

EL COMPORTAMIENTO DE LOS *RATINGS* CREDITICIOS A LO LARGO DEL CICLO

Mario Deprés Polo (*)

(*) El autor es inspector de entidades de crédito del Banco de España, y doctor en Economía Financiera por la Universidad Autónoma de Madrid. El presente artículo ha sido desarrollado a partir de su tesis doctoral «La prociclicidad y la regulación prudencial del sistema bancario», dirigida por Emilio Ontiveros y Alfonso García. Asimismo, el autor agradece los comentarios de Vicente Salas.
Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

El comportamiento de los *ratings* crediticios a lo largo del ciclo

El estallido de la crisis económica internacional puso de manifiesto la debilidad de las calificaciones que las agencias de *rating* habían otorgado a un importante volumen de productos financieros estructurados. Estas caídas fueron acompañadas poco después por otras en las calificaciones de productos tradicionales de un gran número de empresas de todos los sectores. Sin embargo, pese al papel que las agencias de *rating* tuvieron en la formación de los desequilibrios que desencadenaron la crisis actual, sus opiniones siguen siendo necesarias para el funcionamiento de los mercados, que demandan esas calificaciones crediticias a la hora de permitir la entrada tanto de empresas como de los mismos Estados, y sus variaciones siguen marcando el coste de financiación de los diferentes agentes. En el pasado, otros autores apuntaron ya la existencia de un comportamiento procíclico en los *ratings*. El presente artículo pretende, por un lado, mostrar que la incorporación del último ciclo económico viene a reafirmar la existencia de esa prociclicidad y, por otro, señalar algunas de las causas de esa fluctuación.

1 Introducción

Las agencias de *rating* son suministradoras de información. Su labor consiste en emitir, a través de sistemas basados en la valoración de expertos, opiniones sobre la calidad crediticia de títulos, empresas o incluso Estados. Actualmente, dada la dificultad de conseguir la reputación necesaria para actuar como agencia de *rating*, solo hay tres de ellas que operen a escala mundial: Moody's, Standard and Poor's y Fitch-BCA¹. Los *ratings* asignados a un mismo sujeto por parte de estas compañías no presentan grandes diferencias y, de hecho, Ferri, Liu y Stiglitz (1999) observaron que suelen cambiar al mismo tiempo.

En los mercados financieros actuales, emisores de deuda, inversores y reguladores hacen uso de las opiniones emitidas por las agencias de *rating*. La importancia de estas calificaciones es tal, que la mayor parte de las grandes empresas cuentan con un *rating*, y los inversores institucionales solo pueden invertir en empresas que cuenten con un nivel mínimo de *rating* emitido por una agencia de reconocido prestigio, ya que sus estatutos o su regulación les limitan o impiden invertir en activos que tengan un *rating* por debajo de ese mínimo. Esto supone que el *rating* limita el tipo de inversores potenciales, posibilita elegir entre diferentes fuentes de financiación y tiene una gran repercusión en la fijación de precios en el mercado.

Esta confianza que los inversores depositan sobre las calificaciones se ha puesto en entredicho por la crisis crediticia que estalló en el verano de 2007. Durante la fase expansiva previa a la crisis, los *ratings* facilitaron la aparición de complejos productos estructurados y la generalización de las titulaciones. Sin el respaldo que estos títulos recibían de las agencias de *rating*, no hubiesen podido alcanzar la relevancia que llegaron a tener, pues por su elevada complejidad el único indicador sobre su solvencia era el propio *rating*.

Al estallar la crisis, se demostró que las agencias de *rating* tampoco eran realmente capaces de evaluar de forma correcta al riesgo inherente a esos títulos. Al resultar patente la baja calidad crediticia de los productos estructurados, las agencias endurecieron sus calificaciones, dando lugar a una caída generalizada de los *ratings*. Esta caída ha venido a agravar la contracción económica, pues muchos agentes —tanto empresas como Estados— que se encontraban en dificultades por el entorno económico han visto cómo el mercado de capitales les cerraba las puertas precisamente debido a dichos *ratings*.

1. Junto a estas tres, se considera en ocasiones a Duff & Phelps Credit Rating Co., aunque su peso es menor.

A priori, puede resultar incongruente que el mercado, que en gran medida se ha visto arrasado a la contracción económica por el papel desempeñado por las agencias de *rating*, siga confiando en sus opiniones para dirigir su política de colocación del capital. Sin embargo, frente a esta eventualidad, debe considerarse que:

- Esta no es la primera vez que los *ratings* resultan excesivamente elevados durante las fases expansivas, para luego sufrir fuertes caídas al llegar la contracción económica. De hecho, ese comportamiento procíclico ha sido una constante en la fluctuación de los *ratings* a lo largo de los años, y otros autores lo habían señalado ya en períodos pasados².
- Pese a las debilidades que puedan mostrar, los *ratings* son necesarios para los inversores, pues tienen la ventaja de que resumen una gran cantidad de información sobre la calidad crediticia en un simple *ranking*, permitiendo comparar el riesgo relativo de una amplia gama de instrumentos sin necesidad de tener muchos conocimientos. Un gran número de inversores no dispone de la capacidad de evaluar el riesgo de esos productos, por lo que necesitan confiar en el criterio experto que ofrecen las agencias de *rating*.

En el presente estudio se pretende demostrar y justificar la existencia de ese comportamiento procíclico, incorporando los datos del último ciclo económico. Para ello, en el apartado 2 se analizan las fluctuaciones en las calificaciones crediticias a lo largo del tiempo. En el apartado 3 se exponen cuáles son las causas que dan lugar a esas fluctuaciones cíclicas y se analiza lo ocurrido durante el último ciclo económico. Dado que se ha señalado que, pese a sus deficiencias, el mercado precisa de los *ratings*, en el apartado 4 se apuntan algunas de las medidas que se han propuesto para hacer frente al problema de la prociclicidad. Por último, en el apartado 5 se resumen las principales conclusiones obtenidas en el estudio.

2 La fluctuación de los ratings a lo largo del ciclo

La forma en que se modifican las calificaciones crediticias otorgadas va a ser el factor determinante para establecer si las calificaciones emitidas por las agencias siguen o no una evolución procíclica. Junto a la variación en las calificaciones, otro aspecto importante que se debe tener en cuenta es la magnitud del cambio de *rating*, o número de niveles de *rating* que se atraviesan a lo largo de un período de tiempo determinado.

Para estudiar cómo cambian los *ratings* a lo largo del tiempo, resulta especialmente útil emplear las matrices de transición entre los diferentes niveles de calificación crediticia, que indican cuál es la probabilidad de que un bono con una calificación determinada hoy pase a tener otra calificación dentro de un período de tiempo³.

2.1 DISEÑO DEL ESTUDIO

Para analizar el comportamiento de los *ratings* se hará uso de la información agregada sobre su evolución histórica entre los años 1981 y 2009, recogida en los *Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions* que publica anualmente la agencia Standard and Poor's. La hipótesis que se pretende demostrar es que las probabilidades de transición difieren en función de la parte del ciclo, siendo esa diferencia consecuencia de la existencia de un comportamiento procíclico de los *ratings*. Dicho comportamiento procíclico puede definirse de la siguiente forma:

2. En el pasado, este comportamiento ha sido puesto de manifiesto por autores como Bangia, Diebold y Schuermann (2000), Catarineu-Rabell, Jackson y Tsomocos (2002), Amato y Furfine (2003), Béranger y Teiletche (2003) o Zicchino (2005). 3. Las diferentes metodologías existentes para la creación de matrices de transición están recogidas en el artículo de Jafry y Schuermann (2004).

- En la parte baja del ciclo hay una mayor probabilidad de que el *rating* de una compañía empeore y una menor probabilidad de que dicho *rating* mejore.
- En la parte alta del ciclo hay una menor probabilidad de que el *rating* de una compañía empeore y una mayor probabilidad de que dicho *rating* mejore.

El conjunto de datos de los que se dispone, recomienda llevar a cabo el estudio bajo diferentes hipótesis en lo relativo al indicador empleado para determinar el estado de la economía y al método de construcción de las matrices de transición, de forma que no se asuman hipótesis que puedan poner en duda la bondad de los resultados obtenidos. Además, demostrar el comportamiento cíclico de los *ratings* a través de distintas metodologías vendrá a reforzar la existencia de dicha prociclicidad.

Por lo que respecta al indicador del nivel de actividad económica, debe tenerse en cuenta que a lo largo de los años las calificaciones crediticias han ido mostrando una diversificación cada vez mayor en lo referente a su procedencia geográfica. En 1975, la práctica totalidad de las firmas con *rating* era norteamericana, y hasta 1995 el porcentaje de firmas europeas no alcanzó el 10%. A partir de ese año se aceleró la expansión internacional de los *ratings*, reduciéndose progresivamente el peso relativo de las empresas estadounidenses. Esto plantea dudas sobre qué datos de crecimiento del producto interior bruto (PIB) emplear para establecer los años que forman parte de las diferentes fases del ciclo:

- La muestra consta de *ratings* para empresas de diferentes países, por lo que las tasas de crecimiento del PIB mundial serían las que recogerían los factores que afectan a todas las compañías presentes en el estudio.
- Sin embargo, la mayor parte de los *ratings* es emitida sobre compañías estadounidenses y, si bien al ir avanzando en el período temporal de la muestra el peso de las empresas de otros países ha ido aumentando, no ha llegado a alcanzar el número de compañías estadounidenses. Debería entonces emplearse las tasas de crecimiento del PIB de Estados Unidos.

Por ello, se va a realizar el estudio tanto para las tasas de crecimiento del PIB mundial como para las de Estados Unidos. Los datos sobre el crecimiento del PIB proceden de las estadísticas del Fondo Monetario Internacional.

Para determinar las distintas fases del ciclo económico se va a seguir el sistema propuesto por Nickell, Perraudin y Varotto (2000), quienes establecen tres niveles de actividad económica, correspondientes a la parte baja, media y alta del ciclo. Para precisar en qué parte del ciclo está cada año, se toman los datos de crecimiento anual del PIB para cada uno de los 29 años y se dividen dichas tasas en tres grupos, en función de si cada observación está en el tercio superior, medio o inferior de la tasa de crecimiento a lo largo de todo el período.

El otro elemento que se ha de considerar en el diseño del estudio es el método de construcción de matrices de transición. En los 29 años que abarca la muestra, el papel de las agencias ha ganado mucho peso en el sistema financiero. Esto hace que, mientras que en 1981 eran 1.386 las empresas que Standard and Poor's había calificado, en 2009 esa cifra alcanzaba su máximo con 5.966 empresas.

Esta diferencia en el número de empresas calificadas debe tenerse en cuenta a la hora de realizar el análisis, pues, si se da el mismo peso a la probabilidad de transición entre dos nive-

les en cada uno de los años del estudio, se estará ignorando el hecho de que los últimos años contienen más información, al haber un mayor número de empresas calificadas. Sin embargo, si se da el mismo peso a la probabilidad de transición entre dos niveles para cada una de las empresas, tendremos el problema de que se estará dando mayor importancia a los últimos años. Como ambas metodologías ofrecen información que puede resultar de interés, se realizará el análisis construyendo matrices de transición con estos dos métodos.

2.2 MATRICES DE TRANSICIÓN CONSTRUIDAS DANDO EL MISMO PESO A CADA AÑO

Para comenzar, debe considerarse la matriz de transición para el conjunto del período, calculada como la media simple de la probabilidad de que, en cada uno de los años, se produzca un cambio de *rating* entre dos niveles determinados. Este primer sistema de construcción de matrices lo denominaremos *método de cálculo 1*. En el cuadro 1 figura la matriz resultante de aplicar esta metodología.

En esta matriz se observa que:

- a) Las mayores probabilidades aparecen en torno a la diagonal principal de la matriz. Esto era de esperar, pues si la evaluación de la calidad crediticia de una compañía ha sido elaborada de forma precisa, esta no debe variar a menos que se produzca algún evento inesperado que propicie su modificación. Y en caso de que se produzcan dichas alteraciones, se tratará de subidas o bajadas de uno o dos niveles, por lo que los cambios de *rating* que atraviesen varios niveles será algo excepcional.
- b) Se aprecian mayores probabilidades de bajada de *rating* que de subida. Esto es coherente con la tendencia hacia bajadas de *rating* observada previamente por otros autores⁴.

Una vez que se dispone de la matriz de transición media, deben construirse las matrices para cada una de las partes del ciclo utilizando para ello la media de las probabilidades de transición en los años que forman parte de cada fase, según lo establecido en el epígrafe anterior. Se va a observar también si esas diferencias que puedan existir entre las matrices de transición de cada una de las partes del ciclo y la matriz de transición media son significativas o no, para lo cual se realiza un contraste con un nivel de confianza del 90 %.

Como se ha dicho antes, este estudio se llevará a cabo para los ciclos definidos con el PIB mundial y de Estados Unidos. En el gráfico 1 se recoge la distribución de las probabilidades de la matriz de transición entre aquellas que presentan un comportamiento procíclico y son estadísticamente diferentes a la media del período, las que simplemente son procíclicas y las que no presentan un comportamiento procíclico. Se han excluido de los cálculos las casillas de la diagonal principal, correspondientes a aquellas empresas que no ven modificado su *rating*.

En ambas fases del ciclo se observa que la mayor parte de las probabilidades de transición tiene carácter procíclico, siendo este comportamiento especialmente claro en la parte alta del ciclo, donde bajo los dos enfoques el 73 % de las probabilidades de transición es procíclico (es decir, en un 73 % de las combinaciones existentes entre niveles de *rating*, las subidas y bajadas de nivel muestran un comportamiento acorde con la definición de prociclicidad planteada al comienzo de este apartado). Además, se aprecia que, al utilizar las tasas de crecimiento del PIB de Estados Unidos para determinar los ciclos económicos, se obtiene un

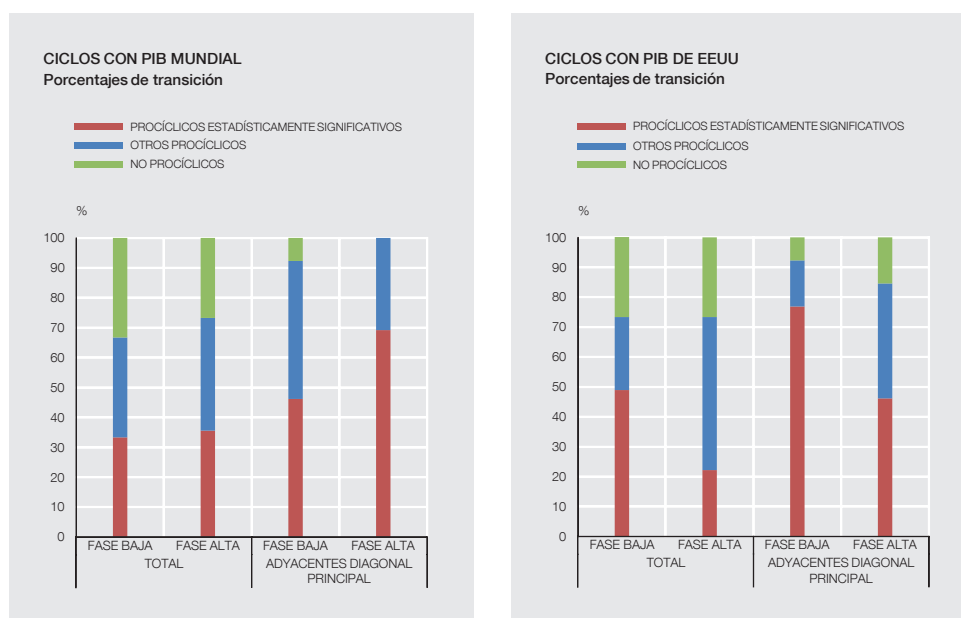
4. Carty y Fons (1993) y Carty (1997) observaron que desde 1920 el número de subidas netas de bajadas había alcanzado una media negativa del 6 %.

DE / HACIA	NÚMERO	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	3,672	88,32	7,76	0,55	0,05	0,08	0,03	0,07	—	3,14
AA	12,454	0,62	87,06	7,81	0,57	0,08	0,10	0,02	0,02	3,72
A	25,219	0,05	2,08	87,07	5,55	0,48	0,20	0,02	0,07	4,48
BBB	22,789	0,02	0,19	4,52	83,00	4,67	0,91	0,15	0,25	6,28
BB	15,567	0,02	0,07	0,30	5,86	74,53	7,87	0,86	1,10	9,39
B	16,58	—	0,06	0,27	0,34	5,53	73,34	3,90	5,01	11,56
CCC/C	1,947	—	—	0,23	0,41	0,94	11,16	50,23	23,56	13,47

FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

COMPORTAMIENTO DE LA MATRIZ DE TRANSICIÓN EMPLEANDO EL MÉTODO DE CÁLCULO 1

GRÁFICO 1



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

mayor número de porcentajes de transición que cumplen con la hipótesis de la prociclicidad, especialmente en la parte baja del ciclo.

Si se observan las transiciones que presentan un comportamiento procíclico y además difieren de la media del período con un nivel de confianza del 90 %, se obtienen porcentajes algo menores, siendo más acusada la prociclicidad durante la fase baja del ciclo con los ciclos definidos con el PIB de Estados Unidos, y durante la fase alta, con el PIB mundial.

Sin embargo, estos porcentajes por sí solos no están recogiendo el verdadero comportamiento de la matriz de transición, ya que, como ya señalamos antes, los mayores porcentajes se encuentran en torno a la diagonal principal. Si centramos el análisis en las casillas en torno a la diagonal principal, se observa que la mayor parte sí cumple con la hipótesis de prociclicidad: el 92 % en la parte baja del ciclo, y entre el 85 % y el 100 % en la parte alta. Esto significa que aquellas casillas en las que se recoge el mayor número de empresas que ven alterado su

rating ponen de manifiesto la existencia de prociclicidad en los cambios de calificación crediticia. Tomando un nivel de confianza del 90%, los porcentajes de casillas adyacentes a la diagonal principal en las que el comportamiento es procíclico son algo menores, pero aun así se evidencia claramente que se cumple la hipótesis de prociclicidad.

A partir del estudio anterior, se puede afirmar que, si bien se aprecian ciertas diferencias en función de cómo se determinen las fases del ciclo económico, en todos los casos estudiados la mayor parte de las probabilidades de transición, y especialmente las que abarcan un mayor número de empresas, cumple con la hipótesis de que los *ratings* se mueven de forma procíclica.

2.3 MATRICES DE TRANSICIÓN CONSTRUIDAS DANDO EL MISMO PESO A CADA COMPAÑÍA

Como se señaló al plantear el diseño del estudio, al ponderar por igual todos los años en la construcción de las matrices de transición se está ignorando el hecho de que los años más recientes son más ricos en información, porque abarcan un mayor número de compañías calificadas. Por ello, se realizan ahora los cálculos construyendo las matrices bajo este nuevo enfoque, que denominaremos *método de cálculo 2*, en el que se da el mismo peso a cada compañía, de forma que el paso de una compañía de un nivel de *rating* a otro tiene la misma importancia, con independencia del año en que este tenga lugar. A partir de ese cálculo se obtiene la matriz de transición media en el período, recogida en el cuadro 2.

Se observa que dicha matriz, aunque es similar a la calculada antes, presenta pequeñas diferencias en los porcentajes, como consecuencia de las diferencias metodológicas que las sustentan. Se mantienen las características básicas que definían la matriz calculada como media de las matrices de cada uno de los años, concentrándose fuertemente los porcentajes en torno a la diagonal principal.

Una vez que se dispone de la matriz de transición media para todo el período, que servirá como punto de comparación para testar la hipótesis de la prociclicidad, se elaboran las matrices de transición para cada una de las fases del ciclo económico. El gráfico 2 refleja el comportamiento recogido en dichas matrices.

Con este método de construcción de matrices se obtiene un mayor número de porcentajes de transición que presentan un comportamiento procíclico: entre el 76% y el 87% en la parte baja del ciclo, y entre el 69% y el 73% en la parte alta. Si centramos nuestra atención en las casillas de mayor peso, las que rodean a la diagonal principal, se aprecia que la práctica totalidad de las casillas muestra un comportamiento procíclico. Además, si observamos el número de casillas en las que ese comportamiento procíclico es estadísticamente significativo, se aprecian porcentajes notablemente elevados.

Al comparar estas matrices con las obtenidas con el *método de cálculo 1*, se observa que con este nuevo sistema hay más porcentajes que se comportan de forma procíclica en la parte baja del ciclo, y alguno menos que cumple con la hipótesis en la parte alta. Ambos métodos arrojan el mismo número de porcentajes de transición procíclicos en las casillas adyacentes a la diagonal principal, si bien con el *método de cálculo 2* el número de los que son estadísticamente diferentes a la media del período es algo mayor.

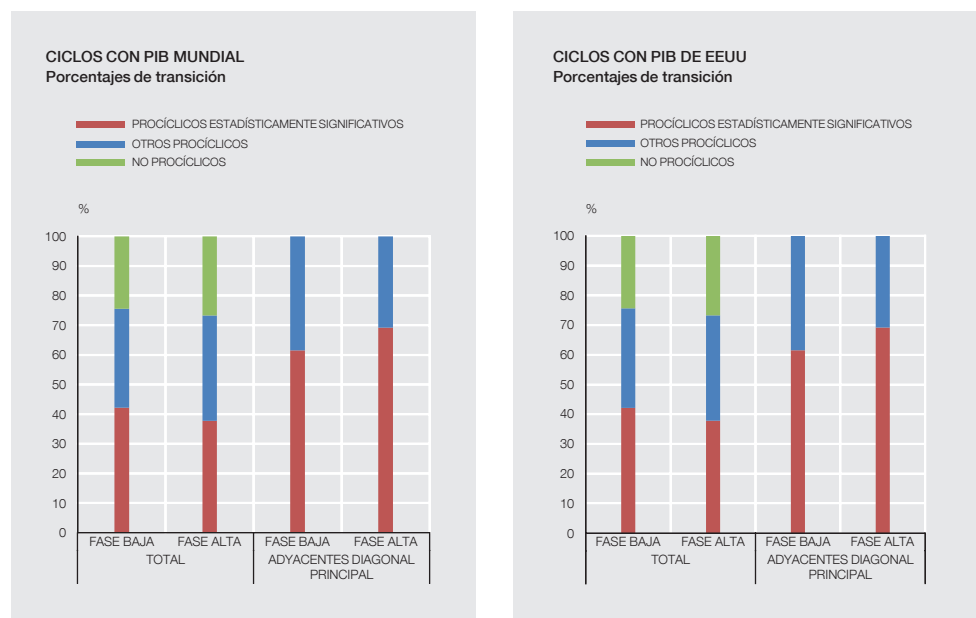
A partir de todo lo anterior, podemos concluir que las matrices de transición elaboradas otorgando la misma importancia a las observaciones de cada una de las compañías, con independencia del año en que dicha calificación fue emitida, muestran un comportamiento claramente procíclico. Estos resultados permiten, además, afirmar que el comportamiento procíclico de los porcentajes acontece con independencia de que se emplee el sistema de cálculo que da el mismo peso a cada año o el sistema que otorga la misma ponderación a cada empresa, sin considerar el año en que se modifique su *rating*.

DE / HACIA	NÚMERO	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	3,672	88,37	7,65	0,52	0,05	0,08	0,03	0,05	—	3,24
AA	12,454	0,56	86,62	8,09	0,55	0,06	0,09	0,02	0,02	3,98
A	25,219	0,04	1,95	87,05	5,48	0,40	0,16	0,02	0,08	4,81
BBB	22,789	0,01	0,14	3,74	84,24	4,13	0,69	0,16	0,26	6,62
BB	15,567	0,02	0,04	0,18	5,16	75,56	7,50	0,79	0,97	9,78
B	16,58	—	0,04	0,15	0,24	5,43	72,74	4,65	4,92	11,83
CCC/C	1,947	—	—	0,21	0,31	0,87	11,30	45,04	27,89	14,38

FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

COMPORTAMIENTO DE LA MATRIZ DE TRANSICIÓN EMPLEANDO EL MÉTODO DE CÁLCULO 2

GRÁFICO 2

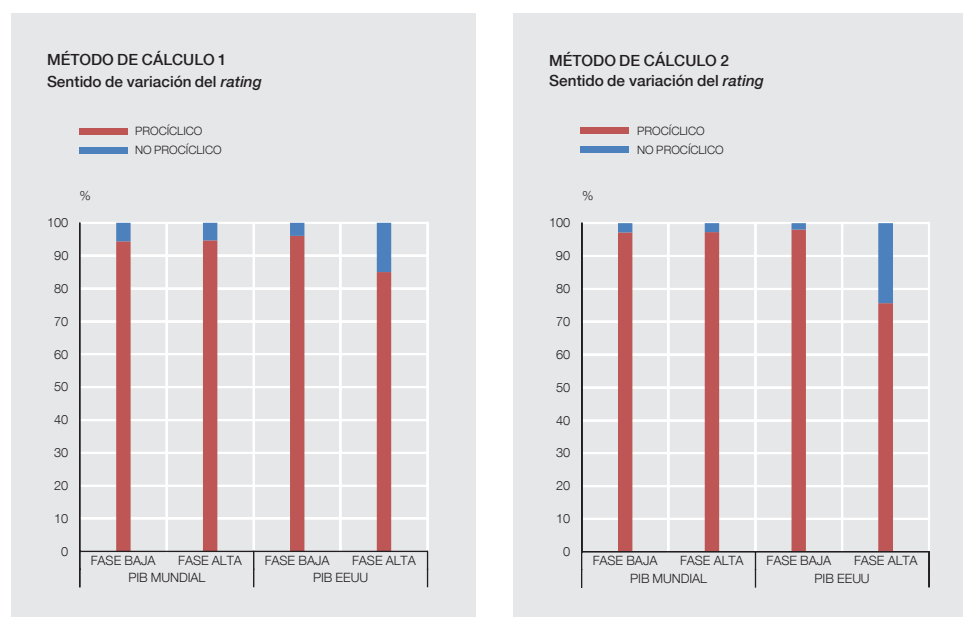


FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

2.4 VARIACIONES DE CALIFICACIÓN PONDERADAS POR EL NÚMERO DE EMPRESAS AFECTADAS

Las anteriores comparaciones se han basado en el número de probabilidades de transición que mostraban un comportamiento procíclico. Sin embargo, este enfoque tiene el inconveniente de que no todas las casillas abarcan el mismo número de empresas, por lo que no todas deberían recibir la misma ponderación. Por ello, otro aspecto que se ha de considerar es el porcentaje de empresas encuadradas en las casillas que muestran un comportamiento procíclico. Debe tenerse en cuenta que esta comparación se efectúa sobre aquellas empresas que ven alterado su *rating*, por lo que quedan excluidas las que lo mantienen estable.

Los datos recogidos en el gráfico 3 refuerzan, una vez más, la hipótesis de la existencia de prociclicidad en los cambios de *rating*, ya que, excepto en dos de las metodologías, las casillas en la matriz de transición que muestran un comportamiento procíclico abarcan más del 95 % de las empresas que ven modificado su *rating* (en las dos restantes el porcentaje también es elevado, entre el 75 % y el 85 %). Se observa que estos porcentajes son especialmente elevados durante la fase baja del ciclo.



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

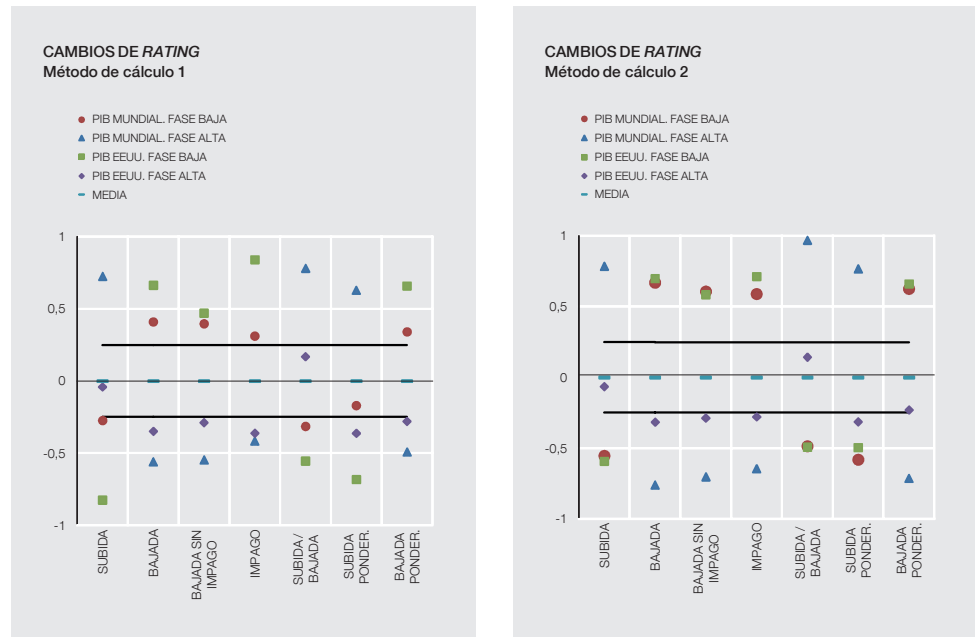
2.5 CAMBIOS ANUALES DE RATING

Con el fin de considerar con mayor nivel de detalle el hecho de que no todas las casillas tienen la misma importancia, ya que no todas recogen el mismo número de acreditados, y para observar por separado la probabilidad de subida y de bajada de *rating*, vamos ahora a analizar la probabilidad de que una compañía vea incrementada o reducida su calificación en las diferentes fases del ciclo, con independencia del nivel de partida, de forma que pueda comprobarse si esas probabilidades de cambio son significativamente procíclicas. Para ello se estudian: la probabilidad de que una empresa vea mejorado, mantenido o empeorado su *rating*; el valor de estas probabilidades si las variaciones se ponderan por el número de niveles que se recorren en el cambio; y la ratio subidas/bajadas de *rating*.

Los cálculos se realizan para cada uno de los escenarios considerados anteriormente, a fin de comprobar si se mantiene la hipótesis de la prociclicidad. El comportamiento procíclico es de esperar que se plasme en: mayores porcentajes de subida en el nivel de *rating* en la fase alta del ciclo y menores en la fase baja; menores porcentajes de bajada en el nivel de *rating* en la fase alta del ciclo y mayores en la fase baja; y una ratio de subidas/bajadas mayor que la media en la fase alta del ciclo y menor en la fase baja del ciclo.

En el gráfico 4 se representa la posición que ocupan las probabilidades de cambio de *rating*, en cada fase del ciclo y bajo las diferentes metodologías, respecto a la media del período, de forma que, si se sitúa por encima de la media, significa que la probabilidad de cambio en ese sentido es mayor que en la media del período; y, si se sitúa por debajo, es menor. En cuanto a la distancia respecto a la media, se ha representado en términos de desviaciones medias, delimitando el nivel a partir del cual la observación es diferente a la media con un nivel de confianza del 90%.

Se observa que casi todos los parámetros cumplen con la hipótesis de la prociclicidad, tanto en términos simples como ponderados por la amplitud del cambio de *rating*, siendo casi todos los porcentajes significativamente diferentes de la media del período: la probabilidad de subida de *rating* es mayor en la fase alta del ciclo y menor en la fase baja; y la probabilidad de bajada de *rating* es menor en la fase alta del ciclo y mayor en la fase baja (en ambos casos,



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

a. Se representa en desviaciones típicas de la diferencia con la media.

en comparación con la media del total del período). La única excepción es la probabilidad de subida de *rating* durante la parte alta del ciclo cuando se elaboran los ciclos empleando las tasas de crecimiento del PIB de Estados Unidos.

La ratio de subidas/bajadas de *rating* también cumple con la hipótesis de prociclicidad: en la fase alta del ciclo es mayor que la media del período, y menor en la fase baja. Excepto en un caso, estas diferencias son estadísticamente significativas, con un nivel de confianza del 90 %.

En la mayor parte de los casos, los porcentajes arrojan unos niveles de significatividad especialmente bajos que refuerzan nuestra hipótesis, no dejando lugar a dudas sobre la existencia de un comportamiento marcadamente procíclico.

2.6 COMPARACIÓN CON EL MÁXIMO COMPORTAMIENTO PROCÍCLICO

En el punto anterior se ha comprobado que las probabilidades medias de cambio de *rating* en cada una de las fases del ciclo muestran un comportamiento procíclico. Adicionalmente a este resultado, cabe preguntarse si ese comportamiento procíclico observado en las matrices construidas para cada uno de los ciclos económicos es el más acusado que se podría conseguir, o bien si con otra agrupación de años podría obtenerse un comportamiento que se ajuste más a la definición de comportamiento procíclico planteada al comienzo de este apartado.

Para poder plantear esta comparación, se comienza por hallar los máximos porcentajes de variación procíclicos que podrían alcanzarse. Debe tenerse en cuenta que en cada fase del ciclo se persigue un doble comportamiento, compuesto por una variación en un sentido de las subidas y otra variación en sentido inverso de las bajadas de *rating*. A la agrupación de años, y a sus correspondientes probabilidades de transición, que permiten maximizar ese comportamiento procíclico los denominaremos «óptimos». Nos centraremos en este análisis en las ma-

		SUBIDA	BAJADA
Media	Porcentaje de variación	4,010	7,951
	Porcentaje de variación	3,046	10,939
Óptimo	Prob. acumulada hasta ese punto	99,999 %	100,000 %
	Porcentaje de variación	3,743	9,120
PIB mundo	Prob. acumulada hasta ese punto	91,996 %	98,069 %
	Diferencia respecto al óptimo	(8,003 %)	(1,931 %)
Fase baja del ciclo	Porcentaje de variación	3,205	9,840
	Prob. acumulada hasta ese punto	99,992 %	99,923 %
PIB EEUU	Diferencia respecto al óptimo	(0,007 %)	(0,077 %)
	Porcentaje de variación	4,754	4,942
Óptimo	Prob. acumulada hasta ese punto	99,981 %	100,000 %
	Porcentaje de variación	4,719	6,360
PIB mundo	Prob. acumulada hasta ese punto	99,968 %	99,686 %
	Diferencia respecto al óptimo	(0,013 %)	(0,313 %)
Fase alta del ciclo	Porcentaje de variación	3,970	6,960
	Prob. acumulada hasta ese punto	58,379 %	96,189 %
PIB EEUU	Diferencia respecto al óptimo	(41,601 %)	(3,810 %)

FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

trices de transición que se elaboran dando el mismo peso a cada año, con independencia del número de observaciones que incluyan⁵.

Esos porcentajes de variación óptimos deben compararse con los que se obtuvieron en el punto anterior, cuando las agrupaciones se realizaban observando las tasas de crecimiento del PIB, reflejo de la evolución del crecimiento económico. Con el fin de valorar en qué medida esos últimos porcentajes recogen el comportamiento procíclico, se calcula la probabilidad de que el valor obtenido sea diferente a la media muestral o, lo que es lo mismo, la probabilidad de que en cualquier año o combinación de años acontezca un porcentaje de transición menos procíclico que el valor estudiado. Dicho análisis queda recogido en el cuadro 3.

Las diferencias entre la probabilidad acumulada por la agrupación óptima y la derivada de los ciclos económicos son, en general, bastante reducidas. En cuatro de los ocho casos, la diferencia de probabilidades acumuladas no llega al 0,4 %, y en otros dos casos existe una diferencia algo mayor, pero que no alcanza el 4 %. Ante una diferencia tan reducida, se puede concluir que los ciclos económicos generan en estos casos un comportamiento que se asemeja totalmente al máximo funcionamiento procíclico.

Únicamente en un caso —el de la probabilidad de subida de *rating* en la fase alta del ciclo a partir de los ciclos elaborados tomando el PIB de Estados Unidos— se presenta una gran diferencia con el valor conseguido por la agrupación óptima de años (el 3,97 %, frente al

5. Se ha comprobado que la utilización del otro método, el que asigna el mismo peso a cada observación, no arroja resultados significativamente diferentes y, además, su uso en el siguiente análisis supondría un elevado esfuerzo de cálculo que no se corresponde con el valor de los resultados que se han de obtener.

4,75%). De hecho, este porcentaje no presenta un comportamiento procíclico, tal y como ya se señaló en el punto anterior al analizar las probabilidades de cambio de *rating*.

Con esa única excepción, se puede afirmar que las agrupaciones de años elaboradas a partir de los ciclos económicos no solo dan lugar a un comportamiento procíclico en los cambios de las calificaciones crediticias emitidas por las agencias de *rating*, sino que, además, ese comportamiento se aproxima al máximo que es posible alcanzar dentro del funcionamiento procíclico que hemos definido.

3 Causas de la prociclicidad y comportamiento durante el último ciclo

Autores como Estrella (2000) y Lowe (2002) han demostrado que las agencias han hecho un buen trabajo en la medición del riesgo relativo de crédito, si bien no han tenido tanto éxito con el riesgo absoluto (ya que dentro de un mismo nivel de *rating* puede encontrarse gran variedad de niveles de riesgo) ni a la hora de determinar cómo el riesgo cambia a lo largo del tiempo, pues las probabilidades de impago de cada nivel de *rating* presentan variaciones.

La existencia de esos cambios en las calificaciones es algo natural, ya que los *ratings* otorgados por las agencias van perdiendo valor a medida que pasa el tiempo desde que se realizó el análisis que dio lugar a situar la emisión o empresa en un determinado nivel. Por ello, las agencias llevan a cabo revisiones de sus calificaciones de forma periódica y también en función de la evolución del mercado. Los cambios de *rating* reflejan la valoración de la agencia de una mejora o degradación en la calidad crediticia.

El problema no es, por lo tanto, la existencia de cambios en los *ratings*, sino el hecho de que se ven influenciados por el estado de la actividad económica, mostrando una tendencia procíclica, pues durante las fases recesivas los cambios de *rating* son generalmente bajadas de nivel, mientras que en las fases expansivas son aumentos.

3.1 CAUSAS DEL COMPORTAMIENTO PROCÍCLICO DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

En la literatura sobre las agencias de *rating* se han apuntado diversas causas para explicar ese comportamiento cíclico. Algunas de estas justificaciones consideran la prociclicidad como algo intrínseco a los *ratings*, o bien derivado de los sistemas en los que se basan:

- Varios autores han defendido que los cambios de *rating* siguiendo el ciclo son algo lógico e incluso deseable, pues en una economía en crecimiento las empresas obtienen mejores resultados y las agencias de *rating* esperan que la situación económica siga mejorando, por lo que habrá más subidas de *rating*. Durante las contracciones económicas, dado que la calidad crediticia será menor, habrá mayor riesgo de caída del *rating*. Por ello, Altman y Kao (1991 y 1992) señalan que es de esperar que el número de las subidas y bajadas de *rating* que se producen cada año sean sensibles al estado de la economía.
- Según Nieto (2005), la medición inadecuada de los cambios en el nivel de riesgos se debe al uso de horizontes temporales demasiado cortos para otorgar las calificaciones crediticias, a la extrapolación al futuro de las condiciones actuales y a la falta de atención a las correlaciones existentes entre participantes en el mercado. Esta forma de actuar hace que el riesgo se sobrestime en las recesiones y se subestime en las fases expansivas, presentando una correlación negativa con el ciclo económico.
- Otra explicación para la existencia de movimientos cíclicos es que las agencias de *rating* no son capaces de predecir los cambios en la probabilidad de que acontez-

ca una crisis, de forma que las caídas en la calificación se producen al llegar la crisis y no antes⁶.

Junto con estas explicaciones, hay otras que se basan en la forma en que está organizado el negocio de las agencias de *rating*. En concreto, se considera que un elemento que permite explicar esta fluctuación es el hecho de que el pago a las agencias por sus servicios es satisfecho por el emisor del bono. Esto supone un potencial conflicto de intereses, que ha sido planteado en los artículos de autores como Estrella (2000) y Baker y Mansi (2002):

- Por un lado, las agencias de *rating* pueden verse incentivadas a asignar mayores *ratings* para satisfacer a los emisores, o bien a relajar sus requisitos por razones de competencia. Los propios emisores también tienen incentivos para «comprar» un *rating* favorable.
- Por otro lado, las agencias tienen incentivos para mantener su reputación de emisoras de *ratings* precisos, ya que su negocio futuro depende de la calidad de los *ratings* que emitan, por lo que, si una agencia es laxa en sus calificaciones, esto le generará un daño a largo plazo sobre su reputación.

La existencia de este conflicto de interés favorece la existencia de prociclicidad, por las siguientes razones:

- Dado que la estabilidad de los *ratings* protege la reputación de las agencias e incrementa la aceptación de sus valoraciones, estas prefieren realizar los cambios correctos con cierto retraso a adelantarse y equivocarse, de forma que solo llevan a cabo un cambio de *rating* cuando es poco probable que este se vea rectificado a corto plazo⁷.

Además, este comportamiento también se debe a que las agencias de *rating* actúan en interés de sus clientes, por lo que tratarán de evitar un cambio de *rating* seguido de otro en sentido contrario, especialmente en el caso de bajadas de nivel. Esta forma de actuar es justificada alegando que el mercado espera que los *ratings* sean estables⁸.

Otra justificación que se da a ese retardo en el ajuste de los *ratings* es la lentitud a la hora de procesar la información nueva, debido al componente humano que establece las calificaciones, o bien a que las revisiones se realizan con poca frecuencia.

Todos estos elementos dan lugar a que las fluctuaciones tengan lugar con un cierto retraso respecto al momento en que se ha producido la alteración en la calidad crediticia del título o empresa calificada. A este respecto, se critica frecuentemente a las agencias de *rating* porque no reaccionan rápidamente a la hora

6. El director general del Banco de Pagos Internacionales, Andrew Crockett, advirtió ya en el año 2000 de que «los indicadores del riesgo tienden a situarse en el mínimo al llegar, o entorno a, el pico del ciclo financiero, justo en el punto en el que, en retrospectiva, podemos ver que el riesgo estaba en su punto máximo». 7. Gordy y Howells (2004) observaron que las agencias esperan a que la calificación verdadera difiera de la existente en cierta cuantía antes de realizar el ajuste. 8. En realidad, en los trabajos realizados en esta área, como el de Baker y Mansi (2002), se aprecia que inversores y emisores consideran que las agencias deberían actualizar sus *ratings* solo ante cambios importantes en el perfil de riesgos, y prefieren que se actualicen aunque el cambio pueda rebotar en menos de un año.

de ajustar sus calificaciones, sino que solo las modifican una vez que el mercado ha ajustado su percepción de la calidad crediticia⁹. Sin embargo, cuando se produce un vuelco en la situación económica y las condiciones financieras empeoran, se precipitan todos los deterioros que las agencias habían ido identificando, dando lugar a un comportamiento marcadamente procíclico.

- Durante las fases expansivas la reputación de las agencias es elevada, lo que hace que tengan incentivos para ser menos conservadoras, por lo que pueden conceder calificaciones más indulgentes. Sin embargo, al llegar la fase contractiva y verse forzadas a reconocer de golpe gran cantidad de bajadas de *rating*, las agencias se preocuparán por su reputación, que ha quedado en entredicho, por lo que, según observaron ya a finales del siglo pasado Ferri, Liu y Stiglitz (1999), se comportarán de forma muy conservadora, con bajadas de *rating* mucho más severas, que refuerzan su prociclicidad.
- Se produce una situación de expectativas autocumplidas: esa gran severidad en las bajadas de *rating* al llegar la fase contractiva, para tratar de salvar la reputación de las agencias, va a afectar a la calidad crediticia real de las empresas, de forma que, si el *rating* otorgado es menor que el que realmente corresponde a esa empresa, será la calidad crediticia la que se ajuste a la baja hasta adaptarse al *rating* otorgado¹⁰.

3.2 LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DURANTE EL ÚLTIMO CICLO ECONÓMICO

A lo largo del último ciclo económico, la actuación de las agencias de *rating* ha contribuido a la prociclicidad demostrada por el sector financiero. Se han manifestado todos los factores generadores de prociclicidad que se acaban de apuntar: la relajación en los análisis llevados a cabo por las agencias durante la fase de crecimiento, el retardo en el reconocimiento del cambio en la situación financiera y la modificación masiva de calificaciones al llegar la contracción económica. En el informe que la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos realizó sobre el papel de las agencias en el estallido de la crisis se recogen con mayor profundidad algunas de las situaciones que se plantean a continuación.

Durante la fase expansiva, los *ratings* emitidos por las agencias fueron gozando de mayor relevancia, pues ante la aparición de productos financieros cada vez más complejos los agentes en el mercado necesitaban de los *ratings* para disponer de una medición efectiva de los riesgos que emplear como guía. De hecho, la confianza en la calificación otorgada por las agencias de *rating* hizo que los productos estructurados alcanzasen un alto grado de expansión en la economía mundial, siendo adquiridos por todo tipo de agentes, a pesar de que la mayor parte de ellos no comprendía los riesgos que llevaban aparejados¹¹.

9. Como ejemplo, cabe citar la crisis asiática en 1997, en la que Löffler (2002) señala que las agencias de calificación se dedicaron a reaccionar a los hechos que acontecían, en lugar de ser un sistema de alarma anticipada para el mercado financiero. Otro ejemplo puede encontrarse en el caso de Enron, al que las agencias de *rating* mantuvieron con un *rating* en el tramo *investment* hasta pocos días antes de que impagase. 10. Este ajuste a las expectativas fue observado durante la crisis asiática por Ferri, Liu y Stiglitz (1999), quienes demostraron que, tras estallar la crisis, las agencias de *rating*, al no haber sido capaces de avisar con anticipación de su llegada, se volvieron excesivamente conservadoras y bajaron los *ratings* de los países afectados mucho más rápido de lo que el empeoramiento en sus fundamentales podía justificar. Esos *ratings* más bajos de lo correcto contribuyeron a agravar la crisis, ya que para esos países se redujo y encareció la oferta de capital internacional, de forma que, un año después de estallar la crisis, llegaron a converger los *ratings* que correspondían en función de los fundamentales del país y de los efectivamente asignados. 11. Si los *ratings* no hubiesen asegurado que este tipo de productos poseía una gran calidad crediticia, la titulización y las hipotecas *subprime* no podrían haberse desarrollado con la misma fuerza. La confianza en las agencias era tal, que muchos agentes continuaron comprando productos estructurados durante la primera mitad del año 2007, cuando estaba a punto de estallar la crisis.

Pero lo cierto es que estas agencias de *rating* también se estaban encontrando por primera vez con esos productos, y la valoración emitida sobre los mismos no era tan sólida como en el caso de los bonos, que llevaban décadas calificando. Ante las novedosas hipotecas de alto riesgo, no disponían de información sobre sus resultados anteriores, una deficiencia muy importante a la hora de evaluar su comportamiento en situaciones de tensión.

Al carecer de la capacidad de evaluar correctamente los riesgos asociados a esos productos, las agencias se dejaron arrastrar por el optimismo generalizado que reinaba en la economía durante esos años, de forma que más del 90 % de los préstamos de alto riesgo titulizados se convirtieron en valores con calificación AAA [véase Dodd y Mills (2008)].

A la falta de información para poder evaluar correctamente los nuevos derivados financieros se unió la creciente presión de la carga de trabajo sobre las agencias de *rating* a medida que el mercado de títulos de deuda complejos crecía exponencialmente. La situación llegó al punto de que las agencias se vieron desbordadas por el número de solicitudes, obligando a sus trabajadores a analizar rápidamente productos muy complejos y a tomar atajos, lo que hizo que se desviasen de sus modelos. En el informe de la SEC se recoge la existencia de importantes defectos en los *ratings* de títulos relacionados con las hipotecas *subprime*, e incluso se señala que las propias agencias de *rating* eran conscientes de ello. Este comportamiento de los analistas se vio reforzado al ser recompensados con *stock options* de la compañía, por lo que tenían incentivos para que esta consiguiese buenos resultados.

Este claro comportamiento procíclico en las valoraciones de las agencias durante la fase expansiva del ciclo contribuyó a que todos los agentes que hacían uso de esas calificaciones mostrasen también un comportamiento procíclico, relajando sus criterios de inversión.

Al llegar la contracción económica, los *ratings* de los productos estructurados, que las agencias habían calificado sin la suficiente rigurosidad y sin comprender plenamente los riesgos que entrañaban, demostraron no ser buenas predicciones del riesgo y experimentaron fuertes caídas. Esto afectó a la confianza de los inversores en la capacidad de las agencias de *rating* para evaluar instrumentos complejos, reduciendo su demanda. Además, la inestabilidad de los *ratings* de los productos estructurados puso en duda la estabilidad futura de los *ratings*, reforzando la caída de precios de los demás valores. La caída en los *ratings*, que había comenzado con las hipotecas *subprime*, se fue extendiendo a todo tipo de activos. El número de bajadas de *rating* en 2008 alcanzó su mayor nivel en seis años.

Esas bajadas de *rating* provocaron la caída de precios, el cierre de los mercados y grandes pérdidas¹². La incapacidad para titularizar activos como las hipotecas *subprime* supuso contradecir la idea de que los mercados de capitales siempre tendrían liquidez, e inició una reacción en cadena que dio lugar a una crisis de liquidez y de solvencia.

La caída de las calificaciones también provocó ventas forzadas, que provenían tanto de las aseguradoras y fondos de inversión, que vieron cómo muchos de sus activos dejaban de tener la calidad mínima que exigía la normativa para poder formar parte de esas carteras, como de numerosos vehículos de inversión, pues al desaparecer la confianza en los *ratings* dejaron de demandarse los títulos a corto plazo con los que se habían financiado, haciendo que un gran número de ellos entrase en crisis. Estas ventas forzadas, con las que muchos agentes trata-

12. Un claro ejemplo es el de la aseguradora AIG, una de las quiebras más importantes de la crisis actual, que se vio afectada por una oleada de caídas de *rating*, pues las agencias pasaron a calificar como bonos basura billones de dólares de títulos garantizados con hipotecas que había adquirido cuando recibían *ratings* máximos.

ron de vender activos de forma simultánea, presionaron aún más a la baja el precio de muchos activos y retroalimentaron nuevas caídas del *rating*.

Puede afirmarse, por lo tanto, que la crisis actual ha demostrado que las agencias de *rating* se ven afectadas por los ciclos económicos igual que el resto de los agentes, y que su comportamiento procíclico, relajando el proceso de calificación durante la fase expansiva y endureciéndolo en la contractiva, ha contribuido a reforzar la contracción económica.

3.3 LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DURANTE EL ÚLTIMO CICLO ECONÓMICO

Otros factores que contribuyeron a explicar el comportamiento procíclico de los *ratings* en los últimos años fueron los conflictos de interés, que se han manifestado en ambas fases del ciclo. Durante la fase expansiva contribuyeron a relajar la rigurosidad con que se emitían las calificaciones crediticias. La propia estructura de beneficios de las agencias de *rating* introdujo una serie de incentivos para que las calificaciones fuesen más elevadas, pues la relación entre emisores —que pagaban por las calificaciones— y las agencias parece haber contribuido a socavar la independencia de las calificaciones. Debe tenerse en cuenta que durante la fase de expansión económica solo aquellos tramos que iban a recibir una calificación máxima eran seleccionados por los emisores para que las agencias los calificasen y, por lo tanto, estas solo eran pagadas por esos tramos. Como las agencias sabían que los emisores acudían a ellas buscando únicamente calificaciones elevadas, no podían ofrecerles otra cosa, por el riesgo de quedarse sin clientes.

Por otro lado, el conflicto de interés se agravó porque las agencias no solo actuaban como emisoras de una calificación, sino que también ofrecían servicios de consultoría en relación con la estructuración de instrumentos financieros de los que debían emitir el *rating*¹³.

Estos conflictos de intereses quedaron patentes en el segmento de títulos estructurados, destacando especialmente el mercado de CDO (*collateralised debt obligations*) y CPDO (*constant proportion debt obligations*), donde las agencias que tenían una menor cuota de mercado decidieron relajar los requisitos para conceder calificaciones elevadas. Aquellas agencias que no calificaron este tipo de títulos señalaron que los *ratings* que se estaban otorgando no eran razonables¹⁴.

En el informe de la SEC se recoge que la repercusión de estos conflictos de interés durante la fase expansiva se debió a la existencia de importantes deficiencias, como el hecho de que en determinados casos la misma persona conseguía el negocio para la agencia de *rating*, negociaba las comisiones que se habían de cobrar y tomaba parte en el análisis de la calidad crediticia. También se ha observado un conflicto de interés en los analistas al poner de manifiesto preocupación o interés respecto a la cuota de mercado de la agencia, incluso cuando estaban planteando si realizar o no ciertos cambios en la metodología de cálculo del *rating*, así como indicios de que la metodología de los *ratings* pudo ser alterada para otorgar mayores calificaciones y así captar mayor cuota de mercado.

La llegada de la contracción económica puso de manifiesto los conflictos de interés que habían surgido durante la fase de expansión, y también hizo aparecer otros nuevos. En concre-

¹³. Kodres (2008) observó que los originadores de los instrumentos titulizados solicitaban la calificación para cada tramo de riesgo y, si el tamaño o las características del tramo no eran adecuados para conseguir la calificación que se buscaba, las agencias de *rating* recomendaban cambios, como reforzar las garantías, con los que se podía alcanzar esa calificación. ¹⁴. Tanto Fitch como DBRS (ninguno de los cuales había sido contratado para calificar una emisión de CPDO) emitieron estudios en abril de 2007 en los que aseguraban que esos activos no merecían la calificación de triple A [Financial Times (2008a)], pues su nota estaba ligeramente por encima del nivel especulativo.

to, se ha observado claramente que las agencias desean ofrecer al mercado una imagen de solidez en sus calificaciones, con el fin de ser mejor valoradas y así poder atraer a más clientes, por lo que, cuando la situación económica empeoró, trataron de evitar una depreciación demasiado rápida de las calificaciones que habían emitido.

Tratando de ralentizar la caída de las calificaciones, a comienzos de 2007 la agencia Moody's llegó a ocultar un error que había cometido en sus procesos de cálculo, que había provocado graves deficiencias en los *ratings* otorgados a determinados productos calificados el año anterior, a los que se había asignado un nivel demasiado elevado. Sin embargo, la agencia no hizo pública la existencia del error, sino que, con el fin de mantener ante el mercado la imagen de solidez de sus calificaciones, se introdujeron otros cambios en el modelo para que los nuevos productos siguiesen alcanzando la máxima calificación.

El periódico *Financial Times* reveló la existencia del error en mayo de 2008. Esto obligó a Moody's a admitir que la forma en que habían calificado cerca de 1.000 millones de dólares de títulos complejos en 2006 era errónea. Además, reconoció que miembros de un importante comité de *rating* se saltaron los códigos internos de conducta.

Este comportamiento muestra claramente la existencia de un conflicto de interés entre los inversores y las agencias de *rating*. Este incidente implica a todas las agencias, pues si en el caso de Moody's dichas calificaciones se debieron en un primer momento a un error informático, y posteriormente a una manipulación de los modelos, otras agencias presentaron calificaciones crediticias en niveles similares a los de Moody's, siendo la única explicación la presión competitiva: para poder competir en el mercado de productos estructurados, tuvieron que ofrecer calificaciones similares a las que estaba otorgando su competencia, pues si hubiesen otorgado calificaciones continuamente inferiores habrían perdido rápidamente cuota de mercado. Estos conflictos de interés generaron prociclicidad en el comportamiento de los *ratings* y agravaron la contracción económica.

4 Medidas para hacer frente a la problemática de la prociclicidad

Ante la constatación de que el comportamiento de los *ratings* emitidos por las agencias ha reforzado tanto el crecimiento descontrolado durante la fase expansiva como la contracción económica, surgen dos posibles vías de actuación: dejar por completo de emplearlos, o bien proponer diversas medidas para hacer frente a ese comportamiento perjudicial.

Sin embargo, la primera opción no es viable, pues debe tenerse en cuenta que para muchas entidades resultaría muy difícil operar sin hacer uso de los *ratings*. Además, autores como Turner (2009) han señalado que es previsible que otras medidas del riesgo sean incluso más procíclicas. Por lo tanto, los *ratings* deben mantenerse, pero deben buscarse alternativas que solventen las consecuencias negativas que su comportamiento acarrea. Para solventar estos problemas es preciso modificar la regulación o facilitar más información al mercado.

4.1 REGULACIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LAS AGENCIAS DE RATING

La primera alternativa consiste en someter a los mercados financieros a una regulación que revele el conocimiento imperfecto de aquellos que se dedican a emitir opiniones sobre la calidad de los activos financieros. En el caso de las agencias de *rating*, estas medidas deben afrontar el conflicto de interés en el que se ven envueltas, perseguir la separación de la negociación de las comisiones y del proceso de calificación, y la prohibición de ciertas prácticas en las agencias, incluyendo ofrecer servicios de consultoría a los emisores de los títulos que califican o calificar los títulos que ellas mismas hayan ayudado a diseñar.

También se ha propuesto cambiar el sistema por el que las agencias cobran por la emisión de sus calificaciones, para evitar que se pueda comprar el conseguir un determinado *rating*. Para ello, las agencias deberían cobrar una comisión por el trabajo que hagan, incluso si no son elegidas para calificar un paquete de títulos, o bien podría crearse un cuerpo independiente para pagar a las agencias empleando dinero de los emisores.

Al adoptar estas medidas, surgen dudas sobre el papel que deberían desempeñar los reguladores. Algunos autores, como Turner (2009), han defendido su intervención, pero esta acarrea algunos problemas, pues, al tener que hacer frente a nuevas formas de productos financieros estructurados y disponer de poco tiempo para analizarlos, los reguladores tendrían que confiar en los análisis de las agencias o bloquear todo tipo de innovación. Por ello, una regulación excesiva podría no ser capaz de prevenir que en el futuro se produzcan problemas similares a los actuales, al tiempo que supondría unos costes elevados.

Por estas razones, otros autores abogan por confiar en la capacidad de la industria para regularse y controlarse a sí misma, y consideran que la mejor solución es hacer pública la metodología de elaboración de los *ratings*, de forma que esta se someta a un mayor control, debate y comprensión por parte de sus usuarios.

Por otro lado, debe afrontarse la cuestión de cómo, dónde y por qué el sistema financiero hace uso de los *ratings*. Por esta razón, el Comité de Basilea y reguladores como la Reserva Federal de Nueva York o la SEC de Estados Unidos están tratando de reducir la dependencia, en muchas de sus normas, de los *ratings*.

4.2 INFORMACIÓN AL MERCADO

La segunda vía de actuación consiste en incrementar la cantidad de información que se pone a disposición tanto de las agencias, para que puedan ofrecer opiniones sólidas, como del mercado, para que pueda tomar decisiones de inversión prudentes.

Esta medida tiene gran importancia, porque en la crisis actual se han presentado situaciones que, si se hubiesen conocido por el mercado, no habrían sido aceptadas: si las agencias hubiesen estado obligadas a comunicar cómo sus calificaciones hubiesen cambiado 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.

Por ello, algunos autores han propuesto que, cuando una agencia de *rating* califique un activo, suministre al menos dos calificaciones y la metodología empleada para llegar hasta ellas: una, considerando que el comportamiento histórico se mantiene, y otra, asumiendo que se produce un empeoramiento de la situación económica. Las propias agencias de *rating*, conscientes de la necesidad de incrementar la cantidad de información que hacen pública, han anunciado la adopción de medidas en este sentido.

5 Conclusiones

El análisis de las matrices de transición de las calificaciones crediticias emitidas por las agencias de *rating* ha demostrado la existencia de un comportamiento procíclico, tanto si se analizan por separado las probabilidades de transición entre los diferentes niveles de *rating* como si se considera la probabilidad de cambio de *rating* en cada una de las fases del ciclo, con independencia de nivel de *rating* de partida. Además, se ha observado que los porcentajes de cambio de *rating* obtenidos con los ciclos económicos dan lugar a un comportamiento muy similar al que podría obtenerse con la agrupación de años más beneficiosa para la definición de comportamiento procíclico.

Esta fluctuación de los *ratings*, que contribuye a la formación de desequilibrios durante las fases expansivas y a agravar las consecuencias de las recesiones económicas, se ha puesto claramente de manifiesto en el último ciclo económico:

- Durante la expansión económica, las agencias de *rating* demostraron una clara relajación en la rigurosidad a la hora de emitir sus calificaciones. Una prueba evidente de ello fueron los elevados *ratings* otorgados a los productos estructurados.
- Cuando llegó la crisis económica, para no perjudicar a sus clientes ni a la imagen que la propia compañía de *rating* ofrecía al mercado, las agencias retrasaron el reconocimiento en sus calificaciones del incremento en los riesgos. Cuando la situación no tenía marcha atrás, se produjo una caída repentina y generalizada en los *ratings* de los productos estructurados, lo que generó importantes pérdidas a los tenedores de los títulos y redujo la confianza en el mercado, provocando una caída generalizada de todos los *ratings*.

Se han propuesto diferentes medidas para hacer frente a las tensiones procíclicas de las agencias de *rating*. Las modificaciones en la regulación deben conducir a un conjunto claro de normas de obligado cumplimiento que hagan frente a los conflictos de interés que resultan inherentes al modelo de negocio de las agencias de *rating*. Esas normas deben asegurar que se suministre al mercado una cantidad de información suficiente para poder llevar a cabo una evaluación adecuada de los riesgos y de la calidad de los *ratings* emitidos.

BIBLIOGRAFÍA

- ALTMAN, E., y D. L. KAO (1991). *Corporate Bond Rating Drift: An Examination of Credit Quality Rating Changes over Time*, The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts.
- (1992). «The Implications of Corporate Bond Ratings Drift», *Financial Analysts Journal*, n.º 64.
- AMATO, J. D., y C. H. FURFINE (2003). *Are credit ratings procyclical?*, BIS Working Papers n.º 129.
- BAKER, K., y S. MANSI (2002). «Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors», *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (9) & (10).
- BANGIA, A., F. DIEBOLD y T. SCHUERMAN (2000). *Ratings Migration and the Business Cycle, with Applications to Credit Portfolio Stress Testing*, Wharton Financial Institutions Center, Working Paper n.º 26.
- BÉRANGER, F., y J. TEÏLETCHÉ (2003). «Bâle II et la procyclicité», *Revue d'Économie Financière*, vol. 0, n.º 73, pp. 227-250.
- CARTY, L. (1997). *Moody's Rating Migration and Credit Quality Correlation, 1920-1996*, Moody's Investors Service.
- CARTY, L., y J. FONS (1993). *Measuring Changes in Credit Quality*, Moody's special report.
- CATARINEU-RABELL, E., P. JACKSON y D. TSOMOCOS (2002). «Procyclicality and the new Basel Accord – Banks' choice of loan rating system», *Economic Theory*, vol. 26, n.º 3, pp. 537-557.
- DODD, R., y P. MILLS (2008). *El flagelo de las hipotecas de alto riesgo*, Fondo Monetario Internacional - Finanzas y Desarrollo.
- ESTRELLA, A. (2000). *Credit ratings and complementary sources of credit quality information*, Basel Committee on Banking Supervision, Working Paper n.º 3.
- FERRI, G., L. G. LIU y J. E. STIGLITZ (1999). «The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian Crisis», *Economic notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, vol. 28, n.º 3.
- FINANCIAL TIMES (2008a). «CPDOs expose ratings flaw at Moody's», 20 de mayo.
- (2008b). «Moody's launches review in wake of errors», 21 de mayo.
- (2008c). «Reputations to restore», 21 de julio.
- (2008d). «Moody's to investigate staff over rating bug», 1 de julio.
- (2008e). «Moody's to check on accuracy», 2 de julio.
- (2008f). «When junk was gold», 17 de octubre.
- GORDY, M. B., y B. HOWELLS (2004). *Procyclicality in Basel II: Can we treat the disease without killing the patient?*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Working Paper.
- JAFRY, Y., y T. SCHUERMAN (2004). «Measurement, estimation and comparison of credit migration matrices», *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, n.º 11, noviembre.
- KODRES, L. (2008). *Una crisis de confianza*, Fondo Monetario Internacional - Finanzas y Desarrollo.
- LÖFFLER, G. (2002). *Avoiding the rating bounce: Why rating agencies are slow to react to new information*, Goethe University Frankfurt, Working Paper Series: Finance and Accounting, n.º 97.
- LOWE, P. (2002). *Credit risk measurement and procyclicality*, BIS Working Papers n.º 116.
- MOODY'S INVESTOR SERVICE (1999). «The Evolving Meaning of Moody's Bond Ratings».
- NICKELL, P., W. PERRAUDIN y S. VAROTTO (2000). «Stability of ratings transitions», *Journal of Banking and Finance*.

- NIETO, S. (2005). «The Macroeconomic Implications of the New Banking Capital Regulation in Emerging Markets: A Duopoly Model Adapted to Risk-Averse Banks», *Revista de Economía del Rosario*.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2008). «Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies».
- (2010). «Report of Investigation, release n.º 62802».
- STANDARD AND POOR'S (2002). «Factoring Cyclicity into Corporate Ratings», *2002 Corporate Rating Criteria*, McGraw-Hill, Nueva York, pp. 41-43.
- (2006-2009). «Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions».
- TURNER, A. (2009). «The Turner Review», FSA, marzo.
- ZICCHINO, L. (2005). *A model of bank capital, lending and the macroeconomy: Basel I versus Basel II*, Bank of England, Working Paper n.º 270.