S&P una escala numérica equivalente, donde la diferencia entre cada uno de los escalones es igual a 1^6 , lo que permite obtener *ratings* soberanos medios y medias de las variaciones de los *ratings* en los diferentes momentos del tiempo. Así, para cada uno de los programas del FMI se toma en consideración el *rating* soberano en moneda extranjera del país correspondiente en el momento de la entrada en vigor del programa (t_0), un año natural antes ($t-1$), un año después (t_1) y tres años más tarde (t_3), y se miden sus variaciones entre dichos momentos.

Es cierto, no obstante, que los porcentajes de países con grado de inversión en el total de países calificados por las agencias —55 % en el caso de S&P y 59 % en el caso de Moody's, en ambos casos referidos a 2012— son claramente superiores a los porcentajes señalados en el texto.

6 La calificación AAA se ha asociado al número 24, AA+ al 23, y así sucesivamente hasta la calificación mínima, o la indicativa del *default*.

	Rating t-1	Rating t0	Variación Rating (a)		
			t0 – t-1	t1 – t0	t3 – t0
Moody's	12,62 Ba2 (119)(b)	12,15 Ba3 (119)	-0,47 (c) (119)	-0,38 (116)	-0,14 (106)
S&P	12,21 BB– (121)	11,65 BB– (121)	-0,55 (121)	-0,12 (118)	0,15 (103)
Referencia S&P			-0,011	0,002	0,098

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 de programas del Fondo Monetario Internacional considerados en cada caso.

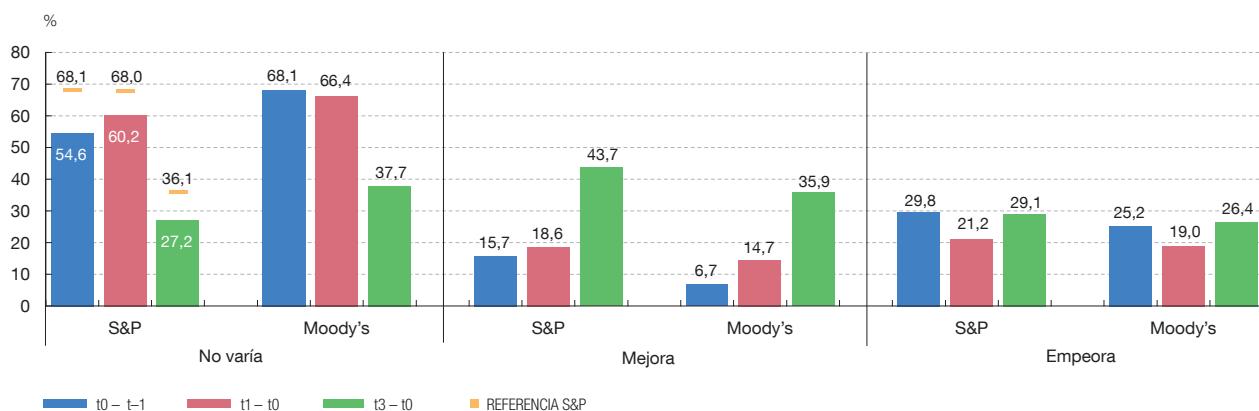
c En negrita, casos en los que las medias de las variaciones de *rating* son estadísticamente significativas a un nivel del 5 %.

Además, para valorar estas variaciones en términos relativos a lo sucedido en países que no han firmado programas con el FMI se ha calculado, para el caso de S&P, un *benchmark* o referencia, que refleja el comportamiento general del conjunto de países a los que dicha agencia tenía asignados *ratings* a lo largo de las últimas décadas. Para ello se han utilizado sus matrices de transición a uno y a tres años, que reflejan toda la actividad en *ratings* soberanos de la agencia entre 1975 y 2012. En estas matrices es observable que en períodos de tiempo relativamente cortos como los aquí considerados —uno y tres años— las variaciones de los *ratings* en un determinado país suelen ser escasas⁷, tanto en frecuencia como en intensidad, y las variaciones promedio de los *ratings* de la agencia para el conjunto de países que califica, muy pequeñas. Tras normalizar y ponderar la información contenida en las matrices de transición, la referencia se ha calculado de tal modo que representa el promedio de las variaciones de *rating* que cabría esperar, para países con una distribución por escalones de *rating* igual a la de los países que han firmado acuerdos con el FMI, de acuerdo con la experiencia histórica de S&P⁸; es decir, lo que cabría esperar si no se hubieran acogido a programas del FMI⁹. El resultado, reflejado la fila inferior del cuadro 1, es que la variación promedio del *rating* debería haber sido nula en el plazo de un año y debería haber aumentado apenas una décima de escalón a los tres años. Consiguientemente, las desviaciones entre dichas variaciones y las efectivamente registradas por los países con programas del FMI proporcionan información sobre la incidencia de dichos programas en los *ratings*. También se ha repetido el procedimiento anterior respecto a los porcentajes de mejora, empeoramiento y no variación de *rating* obtenidos de las matrices de transición, obteniéndose así las referencias correspondientes a dichos porcentajes.

EVOLUCIÓN DE LOS RATINGS SOBERANOS (1984-2012)

En el cuadro 1 se especifican los promedios de las variaciones de *rating* para cada período, observándose un descenso de medio escalón de *rating* en el año previo a la firma de los programas con el FMI, para las dos agencias. En el año siguiente a la firma, las variaciones son

- 7 Tanto más cuanto mejor sea el *rating* del país. Los *ratings* de los países con mejor calificación crediticia son más estables que los de los países con peor *rating*.
- 8 Las *matrices de transición* recogen, para cada escalón de *rating*, el porcentaje de casos en que el *rating* no varió, y los porcentajes de casos en que el *rating* mejoró o empeoró en uno, dos, o más escalones, en el transcurso de un período de tiempo determinado; para nuestro propósito, uno y tres años. A partir de estas matrices de transición, y utilizando la misma escala numérica antes señalada, se ha calculado el promedio de variación de *rating* en unidades de escalón asociado a cada escalón de *rating*, tanto a uno como a tres años. Finalmente, para calcular la referencia se han ponderado dichas variaciones promedio por el peso de cada escalón de *rating* en el conjunto de países con programas del FMI en los momentos t-1, t0 y t3, respectivamente.
- 9 Aunque las matrices de transición recogen también las variaciones de los *ratings* de los países con programas del FMI, su número respecto al total de observaciones de las matrices es pequeño, y su efecto sobre los resultados obtenidos, marginal.



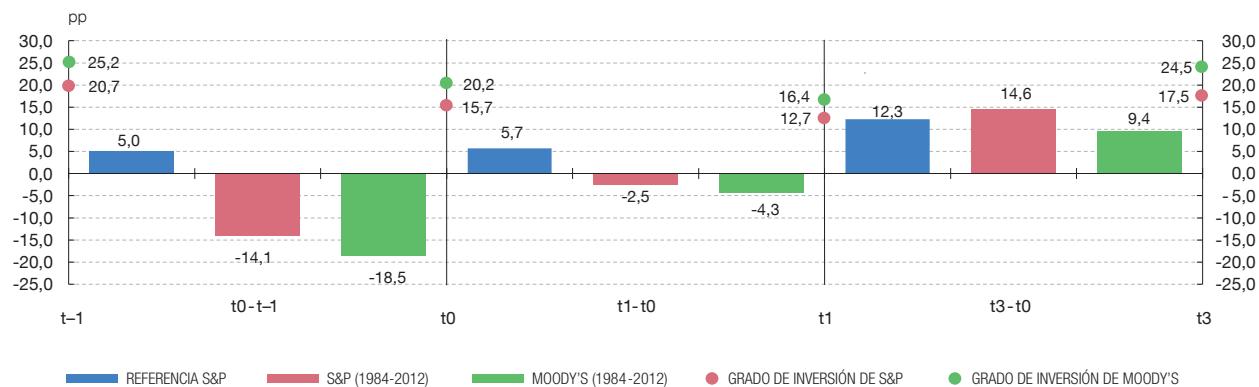
FUENTES: Moody's, S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

también negativas, aunque menos intensas, no siendo significativa estadísticamente en el caso de S&P; y tres años después, las variaciones son igualmente poco intensas y no significativas. Por lo tanto, las limitadas variaciones promedio, en particular para los períodos postprograma, no aportan demasiada información, y son poco útiles para extraer conclusiones.

Más ilustrativo es el análisis en términos de mejoras, empeoramientos y no variaciones de *rating*, que permite aproximar la frecuencia con la que cambian los *ratings* de los países con programas del FMI, y el signo de dichos cambios. Se observa (véase gráfico 2) un elevado porcentaje de casos en los que los *ratings* no varían, tanto en el año previo a la firma como en el año posterior, mientras que las variaciones son más frecuentes a tres años, para las dos agencias. Sin embargo, es destacable la mayor frecuencia de cambios de *rating* en el caso de países con programa que en el caso general, en todos los períodos, según se observa al comparar los datos de S&P con su referencia. También se observa un mayor activismo de S&P que de Moody's, para estos países con programas, en todos los períodos. Por otro lado, los porcentajes de mejora son crecientes en los años posteriores a la firma de los programas, y son muy elevados a los tres años de aquella, el 44 % de los casos para S&P y el 36 % para Moody's. Es igualmente destacable que los empeoramientos se reducen en el año posterior a la firma, para las dos agencias.

Si atendemos a los saldos netos de mejoras menos empeoramientos (véase gráfico 3), es notorio que en el año previo a la firma de los programas hay un claro predominio de los empeoramientos respecto a las mejoras, para las dos agencias, lo que contrasta con lo registrado históricamente por S&P para la totalidad de países que califica, que arroja un saldo neto positivo. En el año posterior se registra una notable estabilización de los saldos netos, aunque siguen siendo ligeramente negativos, mientras que tres años después de la firma predominan ampliamente las mejoras (en el caso de S&P, incluso algo por encima de lo señalado por su referencia a tres años). Por otro lado, la evolución del porcentaje de programas cuyos países destinatarios tenían grado de inversión en los diferentes momentos, también recogidos en el gráfico 3, es coherente con la descrita por los saldos netos, para las dos agencias, con fuerte descenso de dicho porcentaje en el año previo, continuación más moderada de aquel en el año siguiente, y recuperación, situándose de nuevo por encima del registrado en el momento de la firma, tres años después.

En resumen, aunque existe una gran heterogeneidad en el comportamiento de los *ratings* de los países tanto antes como después de la firma de sus programas con el FMI, y aunque



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

los promedios de las variaciones en los *ratings* son pequeños, es posible identificar algunas regularidades. Una primera es la mayor frecuencia de los cambios de *ratings*, tanto en el período preprograma como en el período posterior. Una segunda tendencia contrastada es la del empeoramiento de los *ratings* en el período anterior a la firma. Este es un resultado en sí mismo poco sorprendente, pues el deterioro de los *ratings* estaría señalizando dificultades en los países que les abocarían finalmente a solicitar el apoyo externo del FMI. No obstante, tampoco es descartable que existan efectos de causalidad inversa, esto es, que las bajadas de *rating* sean en alguna medida un factor que tiende a deteriorar aún más la situación de los países, encareciendo y dificultando su financiación externa, por ejemplo, y haciendo más necesaria la firma misma del programa, cuestión no abordada en este artículo. Otra regularidad observada es que el deterioro de los *ratings* en el año previo tiende a amortiguarse en el año posterior a la firma de un programa con el FMI, siendo menos frecuentes los empeoramientos y más frecuentes las mejoras que en el año previo, aunque el saldo neto sigue siendo ligeramente negativo. Finalmente, transcurridos tres años desde la firma de los programas, período que se corresponde con la duración más frecuente de los programas del FMI, predominan los casos en que los *ratings* han mejorado respecto al asignado en el momento de la firma (e incluso respecto al existente un año antes de esta), aunque es una característica general que también muestra la referencia.

EVOLUCIÓN DE LOS RATINGS POR SUBPERÍODOS: 1984-2007 Y 2008-2012

Conviene repetir el análisis distinguiendo dos subperíodos: considerando, por una parte, los programas con el FMI acordados hasta 2007 y, por otro lado, los firmados entre 2008 y 2012, a fin de determinar si la actual crisis ha supuesto una ruptura o cambio en el patrón de comportamiento anterior a aquella. Según se observa en el cuadro 2, en este caso se registran 88 y 82 programas de Moody's y S&P, respectivamente, hasta 2007; y 31 y 39 programas, también respectivamente, para ambas agencias entre 2008 y 2012, lo que refleja el fuerte incremento del apoyo del FMI en este último período. Una primera constatación es que la actual crisis y la necesidad de firma de acuerdos con el FMI se han extendido a países con mejores *ratings* iniciales, algunos de ellos países avanzados, según se observa por el mejor *rating* medio un año antes de la firma en el período de crisis que en el período 1984-2007. El *rating* medio de Moody's —Ba1— se sitúa así a solo un escalón del grado de inversión, y el de S&P —BB— a dos escalones. También sigue verificándose que los *ratings* medios son más bajos en el momento de la firma que un año antes.

De hecho, la variación media negativa de los *ratings* en el año anterior a la firma de los programas se ha exacerbado durante este período de crisis, con caídas que son ahora de

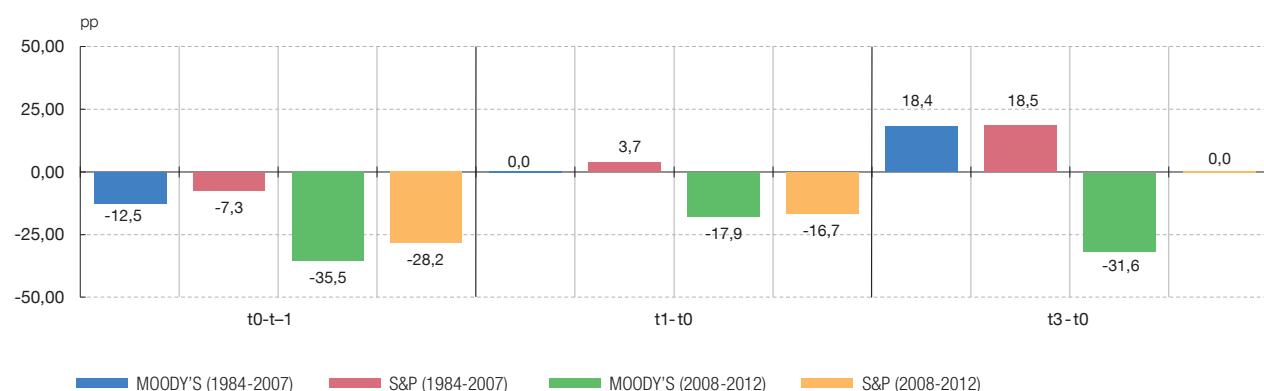
	Rating t-1	Rating t0	Variación Rating (a)		
			t0 – t-1	t1 – t0	t3 – t0
Moody's (1984-2007)	12,17 Ba3 (88) (b)	11,85 Ba3 (88)	-0,32 (c) (88)	-0,18 (88)	0,18 (87)
Moody's (2008-2012)	13,9 Ba1 (31) (b)	13,00 Ba2 (31)	-0,9 (31)	-1,00 (28)	-1,63 (19)
S&P (1984-2007)	12,06 BB– (82)	11,76 BB– (82)	-0,30 (82)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

SALDO NETO DE MEJORAS Y EMPEORAMIENTOS DE RATING (1984-2007 y 2008-2012)

GRÁFICO 4

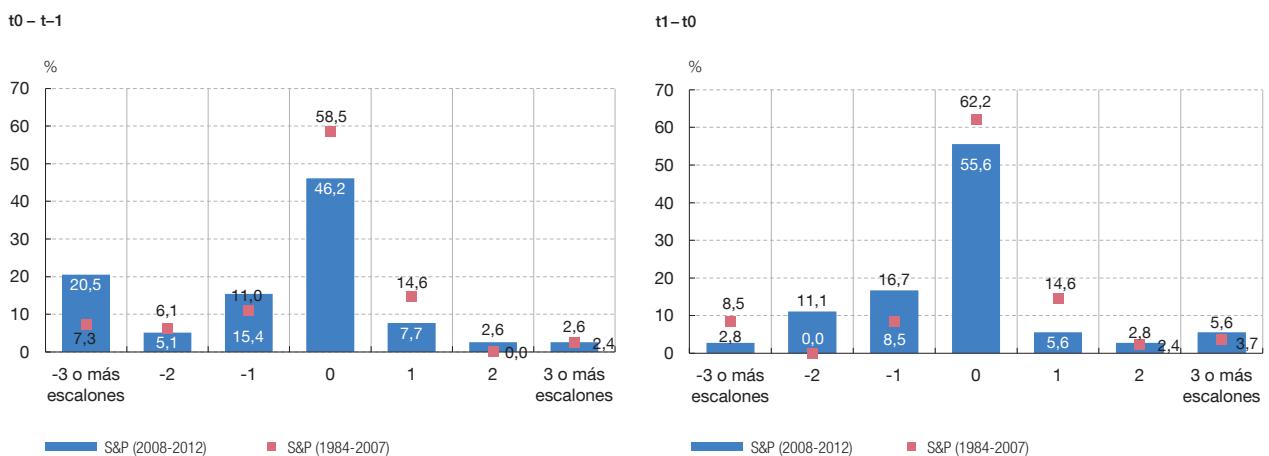


FUENTES: S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

un escalón de rating. Además, en el caso de Moody's esta caída de un escalón se mantiene en el año posterior a la firma del programa, mientras que en el caso de S & P la caída es menor que la del año previo. Finalmente, mientras que en el período 1984-2007 ambas agencias registran una variación positiva del rating tres años después de la firma, en el período de crisis el signo es negativo, y muy marcado en el caso de Moody's.

El análisis a partir de los saldos netos de mejoras y empeoramientos, contenido en el gráfico 4, muestra que tras la Gran Recesión no se han llegado a registrar en el primer año postprograma saldos netos positivos —o al menos, nulos—, circunstancia que sí se verificó en el período histórico anterior a 2007. También se ha roto la tendencia histórica a los saldos netos positivos transcurridos tres años de la firma de los programas, y de manera muy abrupta en el caso de Moody's, aunque el número de observaciones a este plazo es reducido. Es innegable por tanto que, aunque en el comportamiento de los ratings de los países con programas se mantienen algunas pautas recurrentes, su evolución no es independiente de la situación económica global específica que se da en cada momento.

Es igualmente de interés comparar la desagregación de las variaciones de rating por número de escalones en la actual crisis con la registrada anteriormente, tal y como se hace



Descenso de tres o más escalones		Mejoras de tres o más escalones	
1984-2007	1984-2007	1984-2007	1984-2007
Turquía (1994), Corea del Sur (1997), Indonesia (1998, 2000), Paraguay (2003), Camerún (2005)	Rusia (1999), Paquistán (2000)	Tailandia (1997), Indonesia (1997) Pakistán (1997), Corea del Sur (1997), Uruguay (2002), República Dominicana (2003)	Indonesia (2000), Paraguay (2003) República Dominicana (2005)
2008-2012	2008-2012	2008-2012	2008-2012
Seychelles (2008), Islandia (2008), Pakistán (2008), Grecia (2010) Jamaica (2010), Irlanda (2010), Portugal (2011), Grecia (2012)	Granada (2010)	Grecia (2010)	Jamaica (2010), Grecia (2012)

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

en el gráfico 5, con datos de S&P. Lo más destacable de este es el fuerte aumento en el porcentaje de caídas de tres o más escalones registrado en el año previo a la firma de los programas durante la actual crisis, que llega hasta el 20,5 % de los casos. Las caídas muy intensas en un plazo breve de tiempo suelen ir asociadas a crisis no anticipadas, como sin duda lo ha sido la actual. En todo el período 1984-2012, el número de países en que se produjo esta situación fue de 12, de los que 7 corresponden a la actual crisis, y 4 son europeos (Islandia, Grecia, Irlanda y Portugal). Por el contrario, en el año posterior a la firma de los programas, el porcentaje de caídas extremas de rating de la actual crisis, (2,8 % de los casos) es claramente inferior al del período que finaliza en 2007. De hecho, en dicho período casi todas las caídas extremas corresponden a la crisis asiática, con descensos de hasta siete escalones en el caso de Indonesia, cinco en el de Pakistán y cuatro en los de Corea del Sur y Tailandia. En la crisis actual, solo Grecia sufrió un descenso de cuatro escalones en el año posterior a la firma de su programa de 2010, mientras que Islandia, Portugal e Irlanda continuaron viendo rebajarse sus ratings, pero en menor medida: un escalón Islandia y dos escalones Portugal e Irlanda¹⁰. Puede interpretarse que,

¹⁰ No ha sido así en el caso de Moody's, que en el año posterior a la firma de los programas del FMI, elaborados conjuntamente con las instituciones europeas en el caso de los países del área del euro, redujo el rating de Islandia en cinco escalones, el de Grecia en 2010 en siete escalones, el de Irlanda también en siete escalones y el de Portugal en cinco unidades. De hecho, el rating actual de Moody's de estos países está por debajo del de S&P en cinco escalones en el caso de Grecia, en tres escalones en el caso de Irlanda y en un escalón en el caso de Portugal, mientras que coinciden en el caso de Islandia.

con la excepción ya reseñada de Grecia, los programas del FMI en estos países europeos han tenido durante la actual crisis un efecto más estabilizador, a los ojos de S&P, que el que tuvieron durante la crisis asiática.

PROGRAMAS CONSECUKTIVOS

Una cuestión relevante que se debe tener en cuenta al analizar la relación entre programas del FMI y *ratings* soberanos es la repetición sucesiva de programas en un mismo país. Los programas consecutivos, definidos como aquellos que se ponen en marcha en un plazo inferior a un año desde la finalización del programa anterior, pueden interpretarse como continuadores de programas previos fallidos, o incompletos en sus resultados al menos. Esta valoración negativa es sobre todo aplicable en países de renta media o alta, donde el objetivo de los programas suele ser la estabilización económica, mientras que en países de renta baja el objetivo de los programas incorpora también objetivos más estructurales y de largo plazo, y por tanto puede ser más entendible el encadenamiento de programas.

En el período 1984-2012, los programas consecutivos incluidos en el análisis anterior son bastante numerosos: 49 en el caso de Moody's y 44 en el caso de S&P, lo que representa el 41 % y el 36 %, respectivamente, del total de programas considerados para cada agencia. En términos de países, se contabilizan 25 casos para Moody's, de los que seis tienen lugar en el período 2008-2012: Armenia, Bosnia-Herzegovina, El Salvador, Grecia, Rumanía y Ucrania. En el caso de S&P, hay 24 países, correspondiendo cinco al período de crisis: los cuatro últimos citados para Moody's, más Serbia. Como se deriva de la comparación entre el número total de programas y países afectados, en bastantes de estos hay varios programas consecutivos sucesivos, por lo que los períodos en los que los países permanecen bajo la tutela del FMI son en algunos casos muy dilatados. Incluso se registran varios casos —Argentina, Indonesia, Uruguay, República Dominicana, Pakistán y Grecia— donde se produjo además una reestructuración de la deuda soberana.

Por ello, se ha realizado el ejercicio de comparar los *ratings* de países con programas consecutivos también en tres momentos del tiempo: un año antes de la firma de los programas iniciales que posteriormente dieron lugar a programas consecutivos ($t-1$), en el momento de la firma de dicho programa inicial (t_0), y considerando en este caso tres años después de la firma del último programa consecutivo, que denominamos ahora t^*3 . En este enfoque se considera todo el período de actuación como si fuera un único programa. Los resultados, recogidos en el cuadro 3, señalan caídas medias para las dos agencias de entre 0,6 y 0,9 unidades de escalón en el año anterior y en el año posterior a la firma del programa inicial, superiores por tanto a las registradas para el conjunto de programas en el período 1984-2012. También son peores los saldos netos de mejoras y empeoramientos. Puede interpretarse que los programas que en el año previo a su inicio y en el primer año de su puesta en práctica han registrado peores resultados de *rating* son más susceptibles de requerir a su finalización un programa consecutivo. Por otro lado, también se observa que, aunque hay casos de *default* entre los países con programas consecutivos, en promedio hay una mejora de entre medio escalón (Moody's) y un escalón (S&P) entre el inicio y el final de toda la actuación del FMI, aunque no se puede contrastar esta hipótesis estadísticamente.

Conclusiones

Las metodologías de evaluación de riesgo soberano de las agencias de *rating* son el elemento de referencia central a partir del cual estas deben explicar sus calificaciones, y por ello debería requerirse que se explicitaran con mayor detalle las puntuaciones de los diferentes factores y componentes de cada país cuando se varían sus *ratings*. En la misma línea, sería de interés que dichas metodologías contuvieran un grado mínimo de especificación, sistemática y cuantificación de los efectos esperables de los programas del FMI, o apoyo externo multilateral en general, sobre los *ratings*. Sería conveniente también que

Países	Programas iniciales (b)	Variación de rating (a)			
		t0 – t-1	t1 – t0	t3*(d) – t0	
S&P	24	25	-0,72	-0,56	1,06
Mejoras (%)		0,0	16,0	58,8	
Empeoramientos (%)		32,0	32,0	17,7	
Saldo		-32,0	-16,0	41,2	
Moody's	25	26	-0,65	-0,88	0,55
Mejoras (%)		3,9	0,0	45,0	
Empeoramientos (%)		38,5	26,9	30,0	
Saldo		-34,6	-26,9	15,0	

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

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

b Programas iniciales que posteriormente dieron lugar a programas consecutivos.

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

d t3*: Tres años después de la firma del último programa consecutivo.

las metodologías, o la reevaluación obligatoria del rating subsiguiente a la firma de un programa —aunque de ella no se derivara necesariamente una modificación de la calificación—, incluyeran una diferenciación según el tipo de programa acordado con el FMI, pues no son equiparables, por ejemplo, una línea FCL o un acuerdo precautorio y un programa convencional en el que el desembolso de la financiación prevista dependa del cumplimiento de determinadas condiciones.

Con la información disponible se constata que en los últimos treinta años los ratings soberanos de los países que han firmado programas con el FMI son diversos, no se circunscriben a los de baja o muy baja calidad crediticia, y los ratings indicativos de grado de inversión son apreciables, en particular un año antes de la firma de los programas. Los ratings medios se sitúan en los escalones altos del grado especulativo, y además en el período más reciente de crisis 2008-2012 la necesidad de firma de acuerdos con el FMI se ha extendido a países con mejores ratings iniciales, algunos de ellos países avanzados.

Por otro lado, al computar la evolución promedio de las calificaciones soberanas de los países firmantes de programas con el FMI durante el período 1984-2012 no se observan cambios muy sustanciales. El comportamiento más habitual en el plazo de un año es que los ratings no varíen, y cuando estos lo hacen, se registran tanto mejoras como empeoramientos, lo que finalmente arroja variaciones promedio de los ratings de escasa cuantía. Se da una gran heterogeneidad de resultados según los países. Con todo, el análisis realizado ha permitido identificar algunas regularidades. En primer lugar, los ratings soberanos de los países con programas tienden a variar más de lo que lo hacen los de los países con rating similar que no han firmado programas, tanto en el año anterior como en años posteriores a la firma. En segundo lugar, respecto al signo de dichos cambios, se ha observado que la firma de programas viene precedida por un empeoramiento de los ratings, tanto en términos de variación promedio del rating como, de modo más acusado, del saldo neto de mejoras y empeoramientos, ampliamente negativo. Este comportamiento se ha exacerbado durante la actual crisis.

En tercer lugar, se ha constatado que el deterioro de los ratings tiende a frenarse en el año siguiente a la firma de los programas, con promedios de variación generalmente menos

negativos y con saldos netos de mejoras y empeoramientos menos desfavorables que en el período preprograma, regularidad esta última que se repite para todos los períodos considerados. De acuerdo con ello, para las agencias de *rating*, los programas del FMI habrían desempeñado, en términos generales, un papel de amortiguadores del deterioro de la solvencia soberana de los países, aunque durante la actual etapa de crisis han seguido predominando muy claramente los empeoramientos de *rating* sobre las mejoras, a la inversa de lo sucedido hasta 2007. En cuarto lugar, históricamente hay también una tendencia a que los *ratings* sean más elevados tres años después de la firma del programa que en el momento de aquella, e incluso que un año antes, pero esta circunstancia no se está verificando durante la actual crisis. Por consiguiente, la situación económica global específica en que se inscribe la petición de un programa con el FMI es un factor que afecta de manera significativa a los resultados esperables del programa en términos de *rating*.

Por otro lado, la firma de programas consecutivos con el FMI ha sido un fenómeno relativamente frecuente y que ha afectado también a países de renta media y alta, lo que informa desfavorablemente sobre el éxito de los programas iniciales, que muestran mayores caídas de *rating* en el año anterior y en el año posterior a su firma, aunque al final del período de actuación completo del FMI los *ratings* suelen ser mejores que al inicio de aquella.

En resumen, con las salvedades y matizaciones señaladas anteriormente, y en una perspectiva histórica amplia, el análisis de los *ratings* en los países con programas del FMI apuntaría a un cierto carácter estabilizador de estos, si bien los resultados no son muy taxativos. Esta conclusión tentativa no invalida la necesidad de seguir perfeccionando tanto el diseño y la ejecución de dichos programas como su tratamiento metodológico en las evaluaciones soberanas de las agencias de *rating*.

10.7.2013.

BIBLIOGRAFÍA

- CGFS Papers n.º 43 (2011). «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», BIS.
- DEPRÉS, M. (2011). «El comportamiento de los ratings crediticios a lo largo del ciclo». *Estabilidad Financiera*, n.º 20, Banco de España.
- ERCE, A. (2012). *Does the IMF's official support affect sovereign bond maturities?*, Documentos de Trabajo, n.º 1231, Banco de España.
- FITCH RATINGS (2012). *Sovereign Rating Criteria*.
- (2012). *Sovereign Rating Model*.
- FMI (2010). «The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings», *Global Financial Stability Report*, capítulo 3, octubre.
- (2012). *2011 Review of Conditionality- Outcomes of Fund Supported Programs*.
- KIFF, J., S. NOWAK y L. SCHUMACHER (2012). «Are Rating Agencies Powerful?» *An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings*, IMF Working Paper WP/12/23.
- MOODY'S (2008). *Rating Methodology. Sovereign Bond Ratings*.
- (2012). *Proposed Refinements to the Sovereign Bond Rating Methodology*.
- MORENO, P. (2012). *La metamorfosis del FMI (2009-2011)*, Civitas Thomson Reuters.
- PACKER, F., y N. TARASHEV (2011). *Rating Methodologies for banks*. BIS Quarterly Review (June 2011).
- STANDARD&POOR'S (2013). *Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions*.
- (2013). *Sovereign Defaults and Rating Transition Data, 2012 Update*.