

**COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN  
DE EMPRESAS**

**Trabajo Fin de GRADO**



**MÉTODOS DE VALORACIÓN  
DEL NIVEL CREDITICIO DE  
LOS PAÍSES**

Autora: Montero Hurtado, Patricia

Tutora: Bobillo Carballo, Elvira

Madrid, abril de 2019

# Índice

---

1.Introducción	- 2 -
2.Contexto y marco internacional	- 3 -
2.1 Globalización de los mercados financieros	- 3 -
2.2 Necesidad de información	- 4 -
3.Análisis del riesgo	- 5 -
3.1 ¿Qué es el riesgo?	- 5 -
3.2. Riesgo país	- 5 -
3.2.1 Enfoque macroeconómico del riesgo país	- 6 -
3.2.2 Enfoque microeconómico del riesgo país	- 7 -
4. ¿Cómo se mide el riesgo país?	- 8 -
4.1 Agencias de rating	- 8 -
4.1.1 Función de las agencias de rating	- 8 -
4.1.2 Estructura de la industria	- 11 -
4.1.3 Impacto de la crisis: pérdida reputacional	- 12 -
4.2 Modelo OCDE	- 14 -
4.2.1 ¿Qué es la OCDE?	- 14 -
4.2.2 Análisis de su modelo	- 14 -
4.3 CDS Soberanos	- 15 -
4.3.1¿Qué es un CDS?	- 15 -
4.3.2¿Cómo se negocian?	- 17 -
4.3.3 Críticas a los CDS	- 18 -
5.Análisis de la eficiencia del actual modelo de calificación	- 20 -
5.1 Comparativa entre las principales instituciones encargadas de medir el riesgo país.	- 20 -
5.2 Objetividad de las calificaciones	- 26 -
5.3 Posible mitigación de ineficiencias	- 30 -
6.Conclusiones	- 32 -
7.Bibliografía	- 34 -
8.Índice de gráficos	- 37 -
9. Índice de ilustraciones	- 38 -
10.Índice de tablas	- 39 -
11.Anexo	- 40 -
11.1 Anexo 1: Tabla resumen de calificaciones sobre los países emitidas por S&P, Moody's, Fitch, la OCDE y los precios de los CDS Soberanos.	- 40 -

## **1.Introducción**

Este trabajo de fin de grado tiene como objetivo analizar las instituciones encargadas de la valoración del nivel de riesgo crediticio de los países. Identificar si existen o no determinadas ineficiencias para posteriormente poder ofrecer soluciones o recomendaciones. Todo ello con el fin de conseguir un sistema de valoración justo, objetivo y eficiente.

En el siglo XXI, gracias a la apertura de los mercados financieros y al libre movimiento de capitales, las personas podemos comprarnos una casa, un coche o incluso irnos de vacaciones con dinero procedente desde la otra punta del mundo. Lo mismo ocurre con los países o las grandes empresas quienes financian sus proyectos a un determinado coste gracias a capitales internacionales. Del interés por el desarrollo económico mundial, las finanzas internacionales y la justicia y la igualdad de oportunidades para todos nace mi motivación para escribir este trabajo.

Para ello en el capítulo 2 del trabajo, se comenzará explicando el marco y el contexto en el que surgen estas instituciones. La liberalización de los mercados trajo consigo la globalización y con ello el movimiento de capitales entre la mayor parte de los países del mundo. Por ello, surge la necesidad a los inversores de tener acceso a determinada información sobre los riesgos existentes en los mercados. Para dar cobertura a esta necesidad nacieron departamentos e instituciones tanto públicas como privadas que satisfacen esta ausencia de información. Con el desarrollo de unos mercados de capitales cada vez más complejos e interrelacionados, se ha creado una industria que hoy en día mueve miles de millones de dólares, en la que han ido surgiendo alternativas para medir esos riesgos y en la que existen intereses comunes y en ocasiones contrapuestos que pueden llegar a desvirtuar la objetividad a la hora de ofrecer una opinión.

Tras la crisis financiera iniciada en el año 2008, quedó patente la ineficiencia de estos métodos en el sistema financiero y las graves repercusiones que tuvieron a nivel global. En consecuencia, en el capítulo 3 del trabajo se expondrá como ha aumentado desde la crisis la importancia de conocer realmente los riesgos existentes en la economía y se han planteado numerosas modificaciones en los sistemas de valoración. Aunque realmente ninguna de las ideas planteadas por las instituciones ha llegado a suponer un cambio significativo para la industria.

Para poder conocer realmente el grado de trascendencia de estas ineficiencias, así como sus causas, el trabajo de análisis del capítulo 4 se centrará en tres de los métodos más utilizados en la medición del riesgo país hoy en día:

- Las agencias de rating o agencias de calificación, centrándonos en las tres con mayor cuota de mercado a nivel mundial: Standard & Poor's (S&P), Moody's Investors Service (Moody's) y Fitch Ratings (Fitch).
- La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)
- El spread de los Credit Default Swaps (CDS) Soberanos a 5 años

Posteriormente, en el capítulo 5, tras conocer el funcionamiento y la estructura de las agencias de rating, la OCDE y los CDS se realiza una comparativa entre los tres actores que intervienen en el mercado con el objetivo de analizar las ventajas y desventajas de una organización frente a otra y concluir si la información que ofrecen a los mercados es realmente eficiente y objetiva.

Finalmente, en el sexto y último capítulo del trabajo se exponen unas conclusiones basadas en toda la información y los datos obtenidos a lo largo de todo el trabajo de investigación y recopilación bibliográfica, siempre con el objetivo, indicado al principio, de ofrecer soluciones o medidas que permitan dar la mejor información al mercado.

## **2.Contexto y marco internacional**

### **2.1 Globalización de los mercados financieros**

Desde finales de la Segunda Guerra Mundial la economía global comienza a experimentar un progresivo liberalismo que tiene como resultado una mayor integración de los mercados de bienes y servicios, pero también de los mercados financieros. Así, en la década de los 90 surge el término globalización, un nuevo fenómeno que se ha maximizado hasta nuestros días y que tiene como resultado “la integración de los diversos mercados financieros domésticos en un único mercado financiero internacional” (González & Mascareñas, 1999)

Entre las razones del porqué de esta globalización se encuentra, la desregularización financiera, que ha conseguido romper con las barreras existentes, permitiendo una mayor libertad de movimientos de capitales. Esto ha tenido como resultado, un desarrollo de los sistemas financieros que debido a los cambios producidos en la demanda han reaccionado

comercializando productos financieros más complejos, como los derivados de futuros o los contratos de opciones, construyendo cada día un sistema financiero más sofisticado.

Otra de las razones fundamentales de esta integración de los mercados ha sido y es el desarrollo tecnológico. En las últimas décadas los avances en innovación han sido brutales, permitiendo así una mejora en los tratamientos de los datos debido al desarrollo de softwares capaces de analizar y soportar esta información. Otro de los puntos clave son los avances en comunicación. En la era de la conectividad, los ordenadores, teléfonos, tabletas o cualquier otro dispositivo móvil permiten poner en contacto de forma inmediata a los diferentes intermediarios independientemente de su situación geográfica. Acortando los tiempos y ofreciendo así una mayor agilidad y una reducción de costes.

De manera que, este nuevo fenómeno mundial facilita “una asignación más eficiente de los recursos a nivel mundial, una mayor diversificación de riesgos y un estímulo al crecimiento de las economías de los mercados emergentes” (Mishkin, 2009) permitiendo al inversor acceder a un abanico de posibilidades mucho más amplio sin tener que limitarse a las fronteras de su país.

## **2.2 Necesidad de información**

De lo expuesto anteriormente surge a los inversores la necesidad de acceder a la información necesaria para conocer las oportunidades de inversión disponibles, así como los riesgos a los que se enfrentan, qué riesgos están dispuestos a asumir y las rentabilidades que ofrece el mercado. Debido a esta necesidad de información surgen diferentes entidades tanto públicas como privadas con el objetivo de emitir una opinión sobre la calidad crediticia de un Estado, empresa o incluso sobre determinados productos financieros. Entre estas entidades se encuentran las agencias de rating, compañías de seguros, numerosos departamentos de control y gestión de riesgos tanto de bancos como de empresas privadas, así como diversas organizaciones que publican estudios sobre ello, como es el caso de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico).

Esta opinión se basa principalmente en un análisis llevado a cabo por expertos, los cuales se basan en variables cuantitativas como el PIB del país, tasa de desempleo, tipo de interés, el tipo de cambio... así como en variables de carácter cualitativo y por lo tanto algo más subjetivas como la situación política, la trayectoria histórica o incluso la

posibilidad de que ocurran hechos muy improbables como una guerra o desastres naturales.

Cada una de las entidades que ofrecen esta información a los inversores basan su opinión en distintas variables que pueden considerarse personalmente más o menos acertadas, pero todas ellas comparten un objetivo común: asignar una valoración o rating según el riesgo asociado a ese país, empresa o producto.

### **3. Análisis del riesgo**

#### **3.1 ¿Qué es el riesgo?**

En el capítulo 2, tratábamos sobre la importancia del riesgo para el inversor, así como de su valoración por las diferentes entidades dedicadas a ello. Pero ¿qué es realmente el riesgo? ¿Qué tipos de riesgos existen?

Según la RAE riesgo es cualquier “contingencia o proximidad de un daño” (Real Academia Española, s.f.) pero dentro de esta definición podemos encontrar múltiples acepciones y tipos de riesgo que en ocasiones llegan a solaparse y a agruparse conformando un riesgo más complejo.

#### **3.2. Riesgo país**

Un caso de lo explicado en el párrafo anterior es el riesgo país. Definido “según la normativa española de entidades de crédito como: un concepto muy amplio, cuyo análisis requiere el estudio de aspectos económicos, financieros, políticos, históricos y sociológicos” (Iranzo, 2008) Es decir, el riesgo país es la probabilidad de default<sup>1</sup> asociada a un Estado y calculada entorno a variables macroeconómicas, a la situación política y social del país, así como a la probabilidad de que ocurren hechos puntuales que modifiquen drásticamente la situación actual. Teniendo la capacidad de servir a los inversores como indicador del riesgo, permitiéndoles analizar si ese país es o no un escenario óptimo para sus inversiones.

Pero ¿qué es realmente el riesgo país? ¿Cuáles son las variables que lo componen? Son numerosas las investigaciones realizadas al respecto y muchos los profesionales y estudiosos que han escrito sobre el tema, pero no existe hoy en día una opinión unánime

---

<sup>1</sup> Impago

sobre lo qué es el riesgo país. Tradicionalmente, podemos distinguir dos grandes vertientes, aquella con un enfoque de carácter más macroeconómico y otra vertiente de tintes microeconómicos.

### **3.2.1 Enfoque macroeconómico del riesgo país**

La definición de riesgo país desde un enfoque macroeconómico recoge un sentido más amplio del término, ya que engloba múltiples aspectos de carácter macroeconómico entre los que destacan el riesgo político y el riesgo económico-financiero.

El riesgo político hace referencia a la posibilidad de que se puedan producir impagos en las deudas contraídas con un determinado país debido a los cambios o decisiones tomadas por los gobiernos. Entre ellas se incluyen desde actividades de carácter más violento, como un golpe de estado, guerras civiles o incluso ataques terroristas, hasta otras más sutiles como cambios en la fiscalidad o en las instituciones. En comercio internacional las fuentes de riesgo político pueden clasificarse en cuatro grandes bloques (Bobbillo, 2013):

- I. Expropiación, confiscación o nacionalización
- II. Violencia política
- III. Inconvertibilidad y falta de transferencia
- IV. Incumplimiento del deudor público.

El riesgo político se asocia con la estabilidad política, es decir, con los cambios de regímenes políticos o de gobierno (Mascareñas, 2008) y las consecuencias derivadas de estos. Cuanto más fuertes y constituidas están las instituciones de un país, menor tenderá a ser su inestabilidad política en los cambios de gobiernos y más limitadas estarán las actuaciones de estos.

Por otro lado, el riesgo económico-financiero “hace referencia a la incertidumbre producida en el rendimiento de una inversión, debida a los cambios producidos en el sector o país en el que se opera, a la imposibilidad de devolución del capital por una de las partes y a la inestabilidad de los mercados financieros” (BBVA, 2015)

En esta definición se valoran aspectos como las características estructurales que posee cada país, la política comercial, la política monetaria, la posesión y explotación de los recursos naturales, así como las infraestructuras y la mayor o menor inversión en innovación que haga el país.

### 3.2.2 Enfoque microeconómico del riesgo país

El riesgo país en sentido estricto y desde un punto de vista de los interesados, está constituido por el conocido como riesgo soberano y por la probabilidad de impago de la deuda externa privada (siempre y cuando, el impago de este último se produzca por causas ajenas a la situación personal del deudor) que también forman parte del riesgo político macroeconómico explicado en el párrafo anterior.

Son muchos los economistas que prácticamente definen el riesgo país como un equivalente de riesgo soberano, esto explica lo referido anteriormente como “conceptos que llegan a solaparse”, pero la diferencia remarcada por otros tantos economistas y profesionales es que el riesgo soberano “surge cuando se opera directamente con el gobierno y las administraciones públicas de un determinado país. Es la posibilidad de que un estado repudie parcial o totalmente su deuda” (Tagle Díaz, et al., 2008)

Otro de los componentes del riesgo país como se explicaba anteriormente es la probabilidad de impago de la deuda externa privada (o deuda no soberana) que hace referencia principalmente al riesgo de transferencia. Este riesgo de transferencia surge cuando “el deudor o participado es una entidad privada, que no puede acceder a las divisas necesarias para realizar los pagos a los que está obligada” (Mascareñas, 2008) Esto puede producirse por dos circunstancias: la incapacidad de acceder a la compra de una determinada divisa, ya sea por su inexistencia en el país o por prohibición de las autoridades o bien una vez poseída la divisa se prohíba la transferencia de esta.

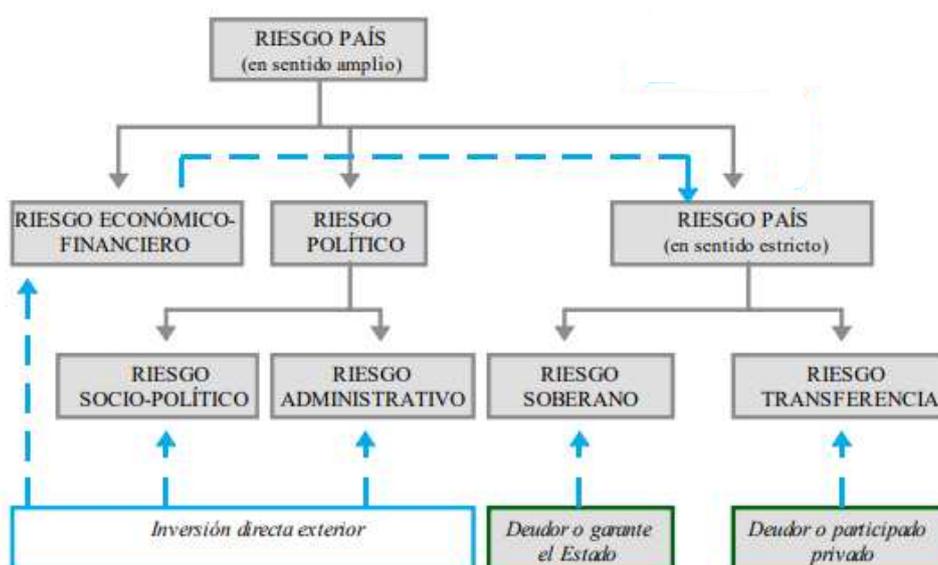


Ilustración 1: Esquema sobre los conceptos que constituyen el riesgo país.

Fuente: “El riesgo país: Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas”

## **4. ¿Cómo se mide el riesgo país?**

Actualmente existen numerosas instituciones tanto públicas como privadas que ofrecen al mercado información sobre el riesgo país. Esta información suele expresarse mediante la asignación de una puntuación determinada sobre una escala o mediante un diferencial o spread expresado en puntos básicos. La problemática surge cuando al no existir una clara definición de riesgo país en la que exista unanimidad entre todos los autores, la medición y cuantificación de este no sigue un patrón único ni homogéneo por todas las organizaciones dedicadas a ello.

Entre estas organizaciones dedicadas a ofrecer una opinión sobre el riesgo país destacan las agencias de rating y la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos). Pero en los últimos años también han ganado importancia los Credit Default Swap (CDS Soberanos) como indicadores del riesgo país. Todos ellos serán objeto del siguiente análisis.

### **4.1 Agencias de rating**

#### **4.1.1 Función de las agencias de rating**

Las agencias de calificación crediticia o rating son empresas privadas “cuya 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” (Deprés Polo, 2004) Es decir, estas organizaciones ofrecen una información a los inversores con el objetivo de crear un mercado más perfecto, ya que “revelan información privada al mercado y ayudan a los inversores a distinguir entre los emisores con un riesgo de crédito alto y los que tienen un riesgo de crédito bajo” (Losada López, 2009) brindando a los inversores la oportunidad de elegir el nivel de riesgo óptimo para sus carteras.

El origen de estas corporaciones se enmarca a principios del siglo XX, donde aparecen las primeras calificaciones sobre mercados y activos financieros, así como “en 1924 la introducción del sistema de calificación de AAA a D que se ha convertido en la base de las calificaciones en todo el sector.” (López, 2011) Estas agencias calificadoras surgen con el objetivo de cubrir una de las necesidades originadas por la globalización: la necesidad de información por parte de los inversores, tratada en el capítulo 2 del trabajo. Es por ello, que estas entidades adoptan un papel de mayor protagonismo en la década de

los 80 debido a la liberalización sufrida en los mercados financieros internacionales y a la mayor libertad de capitales.

La función principal de estas agencias hasta los años 70 y debido a su carácter de ánimo de lucro, al ser empresas de capital privado, era ofrecer a sus clientes las valoraciones y opiniones que les solicitaban y cobrarles por sus servicios un determinado precio. Con el paso del tiempo y el aumento de la demanda y también de la regulación, las agencias de calificación llegaron a la conclusión de que los beneficiados con sus ratings no eran los propios inversores sino los emisores, a quienes estas calificaciones les abrían acceso al mercado. “La expansión y complejidad de los mercados de valores unida a la creciente demanda de servicios estadísticos y analíticos condujo a la decisión ampliamente aceptada por el sector de cobrar a los emisores de títulos, honorarios por los servicios de calificación.” (López, 2011) Siendo así hasta nuestros días.

En cuanto a los métodos utilizados para establecer estas valoraciones existe una amplia variedad, ya que no existe un método único y estandarizado, sino que, según el producto a valorar, si se trata de una empresa o de un estado y según la agencia calificadora encargada del análisis, se basarán en unas variables u en otras, pudiendo por lo tanto obtener diferentes calificaciones para un mismo producto, empresa o país. Esto es así debido a que las empresas de calificación se basan en la idea de que sus servicios son simplemente una recomendación o una opinión y que, por lo tanto, puede diferir de las emitidas por sus competidores. Además, basándose en esto, establecen que no tienen ningún tipo de responsabilidad sobre el uso que los inversores hagan de estas, como recoge la agencia Standard & Poor's: “constituyen opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho ni recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisiones de inversión alguna.” (Standard&Poors, 2018)

Independientemente de lo anterior, estas instituciones utilizan principalmente dos metodologías distintas a la hora de ofrecer una opinión: el scoring, basado únicamente en variables cuantitativas y el rating, “que combina el análisis cuantitativo con el cualitativo, donde no solo se valora a través de sus datos históricos y actuales, sino que también se consideran sus previsiones y futuros proyectos en el corto, medio y en ocasiones largo plazo” (ISEFI, 2018)

Por otro lado, otra de las funciones de las agencias de rating, que ha ido adquiriendo más importancia en los últimos años con el avance de la regulación financiera, es la función

de certificación. Los ratings emitidos por estas calificadoras han llegado a tener tal poder que se ha convertido en puntos de restricción a la inversión en los mercados financieros internacionales, sobre todo para determinados inversores institucionales. Así si se establece que un fondo de pensiones, por su aversión al riesgo, está exclusivamente limitado a invertir en productos triple A, las agencias tendrán el “poder” de decidir que emisores tendrán mayor o menor acceso a determinada financiación, así como a su coste.

Por último, añadir que otra de las funciones llevadas a cabo por las agencias de calificación crediticia es la función de comparabilidad. Al ofrecer estos ratings basándose en una escala estandarizada, permite a los inversores “comparar el riesgo de diferentes inversiones a pesar de que vengan de emisores de distintos sectores, países, etc” (Losada López, 2009)

Investment Grade	MOODY'S	S&P	FitchRatings
Capacidad de pago extremadamente fuerte	Aaa	AAA	AAA
Capacidad de pago muy fuerte	Aa	AA	AA
Capacidad de pago fuerte	A	A	A
Capacidad adecuada, con riesgos en el medio y L/P	Baa	BBB	BBB
Speculative Grade	MOODY'S	S&P	FitchRatings
Capacidad moderada con riesgo a medio plazo	Ba	BB	BB
Capaz actualmente, con alto riesgo en el futuro	B	B	B
Baja calidad crediticia, claro riesgo de quiebra	Caa	CCC	CCC
Baja capacidad de repago, aunque con alguna posibilidad	Ca	CC	CC
Bajísima capacidad de repago, próximo a quiebra	C	C	C
Quiebra o suspensión de pagos (default)	D	D	D

Tabla 1: Clasificación de los ratings crediticios otorgados por las tres principales agencias.

Fuente: Credit Default Swaps y ratings: relación entre compañías representativas de la zona euro por Carlos García Solana a partir de los datos oficiales de Moody's, S&P, y Fitch

Además de estas escalas estandarizadas utilizadas por las tres agencias, ambas utilizan una simbología para indicar subcategorías dentro de una misma puntuación, siendo el signo positivo (+) y negativo (-) para S&P y Fitch y las minúsculas y los números 1, 2 y 3 para Moody's.

#### 4.1.2 Estructura de la industria

La industria de las agencias de calificación crediticia tiene determinadas características especiales. Se trata de un sector con altas barreras de acceso y con una estructura que no ha cambiado prácticamente en las últimas décadas. A pesar de que existan más de unas 70 empresas dedicadas a la valoración crediticia, “la estructura del sector se caracteriza por la existencia de tres grandes agencias dominantes que operan a nivel global, Standard & Poor’s (S&P), Moody’s Investors Service (Moody’s) y Fitch Ratings (Fitch), agencias que poseen en torno al 95% de cuota de mercado, emiten el 97% de las calificaciones y suman el 98% de los ingresos por calificaciones.” (Funcas: Fundación de Cajas de Ahorro, s.f.)

Por otro lado, existe prácticamente un duopolio entre S&P y Moody’s, “pues entre ambas acaparan un 77% de los ingresos que genera la industria. De las restantes agencias, solo Fitch tiene una presencia global, manteniendo una cuota del 15%” (Losada López, 2009) dejando, por lo tanto, una cuota de mercado prácticamente inexistente para las agencias de menor tamaño o que actúan solo a nivel nacional.

<b>Número de calificaciones crediticias divididas por categorías de rating</b>						
<b>Fuente: NRSRO Certificaciones anuales para el año 2011</b>						
<b>NRSRO</b>	<b>Instituciones financieras</b>	<b>Compañías de seguros</b>	<b>Compañías emisoras</b>	<b>Valores respaldados</b>	<b>Gobiernos</b>	<b>Ratings totales</b>
A.M. Best	N/R	4.826	1.910	56	N/R	<b>6.792</b>
DBRS	21.695	151	4.037	9.889	15.798	<b>51.570</b>
EJR	101	51	962	13	9	<b>1.136</b>
Fitch	54.586	4.010	14.427	58.315	217.198	<b>348.536</b>
JCR	163	27	478	N/R	54	<b>722</b>
KBRA	16.127	52	1.001	40	58	<b>17.278</b>
Moody’s	56.486	3.953	30.439	93.913	814.087	<b>998.878</b>
Morningstar	N/R	N/R	N/R	16.070	N/R	<b>16.070</b>
S&P	60.700	7.800	45.400	108.400	948.300	<b>1.170.600</b>
<b>TOTAL</b>	<b>209.858</b>	<b>20.870</b>	<b>98.654</b>	<b>286.696</b>	<b>1.995.504</b>	<b>2.611.582</b>
*N/R indica que la NRSRO no está registrada en esa categoría						

*Tabla 2: Número de ratings emitidos por sector y agencias en Estados Unidos.*

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos del Informe anual sobre calificadoras nacionales reconocidas.*

En parte esta estructura viene justificada debido a la importancia que la reputación y el prestigio tienen en esta industria. Al tratarse de un sector en el que cliente o usuario desconoce los métodos de valoración exactos en los que las agencias se han basado para

obtener esa calificación, así como en la creencia de que estas agencias tienen acceso a una determinada información confidencial, la reputación es la única vía con la que garantizar la calidad de ese producto. Para que sus ratings y valoraciones resulten creíbles y tengan un impacto consistente en el mercado, las agencias de calificación crediticia deben ser aceptadas por los agentes que actúan en el mismo, es decir, inversores y emisores.

Es por ello, que se trata de un mercado basado en la confianza y en las relaciones a largo plazo, de manera que una pérdida de reputación podría causar grandes daños a la industria.

Además, que la regulación financiera haya basado determinados parámetros en los ratings estandarizados de las tres grandes agencias de calificación, no solo hace que se asiente y aumente la confianza en estas tres grandes corporaciones, sino que también se incentive esta estructura oligopólica.

#### **4.1.3 Impacto de la crisis: pérdida reputacional**

La crisis que tuvo inicio en el año 2008 tuvo consecuencias para todo el sistema financiero mundial y las agencias de rating no fueron una excepción. Tras la caída de Lehman Brothers a causa de los impagos de las hipotecas subprime, se desencadenó ya no solo una crisis financiera de impacto mundial si no toda una polémica, que sigue hasta nuestros días, sobre la validez y consistencia de las agencias de calificación.

Hasta principios de siglo existía una confianza plena en estas agencias, su reputación era intachable hasta que en el año 2001 la duda se extiende sobre ellas tras el escándalo de Enron. Enron era una empresa americana del sector energético, que tras una mala gestión financiera y engaños en su contabilidad se vio obligada a presentar su concurso de acreedores “convirtiéndose en la mayor bancarrota de la historia. Un hito de la época, después superada por WorldCom, en 2003 y Lehman Brothers en 2008.” (La Vanguardia , 2016).

Tanto en el caso de Enron, como el más reciente y conocido, caso de Lehman Brothers han llevado a las agencias de calificación a una posición en la que inevitablemente los mercados cuestionan su conocimiento y eficacia, ya que en ambos casos “se mantuvo un buen rating a la institución financiera Lehman Brothers hasta el mismo día de su

estrepitosa bancarrota y sólo degradaron al gigante energético Enron unos días antes de su colapso.” (Márquez, 2011) Como puede observarse en la pantalla de Bloomberg de la tabla número 3.

Rating	Watch	Effective	
NR		07/19/2004	NR
D		12/03/2001	NR
CC	←	11/28/2001	NR
BBB-	→	11/09/2001	
BBB-	←	11/05/2001	
BBB-	←	10/30/2001	NR
BBB+		09/07/1995	
BBB		07/06/1995	
BBB+		12/12/1994	WR

Tabla 3: Rating de la energética Enron emitido en el 2001 por la agencia Fitch

Fuente: Métodos de valoración del riesgo por Daniel José María Caridad y López del Río

Por lo tanto, ¿son capaces las empresas de rating de valorar correctamente el riesgo inherente a las inversiones? ¿Desconocían realmente la situación de estas empresas? ¿Son totalmente independientes? O, por el contrario, ¿ceden ante determinadas presiones? Estas fueron algunas de las preguntas que se hicieron muchos de los agentes participantes en los mercados, que llegaron a plantearse en diferentes debates políticos y que ha puesto en duda la calidad y la confianza depositada en sus ratings.

Como respuesta a esto se dieron dos vertientes diferentes, pero con un punto de unión: la necesidad de revisar la regulación a la que estaban sometidas estas agencias. Por un lado, “Estados Unidos reformando el sistema NRSRO<sup>2</sup> vinculando la regulación y la supervisión también a la SEC y en el caso de Europa se optó por la autorregulación y se creó un sistema de reconocimiento parecido al NRSRO.” (Losada López, 2009)

Por otro lado, desde la propia Unión Europea se han propuesto soluciones como la creación de una agencia propia, exclusiva para Europa y formada por lo tanto por

<sup>2</sup> Nationally Recognized Statistical Rating Organization: conjunto de agencias de rating utilizadas para la regulación en Estados Unidos.

instituciones europeas, como el BCE, o incluso la formación de un organismo internacional con el objetivo de marcar ciertas pautas y evitar los conflictos de interés. Pero hoy en día el debate sigue abierto y son muchos los que dudan sobre la calidad y la imparcialidad de los ratings emitidos por estas agencias y su claro poder en el mercado.

## **4.2 Modelo OCDE**

### **4.2.1 ¿Qué es la OCDE?**

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) es un organismo de carácter público que agrupa 36 países miembros y como ellos mismos definen su “misión es promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo.” (OCDE, 2019)

Esta tiene su origen en 1961 y actualmente su sede está localizada en París, Francia. Su objetivo principal es la solución de diferentes problemas comunes a nivel mundial, tanto de carácter económico, social y medioambiental, así como la realización de diferentes análisis con el objetivo de ofrecer pronósticos o estándares internacionales. Todo ello basándose en los cinco valores con los que la OCDE se identifica: “objetividad, apertura, audacia, vanguardismo y ética.” (OCDE, 2019)

Dentro de su actividad, la OCDE desarrolla un papel como emisora de información muy importante para la medición y cuantificación del riesgo país. De manera periódica, la organización reúne a su equipo de profesionales especializados en esta materia, quienes otorgan una puntuación a casi todos los países del mundo en función del riesgo país de estos. Además, esta puntuación se revisa como mínimo una vez al año y siempre que se hayan producido hechos remarcables en alguno de los países de la lista. Los países son puntuados con una nota en una escala del 0 al 7. Otorgando menor puntuación a los países con menor riesgo y una mayor puntuación a los países que por sus características tengan mayor riesgo país. (Bobillo, 2013)

### **4.2.2 Análisis de su modelo**

El modelo utilizado por los expertos de la OCDE para establecer estas puntuaciones se desarrolla en el año 1997 como respuesta a la necesidad de los países participantes de conocer y “evaluar el riesgo crediticio del país y clasificar a los países en relación con su

acuerdo sobre las tarifas de primas mínimas para los créditos de exportación oficiales.” (OCDE, 2019) Se trata de un modelo de carácter econométrico, mayoritariamente cuantitativo, aunque con determinadas valoraciones cualitativas, en la que el riesgo país es definido como la suma del riesgo de transferencia y de convertibilidad, junto a la probabilidad de que ocurran hechos de carácter improbable (desastres naturales, guerras civiles, revueltas políticas...)

Este modelo es popularmente conocido como CRAM (Country Risk Assessment Model) y aunque está orientado “para obtener la clasificación de riesgo-país, basándose en esto, también sirve para determinar las primas mínimas del seguro de crédito a la exportación otorgado por las ECAs.<sup>3</sup>” (Iranzo, 2008) El CRAM para arrojar una puntuación se basa principalmente en tres variables de carácter cuantitativo: el historial de pagos de los países analizados, basándose en los datos provistos por las ECAs, la situación financiera y la situación económica. Una vez obtenida una puntuación provisional para cada uno de los países analizados, estas pasarán a ser evaluadas desde un punto de vista más cualitativo por los expertos de la OCDE, quienes, mediante consenso, acordarán el resultado definitivo. Una vez obtenida esa nota final se procede a su clasificación en la escala de riesgo repartida en los niveles del 0 al 7, como se explica en párrafos anteriores.

Por otro lado, añadir que aunque estos son los datos publicados sobre la medición del riesgo país utilizado por la OCDE, los detalles del modelo así como el posterior consenso llevado a cabo por los expertos es de carácter confidencial y que la OCDE declara en sus informes que “ni los Participantes del Acuerdo, ni la Secretaría de la OCDE, avalan ni alientan su uso para ningún otro propósito” (OCDE, 2019)

## **4.3 CDS Soberanos**

### **4.3.1 ¿Qué es un CDS?**

El CDS o Credit Default Swap, también conocido en español como permuta de cobertura por incumplimiento de crédito, es un instrumento financiero derivado creado con el objetivo de financiar la cobertura de riesgos y de facilitar la transferencia del riesgo de impago ya sea de una compañía como de un estado.

---

<sup>3</sup> “Export Credit Agency” o “Agencias de crédito a la exportación”

Ha ganado mucha relevancia en los últimos años como cuantificador del riesgo país y se basa principalmente en una relación bilateral entre “la parte compradora, quien, mediante el abono de una prima al vendedor, obtiene de este último el compromiso de abonar la diferencia entre el valor contractual del crédito o bono subyacente al que va referido el CDS y su valor de mercado, en el caso de que se produzca un evento de crédito.” (Arce, et al., 2010).

Esta prima se denomina spread y hace referencia a una serie de pagos realizados por el vendedor de manera periódica al comprador hasta el final del contrato, ya sea por vencimiento o por impago. Por la parte del comprador, a cambio de recibir este spread, se verá obligado a compensar al vendedor por una determinada cuantía en el caso de que se produzca la quiebra o cualquier evento que impida el pago. Así podría decirse que los CDS actúan como una especie de seguro en caso de default de la organización a la que se le ha concedido el crédito. De manera que, aunque el contrato se establezca bilateralmente entre la parte compradora y la parte vendedora, estableciendo estas las condiciones, existe una tercera parte de la que dependerá el desenlace del contrato. Esta tercera parte vinculante es la empresa o estado de referencia a la que se le ha concedido previamente “el activo crediticio subyacente susceptible de ser cubierto mediante un CDS, éste puede tratarse indistintamente de deuda pública o privada o, también, de un índice representativo de una cesta de créditos.” (Arce, et al., 2010)

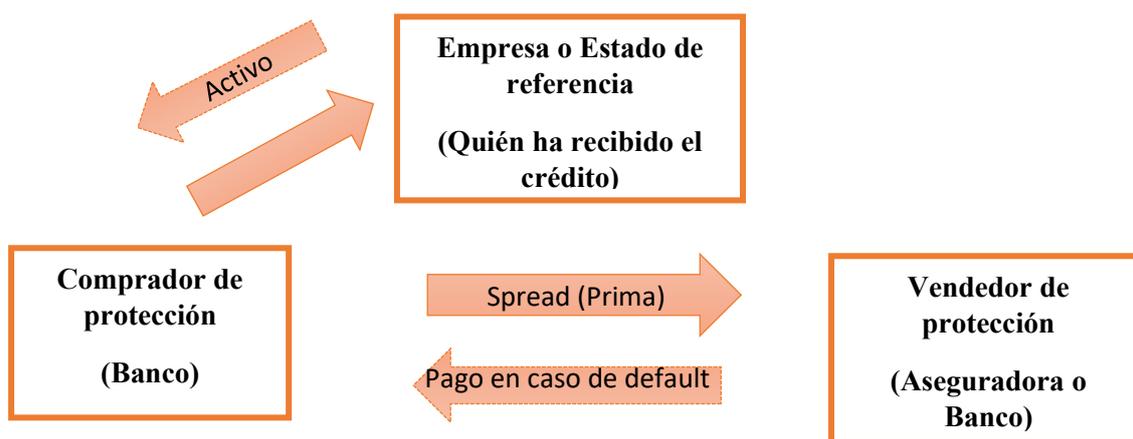


Ilustración 2: Partes intervinientes en un contrato de Credit Default Swap

Fuente: Elaboración propia

Si bien como hemos comentado anteriormente los CDS pueden tener como subyacentes activos crediticios de diferentes características. Podemos clasificarlos de esta manera:

*CDS multi-name*, los cuales tienen como subyacente múltiples referencias o los *CDS single-name*, los que al contrario que los *multi-name*, están ligados a un único índice. En otra clasificación podemos encontrar los CDS donde el activo de crédito subyacente es de carácter privado, CDS Corporativo, frente a los de carácter público que son los conocidos como CDS Soberanos y en los que se centrará este trabajo para su análisis posterior.

#### **4.3.2; ¿Cómo se negocian?**

Los CDS se negocian en mercados no regulados conocidos como OTC (Over-the-counter). Estos mercados OTC “son mercados extrabursátiles donde se negocian distintos instrumentos financieros (bonos, acciones, swaps, divisas...) directamente entre dos partes. Para ello se utilizan los contratos OTC, en los que las partes acuerdan la forma de liquidación de un instrumento.” (BBVA, 2015) Además, permite a las partes involucradas realizar una negociación bilateral y personalizada, ya que son ellos quienes establecen las condiciones sobre el spread (su cuantía y periodicidad), así como la duración del contrato y la cantidad de riesgo crediticio a transferir, ya que esta puede ser parcial o total y condicionada al tipo de evento de crédito que ocurra (según sea quiebra, impago, incumplimiento de obligaciones temporales...)

A diferencia de los mercados regulados, los mercados OTC no se rigen bajo la regulación de ningún organismo supervisor, por lo que sus riesgos son superior a los de los mercados más tradicionales, ya que “al riesgo de mercado hay que añadir el riesgo de contrapartida, que es mayor que el de los mercados regulados pues no existe una cámara de compensación” (BBVA, 2015). A pesar de existir esta mayor libertad, los mercados OTC no implican mercados absolutamente salvajes, ya que las organizaciones que participan en él están bajo una determinada regulación.

A la hora de negociar el precio de los CDS hay dos puntos decisivos: el spread y el evento de crédito.

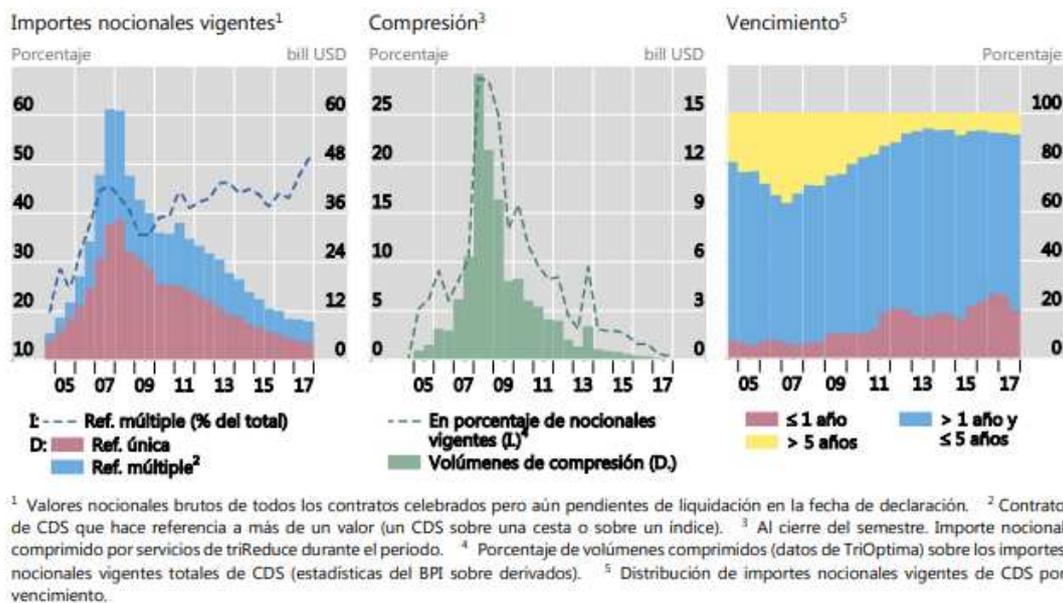
El spread o prima es el punto fundamental de los CDS ya que mide el riesgo crediticio del emisor de referencia y por lo tanto en “los CDS Soberanos el spread es el indicador del riesgo país emisor del bono. De manera que mientras mayor sea el spread del CDS, mayor la percepción de que el país emisor incumplirá sus condiciones y viceversa.” (Humala, s.f.) Tradicionalmente este spread es expresado en puntos básicos y calculado

en base a la probabilidad de default del emisor, teniendo en cuenta, además, el tipo de interés libre de riesgo existente en el mercado, el grado de endeudamiento, la volatilidad, así como “la influencia del rating de las empresas y países en el precio del CDS. Esta variable es significativa y tiene signo negativo, es decir, a medida que mejora el rating el precio del CDS se reduce, siendo más notoria la influencia en el caso de los países emergentes.” (Cossin & Hricko, 2001)

En cuanto al evento de crédito, tratado con anterioridad en párrafos superiores, hace referencia a un determinado hecho que tiene como consecuencia la activación del contrato de CDS. Es decir, que de una forma u otra se produzca el impago por parte de la entidad referenciada. Este impago puede producirse por diferentes motivos y en diferentes niveles. Entre los más frecuentes se encuentran: la quiebra del país, al declararse insolvente antes sus obligaciones, la suspensión de pagos de manera temporal, una quita parcial o incluso una renegociación de las condiciones de la deuda.

#### **4.3.3 Críticas a los CDS**

“Tras su nacimiento a principios de la década de 1990, el mercado de swaps de incumplimiento crediticio (CDS) registró un aumento paulatino de sus volúmenes, seguido de un crecimiento acelerado en el periodo previo a la Gran Crisis Financiera del 2007” (Aldasoro & Ehlers, 2018) A partir de aquí, fueron duramente criticados y señalados como parte culpable de la hecatombe financiera, de manera que el volumen de negociación comenzó a descender considerablemente hasta nuestros días.



*Ilustración 3: Evolución de los volúmenes de CDS negociados antes y después de la crisis.*

*Fuente: "El mercado de swaps de incumplimiento crediticio: cuántos cambios en tan solo un decenio de Bank for International Settlements"*

Las críticas fueron tales que algunos de los actuales y más importantes inversores como Warren Buffett (2008), han señalado que los mercados de CDS son "armas de destrucción masiva para el sector financiero." Estas palabras vienen fundamentadas en la idea de que estos mercados son mercados complejos y que muchos de los inversores no comprenden el funcionamiento de estos, así, también establece que "esto es una amenaza para la economía que tiene el poder de endeudar a todo el sistema financiero en su conjunto y magnificar los efectos de una crisis." (Lapetra, 2008) Si bien esto puede parecer una exageración, la verdad es que los mercados no regulados, así como los derivados negociados en ellos, son un elemento de fragilidad para la economía, si no se hace una buena praxis de ellos.

Esta fragilidad se puso de manifiesto en el año 2007-2008 cuando la aseguradora americana AIG compró de manera desproporcionada una gran cantidad de CDS referenciados a productos de mala calidad y con gran probabilidad de default, como fueron las hipotecas subprime. Con el impago de los créditos hipotecarios, se produjo un efecto contagio por toda la economía, desencadenando la quiebra de diferentes compañías financieras como fue la propia aseguradora AIG.

Como respuesta a lo planteado anteriormente, en los últimos años se está produciendo una leve regulación hacia estos mercados para evitar especulaciones como las anteriores.

Así “en septiembre de 2010 la Comisión Europea publicó su propuesta final de regulación de los mercados de CDS donde se proponía la reducción del riesgo de contraparte y el incremento de la transparencia.” (Arce, et al., 2010) También, en líneas generales se incluyen cláusulas sobre la creación de un comité de riesgos formados por expertos, determinada experiencia de los directivos, así como requisitos mínimos de capital. Todas ellas orientadas a la minimización de riesgos.

## **5. Análisis de la eficiencia del actual modelo de calificación**

Tras exponer los métodos más utilizados para la valoración del nivel crediticio de los países hemos observado que existen múltiples metodologías empleadas y que cada una de las instituciones encargadas de esto se basan en diversas variables de carácter macroeconómico, financiero, político-social e incluso histórico para determinar su valoración. Así, como la diversidad de escalas para expresar esta valoración. Tras este análisis, quedan latentes determinadas ineficiencias, al igual que críticas a las diferentes instituciones dedicadas a esto. La mayoría de estas críticas surgen en épocas de crisis económicas, cuando existe una mayor tensión e inestabilidad financiera. Es por ello que, se plantea la idea de si realmente estas instituciones son capaces de prever con sus modelos econométricos el riesgo económico de los países, si realmente lo hacen de manera objetiva o por el contrario están condicionadas por factores externos.

Para ello, realizaremos una comparación entre las opiniones emitidas sobre los países por las tres agencias de calificación con mayor repercusión a nivel mundial: Standard & Poor's, Moody's y Fitch, la OCDE, y el precio de los CDS Soberanos a 5 años, con el objetivo de ver si existen variaciones significativas entre ellas y poder analizar el motivo de esto.

### **5.1 Comparativa entre las principales instituciones encargadas de medir el riesgo país.**

Para poder realizar un análisis comparativo entre las principales instituciones que emiten opiniones sobre el riesgo país, se ha creado una tabla a través de las calificaciones otorgadas por las tres agencias de rating con mayor volumen de calificaciones en el

mercado, la última valoración de la OCDE y del spread de los CDS a 5 años, con el objetivo de establecer una equivalencia entre sus escalas de puntuación estandarizadas.

Los datos utilizados para el análisis, en el caso de S&P, Fitch y Moody's han sido extraídos de los informes oficiales colgados en sus webs. La muestra en este caso consta de 145 países, aunque las tres agencias no emiten opiniones sobre los 145. Para la OCDE, los datos han sido extraídos del informe anual que cuelgan en su web publicado a fecha 4 de febrero de 2019 con una muestra total de 94 países. Por último, los datos sobre los CDS Soberanos a 5 años han sido extraídos de Bloomberg el 22 de marzo de 2019 con un muestreo total de 79 países. La muestra obtenida abarca tanto países desarrollados como países emergentes, siendo un total de 41 desarrollados y 104 emergentes, basándose esta clasificación en los estándares establecidos por la OCDE.

		Moody's	S&P	Fitch	OCDE	Spread CDS a 5 años
Desarrollados	41	39	41	40	4	36
Emergentes	104	73	81	84	91	44
Total	145	112	122	124	95	80
		Moody's	S&P	Fitch	OCDE	Spread CDS a 5 años
	Desarrollados	95%	100%	98%	10%	88%
	Emergentes	70%	78%	81%	88%	42%

*Tabla 4: Número de países desarrollados y emergentes valorados por las tres agencias de rating, la OCDE y los CDS Soberanos a 5 años.*

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos oficiales de S&P, Moody's, Fitch, la OCDE y los CDS a 5 años obtenido de Bloomberg.*

Debido a la extensión de la tabla resulta imposible adjuntar la totalidad de los datos utilizados, para ello se puede consultar el Anexo 1 donde se observa como las agencias S&P y Fitch comparten el mismo sistema de valoración, otorgando AAA a las categorías superiores y DDD a las que presentan peores condiciones, utilizando “el signo positivo (+) y negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las principales categorías de calificación.” (Standard&Poors, 2018) Por el contrario, Moody's utiliza su propia escala equivalente, que va desde Aaa hasta la C, utilizando las minúsculas y los números (1, 2 y 3). En cuanto a la OCDE, utiliza una escala del 0 al 7 otorgando 7 a aquellos países con un mayor riesgo mientras que el spread de los CDS a 5 años, medido en puntos básicos, varía desde los 11-13 puntos para los países con menor riesgo y se dispara hasta más de 8000 puntos para aquellos que presentan mayores riesgos.

Primero nos basaremos en crear una equivalencia entre las escalas utilizadas por las agencias de rating y la escala de la OCDE. Tras realizar este análisis nos encontramos con la problemática de que la OCDE no califica a los países que forman parte de la organización, entre los que se encuentran los países con mayores ingresos, ni a aquellos países de pequeño tamaño que por lo general no tienen créditos para financiar su comercio internacional, dejando, por lo tanto, una gran cantidad de países sin calificar. Esto dificulta la comparación con las agencias de rating, cuyo foco de valoración principal son aquellos países con mayores ingresos y que por lo tanto generan mayor volumen de comercio exterior. Siendo este uno de los principales problemas de la valoración del riesgo país de la OCDE.

A pesar de esto, si tomamos como referencia que los países de altos ingresos no calificados por la OCDE están la mayoría de ellos valorados con los mejores ratings de las agencias, podríamos enmarcarlos en la escala de la OCDE en una puntuación entre 1 y 2. Pudiendo establecer así una correlación a gran escala entre las puntuaciones de las agencias de rating y las puntuaciones de la OCDE.

Calidad	Moody's	S&P	Fitch	OCDE
Principal	Aaa	AAA	AAA	1
Alto grado	Aa1	AA+	AA+	2
	Aa2	AA	AA	2
	Aa3	AA-	AA-	2
Grado medio superior	A1	A+	A+	2
	A2	A	A	3
	A3	A-	A-	3
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+	3
	Baa2	BBB	BBB	4
	Baa3	BBB-	BBB-	4
Grado de no inversión especulativo	Ba1	BB+	BB+	4
	Ba2	BB	BB	5
	Ba3	BB-	BB-	5
Altamente especulativa	B1	B+	B+	5
	B2	B	B	6
	B3	B-	B-	6
Riesgo sustancial	Caa1	CCC+	CCC+	7
	Caa2	CCC	CCC	7
	Caa3	CCC-	CCC-	7
Extremadamente especulativa	Ca	CC	CC	7
			C	7
A falta de pocas perspectivas de recuperación		SD	RD	7
Impago	C	D	D	7
			DD	7
			DDD	7
Sin clasificar	WR	NR		7

Tabla 5: Tabla comparativa entre las escalas utilizadas por las agencias de rating y la OCDE.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos oficiales de S&P, Moody's, Fitch y la OCDE.

Como resultado de esta comparación podemos obtener dos conclusiones, una desde un punto de vista más general y otro más específico.

En un análisis desde un punto de vista general, observamos como tanto las agencias de rating como la OCDE ponen el aprobado en el mismo nivel de su escala. El nivel de aprobado coincide con una triple B para las agencias de calificación, justo un nivel por encima del llamado grado especulativo de inversión (High Yield) o bono basura. Para la OCDE este aprobado corresponde con una puntuación de entre un 3 y un 4 coincidiendo con la mitad de su escala sobre 7. Esta semejanza entre las entidades permite al inversor y a todos los participantes de los mercados establecer comparaciones entre las diferentes opiniones emitidas.

Por el contrario, una de las grandes diferencias entre ambos sistemas de valoración es que las agencias de rating tienen un rango de valoración mucho más amplio, lo que ofrece al inversor una información más precisa sobre el riesgo país de ese estado frente a la OCDE. Además, esta diferencia se hace más patente tanto para aquellos países con muy buena calificación crediticia tanto como para aquellos países con peores calificaciones. En el caso de los mejor valorados se ven beneficiados por la OCDE, ya que prácticamente la mayoría de ellos ni si quiera están valorados ya que se les considera países con altos ingresos y por lo tanto se les otorga el calificativo de “estables”, mientras que los peor valorados se ven perjudicados debido a que todos ellos son prácticamente incluidos en el mismo grupo, sin ningún tipo de matiz.

Por otro lado, si realizamos un análisis más detallado vemos como las calificaciones entre las tres agencias de rating en la mayoría de las ocasiones no coinciden entre ellas, lo que plantea la duda sobre la plena objetividad de su metodología. A pesar de esto, no existe un gran diferencial entre estas calificaciones debido a que el sistema de valoración de las agencias de rating tiene un alto nivel de granularidad, es decir, permite establecer múltiples valoraciones cercanas entre ellas (AAA, AA+, AA) pero que supone para muchos países mayores costes de acceso a la financiación.

En la segunda parte del análisis, se ha realizado una tabla comparativa basándonos en la anterior<sup>4</sup>, en la que se ha añadido los datos del spread de los CDS a 5 años. Todo ello con

---

<sup>4</sup> Tabla 5: Tabla comparativa entre las escalas utilizadas por las agencias de rating y la OCDE.

el mismo objetivo que en la de las agencias de rating y la OCDE: establecer una equivalencia entre las diferentes escalas de valoraciones.

Calidad	Moody's	S&P	Fitch	OCDE	Spread CDS a 5 años
Principal	Aaa	AAA	AAA	1	0-35
Alto grado	Aa1	AA+	AA+	2	
	Aa2	AA	AA	2	
	Aa3	AA-	AA-	2	36-65
Grado medio superior	A1	A+	A+	2	
	A2	A	A	3	
	A3	A-	A-	3	66-120
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+	3	
	Baa2	BBB	BBB	4	
	Baa3	BBB-	BBB-	4	121-200
Grado de no inversión	Ba1	BB+	BB+	4	
especulativo	Ba2	BB	BB	5	
	Ba3	BB-	BB-	5	201-400
Altamente especulativa	B1	B+	B+	5	
	B2	B	B	6	
	B3	B-	B-	6	> 400
Riesgo sustancial	Caa1	CCC+	CCC+	7	
	Caa2	CCC	CCC	7	
	Caa3	CCC-	CCC-	7	
Extremadamente especulativa	Ca	CC	CC	7	
			C	7	
A falta de pocas		SD	RD	7	
perspectivas de recuperación				7	
Impago	C	D	D	7	
			DD	7	
			DDD	7	
Sin clasificar	WR	NR		7	

*Tabla 6: Tabla comparativa entre las escalas utilizadas por las agencias de rating, la OCDE y el Spread de los CDS a 5 años.*

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos oficiales de S&P, Moody's, Fitch, la OCDE y los precios de los CDS de todos los países obtenido de Bloomberg.*

Para poder establecer esta equivalencia en el caso de los CDS resulta bastante más complejo, ya que el rango utilizado es de mayor tamaño y presenta mucha más volatilidad, esto es debido a que los CDS son negociados en mercados no regulados, de manera que son los compradores y vendedores quienes establecen según sus criterios el precio de estos. Además, este precio absorbe de forma prácticamente instantánea toda la información y los acontecimientos que se producen en el mercado, de esta manera tiene una mayor capacidad de adaptación a las variaciones del riesgo país que las que puede tener la OCDE y las agencias de rating, quienes para poder hacer una modificación en sus valoraciones necesitan movilizar su gigantesca estructura, lo que supone costes, pero

sobre todo tiempo. Por otro lado, “el excesivo valor asignado a los acontecimientos a corto plazo puede provocar alteraciones significativas del nivel de las primas, que no reflejan el riesgo real del país. Esta evolución contrasta con la estabilidad de las clasificaciones de riesgo país de la OCDE, que por lo general sólo varían en respuesta a factores más perdurables en el medio y largo plazo.” (Iranzo, 2008)

Además, en contraposición con las escalas de calificación utilizadas por las agencias de rating y la OCDE, en las que sus variables son letras o números a los que los inversores pueden otorgarles un valor subjetivo, el spread de los CDS es un precio negociado, dinámico, cuantificable y que no da lugar a la interpretación, es decir su valoración es completamente objetiva. Además, al no existir una escala estandarizada para la valoración de los CDS permite al inversor hacer una comparación mucho más precisa.

A pesar de, como se explica anteriormente, la valoración de los CDS sea objetiva para el inversor, no implica que los criterios utilizados por parte de los dos intervinientes implicados en la fijación del precio sean absolutamente objetivos.

Como conclusión a esta comparativa observamos como tanto las agencias de calificación, así como la OCDE establecen unas escalas estandarizadas en la que existen ciertas semejanzas entre ellas. Un ejemplo de esto es que ambas coinciden en sus niveles de aprobado para muchos países y otorgan unas calificaciones muy semejantes, mientras que el spread de los CDS a 5 años sigue una medición completamente distinta ofreciendo una gama de grises mayor a las de las agencias y mucho mayor que la de la OCDE.

De esta forma podemos establecer que la ventaja de las agencias de rating frente a la OCDE es que presenta mayor precisión en su escala de valoración, así como una mayor cantidad de países valorados ofreciendo al inversor más información. Por el contrario, la OCDE hace una valoración más sencilla y fácil de comprender para esos inversores que buscan practicidad y no tienen grandes conocimientos. Comparando ambas instituciones con los CDS, estos cuentan con la ventaja de que se adaptan de forma mucho más ágil a los hechos que se producen en el mercado y dan una información más actualizada al inversor, esto a su vez puede ser una desventaja para ciertos inversores si lo que buscan es estabilidad en las calificaciones. En este caso deberán optar por las calificaciones de las agencias de rating o por las valoraciones de la OCDE.

## **5.2 Objetividad de las calificaciones**

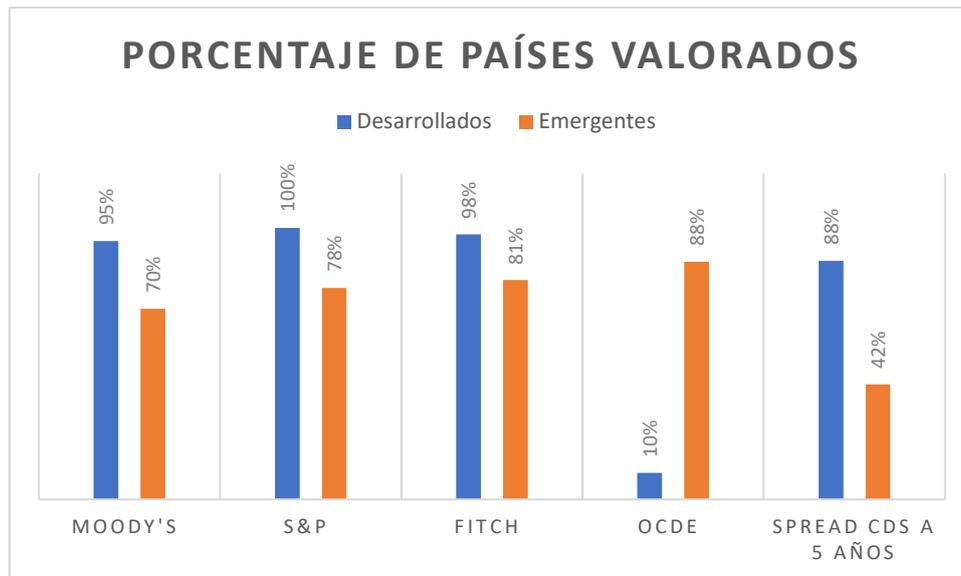
Muchas han sido las críticas a los métodos de valoración del riesgo, sobre todo desde la pasada crisis económica del 2008. Para poder conocer si estas críticas están realmente fundamentadas y clarificar si existen ineficiencias en estas entidades, procederemos a analizarlas.

Una de las entidades más criticadas y señaladas durante este periodo fueron las agencias de rating, cuya reputación fue cuestionada y culpadas de agravar la crisis económica al no pronosticar de forma adecuada la calidad crediticia de muchas de las empresas, países o incluso de determinados productos financieros fallidos. Al analizar la estructura de la industria y las características de esta, se plantea la cuestión de: ¿no fueron realmente capaces las agencias de prever esta situación o directamente no quisieron?

Resulta difícil considerar que estos tres grandes gigantes de la industria con acceso a una gran cantidad de información privilegiada en los mercados, grandes herramientas y profesionales enormemente cualificados no fueran capaces de anticipar la llegada de la crisis financiera tan devastadora para el sistema económico mundial.

Uno de los puntos críticos y que plantea la duda sobre su objetividad es que los agentes valorados por estas agencias ya sean países, empresas o productos son al mismo tiempo sus clientes. Es decir, si un país quiere ser valorado por una calificadora este deberá abonar unos honorarios a la misma. Lo que da lugar a que pueda existir un conflicto de intereses por parte de las agencias a la hora de ofrecer buenos ratings a sus mejores clientes.

Derivado de esta situación, puede ocurrir que los mejores clientes serán aquellos que más cantidad de dinero estén dispuestos a pagar y estos serán, por lo tanto, los países más desarrollados y con mayores ingresos económicos. Creándose así una desigualdad en el acceso a la financiación entre los países desarrollados y los países en vías de desarrollo.



*Gráfico 1: Porcentaje de países desarrollados y emergentes valorados por las agencias de rating, la OCDE y aquellos que tienen CDS*

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos oficiales de S&P, Moody's, Fitch, la OCDE y los precios de los CDS de todos los países obtenido de Bloomberg.*

Por otro lado, la propia estructura oligopolista de la industria favorece la creación de grandes barreras de entrada al sector, así como una falta de competitividad entre ellas. Esta ausencia de competitividad perjudica a los clientes al no tener ningún poder de negociación frente a estas agencias, y a los propios inversores debido a que la función de comparabilidad está muy limitada. Además, esto se ve incentivado por los propios reguladores quienes han basado su legislación en base a los ratings emitidos por las tres principales agencias, ya no solo reforzando su poder como árbitros de la economía si no también otorgando una validez absoluta a sus opiniones. Si a esto le sumamos la opacidad existente alrededor de sus modelos econométricos, la falta de información sobre los métodos de valoración y la ausencia de responsabilidad en la que se escudan las agencias, se crea el clima ideal para la existencia de conflictos de interés y la desaparición de la objetividad en sus opiniones.

Si bien es verdad como afirman miembros del CFA Institute, “la ausencia de antecedentes al respecto impide comprobarlo, pero lo que no se puede negar es el hecho de que las agencias de calificación han actuado más bien de manera reactiva ante cambios en la economía, y no tanto proactiva, lo que devalúa su actividad predictiva.” (M. Horan & Caballero-Díaz, 2012)

Debido a esta situación los inversores han visto la necesidad de buscar nuevas fuentes de información, ganando cada vez más importancia las valoraciones emitidas por la OCDE y la información recogida en los precios de los Credit Default Swaps.

Entre las ventajas de la OCDE destaca su propiedad pública, ya que es un organismo de cooperación internacional y que por lo tanto no presenta un ánimo de lucro como sí lo hacen las agencias de rating. A pesar de esto, las valoraciones emitidas por la OCDE no están exentas de conflictos de intereses ya que no todos los países son miembros de esta organización, pudiendo realizar valoraciones más negativas a los países no pertenecientes para beneficiar sus propios intereses y canalizar la financiación hacia sus países. Además, como se observa en la tabla superior, la OCDE no califica a los países con altos ingresos, que a su vez son la mayoría países miembros. Si bien una ventaja de esto es que evita que se realice una sobrevaloración de determinados países, por otro lado, deja de ofrecer al inversor una gran cantidad de información. De esta manera, si un inversor está dudando sobre si realizar su inversión en países de la zona euro o en Estados Unidos la clasificación riesgo país de la OCDE no le será de ayuda.

Además, el modelo CRAM utilizado por la OCDE no solo realiza una valoración objetiva si no que los especialistas que participan de esto se reúnen para acordar determinados matices y ofrecer una puntuación unánime pero previamente deliberada, lo que tinte la valoración de una clara subjetividad. A esto se le suma que estas valoraciones son confidenciales y por lo tanto no están publicadas, lo que impide al inversor conocer las variables utilizadas para emitir esta información.

Por otro lado, la valoración obtenida del riesgo país a partir de los CDS tampoco ha quedado libre de crítica, al igual que a las agencias de rating, se ha acusado a los mercados de productos derivados, entre los que se encuentran los CDS, de introducir demasiados riesgos en la economía y de infundir inestabilidad. Esta crítica viene basada en que parte de la crisis financiera del 2008 fue causada por una mala gestión de determinados productos derivados, pero a favor de los CDS en su caso no fue así. El uso de estos se hizo por parte del mercado de una manera más responsable, sin tener efectos devastadores para sus inversores ni para la economía. De esta manera, hoy en día el uso de los CDS como indicadores de riesgo país ha ganado más importancia, ya que se negocian en un mercado libre, sin apenas regulación donde son los inversores quienes negocian el precio defendiendo sus propios intereses. Esto le otorga al spread de los CDS determinada credibilidad, a pesar de esto presentan una desventaja, ya que se trata de valores muy

volátiles que no confieren estabilidad al inversor al no reflejar el verdadero riesgo del país en el corto plazo.

Por otro lado, podemos establecer la hipótesis de la existencia de una influencia de los ratings emitidos por las calificadoras sobre los precios de los CDS. Al igual que cualquier inversor, las partes que negocian el precio de los CDS tienen acceso a dicha información, la cual podrían utilizar en su negociación. A pesar de esto, los CDS recogen de forma mucho más ágil los eventos que ocurren en los mercados, por ello, aunque en un principio los negociadores pudieran basarse en los ratings, estos eventos tienen un mayor peso en la volatilidad del precio. Un ejemplo de ello es el caso de Italia, donde las calificadoras le otorgan una triple B, aprobado, y el precio de su CDS se encuentra entorno a los 197 puntos básicos, muy por encima de la cantidad esperada para ese nivel según nuestra tabla comparativa, que coincidiría con los precios de niveles de hasta BB-. Esto se debe a la inestabilidad política y económica que está sufriendo Italia desde los últimos meses y a las que el mercado ha reaccionado subiendo las primas.

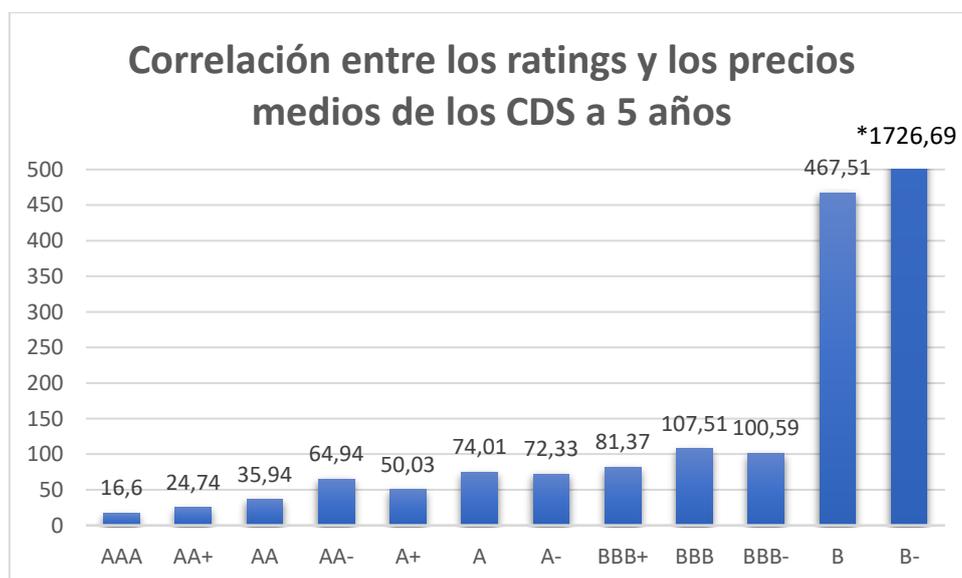


Gráfico 2: Correlación entre los ratings otorgados por S&P y los precios medios de los CDS Soberanos a 5 años.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos oficiales de S&P y el precio de los CDS a 5 años obtenido de Bloomberg.

\*B-: desdibujado por el alto spread de Venezuela respecto al resto de los países B-

Como conclusión al análisis sobre la objetividad de los métodos de valoración, podemos establecer que ninguno de los tres métodos comparados son totalmente objetivos. Si bien es verdad, las agencias de rating por su poder y estructura presentan una imagen más adulterada que en muchas ocasiones coincide con la realidad, mientras que, por el contrario, los CDS parecen presentar la metodología más pura al negociarse en mercados puramente capitalistas.

En consecuencia, ninguno de los métodos son perfectos e incluso en muchas ocasiones ofrecen información de diferente índole al mercado, por ello, una comparación entre las opiniones de todas las metodologías puede ofrecer al inversor una visión bastante completa y crítica de los riesgos y las expectativas de mercado existentes.

### **5.3 Posible mitigación de ineficiencias**

Como consecuencia al análisis realizado observamos que los actuales métodos de valoración del nivel crediticio de los países presentan ciertas ineficiencias. Esto iría en contra del inversor y de la principal premisa con la que se idearon estas metodologías: proveer la información necesaria a los inversores sobre los riesgos existentes en los mercados globalizados.

Pero ¿qué medidas se deberían tomar para recuperar la esencia de esta industria? Se plantea la idea de llevar a cabo un aumento de la regulación, sobre todo de las principales proveedoras de esta información: las agencias de rating. En un mundo donde los mercados están cada vez más globalizados, la regulación no debería realizarse en el ámbito nacional si no internacional, de esta forma existiría un control uniforme para todos los países. Además, esta regulación debería basarse en los tres pilares más débiles que se han detectado tras el análisis: el aumento de la transparencia en las metodologías y variables utilizadas, mayor responsabilidad sobre las opiniones emitidas y un mayor control sobre los conflictos de interés que pudieran surgir en la actividad. Entre estos destaca, la forma en la que las agencias de rating reciben sus principales ingresos. Este foco de conflicto podría resolverse, no siendo los inversores quienes pagaran por esta información, ya que sería un sistema arcaico y que cortaría el acceso a la información a determinados inversores, si no existiendo procedimientos de control de conflictos de intereses e incluso imponiendo sanciones en el caso de que los reguladores detecten y demuestren estos conflictos.

Por otro lado, otro punto a solucionar sería la ausencia de competitividad en la industria de los ratings. Como se ha comentado anteriormente, a pesar de que la OCDE y los CDS hayan ganado importancia desde la pasada crisis como proveedores de información del riesgo país, no han conseguido ejercer como grandes competidores de las agencias de ratings, debido al escaso tamaño respecto a estas. Aumentar la competencia es un punto importante ya que crearía incentivos a las agencias para mejorar e innovar en sus metodologías, dejando de lado la subjetividad de los analistas para centrarse en datos y predicciones fundamentadas. Además, un aumento de la competencia obligaría a las agencias a ajustar sus altos precios y a luchar por proteger su reputación. Una forma de aumentar esta competencia sería liberalizando la industria y permitiendo que otras agencias (aunque fueran de menor tamaño) entraran al sector. Un ejemplo de esto es la agencia canadiense DBRS quien está creciendo en el mercado y recientemente ha abierto sede en Madrid.

En parte, algunos de los motivos, por los que la OCDE y los CDS no han conseguido ser competidores directos de las agencias calificadoras viene dado debido a la función tan limitada que tiene la OCDE y a su pequeño volumen de valoraciones. En el caso de los CDS se trata de un mercado con bastante potencial pero actualmente existe cierta desconfianza sobre él, ya no solo debido a su volatilidad e inestabilidad, si no también por su ausencia de regulación y complejidad.

De esta forma se propone la creación de una organización internacional sin ánimo de lucro y financiada por todos los países del mundo que quieran tener una valoración sobre su nivel de riesgo país, cuyo único objetivo sea preservar la objetividad y la igualdad de oportunidades para todos los países. Para que esta tenga validez en los mercados, debe ser reconocida y valorada por los reguladores quienes a su vez participaran de esta organización, estableciendo la transparencia, la honestidad y la imparcialidad como valores. Todo ello con el objetivo planteado inicialmente: ofrecer a los inversores una buena información que les permita decidir sobre el nivel de riesgo que desean para sus inversiones.

## **6.Conclusiones**

Como resultado del análisis realizado a lo largo del trabajo se establece como principal conclusión la existencia, dentro del mundo de las calificaciones del riesgo país, de una ineficiencia fundamental que marca el ritmo de la industria.

Esta gran ineficiencia es la clara supremacía de las tres agencias de ratings como proveedoras de información del riesgo país, que surge como resultado de la compleja evolución y desarrollo de los mercados. Debido a las características de su industria, configurada entorno a las altas barreras de entrada y a la importancia de la reputación y el prestigio, las agencias de rating han sido capaces de aglutinar un gran poder entorno a ellas, apoyado incluso por las propias instituciones supervisoras quienes utilizan sus ratings como base de la regulación. Esta situación ha sido el caldo de cultivo idóneo para que las agencias de calificación creen un oligopolio prácticamente perfecto que para nada beneficia a los inversores, ni al mercado.

La segunda conclusión obtenida hace referencia a estos, los inversores, quienes, en la mayoría de las ocasiones, debido a la cantidad de publicaciones realizadas sobre esto y al debate político existente en los últimos años, son conocedores de las ineficiencias existentes en la industria, pero incapaces de renegar de ellas debido a la ausencia en la actualidad de una alternativa mejor a esta, pero sobre todo por el alto poder y el impacto que los ratings de estas agencias tienen en la economía. Ya que en muchas ocasiones los ratings no son el resultado de una situación, sino que son el desencadenante para que se produzca dicha situación.

Como respuesta a esto, la tercera conclusión se basa en la idea que tanto la OCDE y los CDS surgen como métodos de medición del nivel de riesgo país alternativos a las agencias de ratings, pero estos hoy en día no son percibidos por el mercado como auténticos competidores debido a que carecen de reputación y de poder frente a las agencias. Además, la OCDE ofrece una información insuficiente al valorar solo el 10% de los países desarrollados frente al 100% de países desarrollados valorados por la agencia Standard&Poor's, tomando una posición muy debilitada frente a estas. Por ello, se propone la idea de un aumento de la competitividad por parte de la OCDE, ya no solo incrementando el número de países a valorar si no innovando en su metodología y ofreciéndose al mercado como proveedores de una información de calidad, objetiva,

fiable y respaldada por una organización de cooperación internacional alternativa a las agencias.

En el caso de los CDS Soberanos, presentan la principal desventaja de ser un indicador del riesgo país con gran volatilidad, lo que disminuye su ventaja competitiva para aquellos inversores que buscan una calificación estable en el medio y largo plazo. Por ello se plantea la reflexión de que este indicador presenta un gran potencial para aquellos inversores que plantean su inversión en un horizonte temporal corto y que buscan la rentabilidad en esto. Pero realmente no ofrecen los mismos servicios que las agencias de rating o la OCDE por lo que no representa un competidor real, si no una alternativa a la inamovilidad de estas instituciones en el corto plazo.

Por último, concluir que a día de hoy ni las agencias de rating, ni la OCDE ni el spread de los CDS Soberanos a 5 años poseen metodologías absolutamente objetivas, ni ofrecen una información claramente eficiente al inversor. También debemos ser conscientes de la realidad y entender que nadie posee una máquina del tiempo para conocer lo que pasará en el futuro por lo que es razonable que las metodologías empleadas tengan ciertas limitaciones, pero lo que debemos intentar conseguir es minimizar esos márgenes de errores.

Lo que no nos plantea duda es que los mercados seguirán evolucionando, volviéndose cada vez más complejos para adaptarse a las necesidades financieras de todos los participantes, por ello será cada vez más importante una gestión y control del riesgo más adecuada donde será muy probable que nazcan alternativas de la medición del riesgo país que aún desconocemos.

## 7. Bibliografía

U.S. Securities and Exchange Commission, 2012. *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. [En línea]

Available at: <https://www.sec.gov/files/nrsroannrep1212.pdf>

Aldasoro, I. & Ehlers, T., 2018. *El mercado de swaps de incumplimiento crediticio: cuántos cambios en tan solo un decenio*. [En línea]

Available at: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1806b\\_es.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1806b_es.pdf)

Arce, O., Pueyo González, J. & Lucio, S., 2010. *El mercado de credit default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias*. [En línea].

BBVA, 2015. [En línea]

Available at: <https://www.bbva.com/es/finanzas-para-todos-el-riesgo-financiero-y-sus-tipos/>

BBVA, 2015. *Qué son los mercados Over The Counter (OTC)*. [En línea]

Available at: <https://www.bbva.com/es/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc/>

Bobillo, E., 2013. *Riesgos en Comercio Exterior*, s.l.: s.n.

Boston, C., 2018. *How a Twist on Credit Derivatives Warps the Market: QuickTake*. [En línea]

Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-05/how-a-twist-on-credit-derivatives-warps-the-market-quicktake>

Cossin, D. & Hricko, T., 2001. *Exploring for the Determinants of Credit Risk in Credit Default Swap Transaction Data*. [En línea]

Available at:

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=0710261180680090100191251180930810070340250210110430390680740700030980660421230550201111080430250010240001260090290070620190431010280781110840940801030740650770540340210991140180650160010671210060950280670790750>

Deprés Polo, M., 2004. *El comportamiento de los rating crediticios a lo largo del ciclo*. [En línea]

Available at:

<https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/11/ref2004.pdf>

Fitch Ratings, 2019. *Fitch Ratings*. [En línea]

Available at: <https://www.fitchratings.com/site/home>

Funcas: Fundación de Cajas de Ahorro, s.f. *Sociedades de rating: relaciones y riesgos entre inversores y emisores*. [En línea]

Available at: <https://www.funcas.es/prensa/NotasPrensa.aspx?file=31>

García, S. & Otero, J. V., 2000. *Especificación y estimación de un modelo de riesgo país*. [En línea]

Available at: <https://www.uam.es/otroscentros/klein/docior/garcia.pdf>

González, S. & Mascareñas, J., 1999. *La globalización de los mercados financieros*. [En línea]

Available at: <http://gacetafinanciera.com/TEORIARIESGO/GLOFIN.pdf>

- Hau, H., Langfield, S. & Marques-Ibañez, D., 2012. *Bank ratings: What determines their quality?*. [En línea]  
Available at: <https://ep00.epimg.net/descargables/2012/10/19/1f95e439d3368ee08ed6c2a3b410fbd2.pdf>
- Humala, A., s.f. *Swaps de incumplimiento de crédito*. [En línea]  
Available at: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/Moneda-147/Moneda-147-03.pdf>
- Iranzo, S., 2008. *Introducción al riesgo-país*. [En línea]  
Available at: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/Documentos/Ocasionales/08/Fic/do0802.pdf>
- ISEFI, 2018. *Instituto Superior de Empresas y Finanzas*. [En línea]  
Available at: <https://isefi.es/agencias-calificacion-credicia/>
- Krugman, P., 2010. *El País*. [En línea]  
Available at: [https://elpais.com/diario/2010/05/02/negocio/1272806071\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2010/05/02/negocio/1272806071_850215.html)  
[Último acceso: 2019].
- La Vanguardia , 2016. *Enron: el mayor escándalo financiero de la historia, tan grande como olvidado*. [En línea]  
Available at: <https://www.lavanguardia.com/economia/20161202/412319658496/enron-quebra-escandalo.html>
- Lapetra, R., 2008. *El confidencial*. [En línea]  
Available at: [https://www.elconfidencial.com/mercados/finanzas-personales/2008-05-22/warren-buffett-en-madrid-los-derivados-son-armas-de-destruccion-masiva-para-el-sistema-financiero\\_826458/](https://www.elconfidencial.com/mercados/finanzas-personales/2008-05-22/warren-buffett-en-madrid-los-derivados-son-armas-de-destruccion-masiva-para-el-sistema-financiero_826458/)  
[Último acceso: 2019].
- López, C., 2011. *Historia de las agencias de calificación*. [En línea]  
Available at: <https://www.euribor.com.es/2011/07/14/historia-de-las-agencias-de-calificacion/#>
- Losada López, R., 2009. *Agencias de rating: hacía una nueva regulación*. [En línea]  
Available at: [http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/monografias/mon2009\\_34.pdf](http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/monografias/mon2009_34.pdf)
- M. Horan, S. & Caballero-Díaz, A., 2012. *¿Son eficientes las agencias de rating?*. [En línea]  
Available at: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2012/06/27/economia/1340909746\\_850215.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2012/06/27/economia/1340909746_850215.html)
- Márquez, W., 2011. *Calificando a las calificadoras de riesgo*. [En línea]  
Available at: [https://www.bbc.com/mundo/noticias/2011/08/110810\\_eeu\\_standard\\_poors\\_poder\\_prestigio\\_wbm](https://www.bbc.com/mundo/noticias/2011/08/110810_eeu_standard_poors_poder_prestigio_wbm)
- Mascareñas, J., 2008. *El riesgo país*. [En línea]  
Available at: <https://webs.ucm.es/info/jmas/mon/24.pdf>

Mishkin, F. S., 2009. *Globalization and financial development*. [En línea]

Available at:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304387807000983?via%3Dihub#!>

Moody's, s.f. *Moody's*. [En línea]

Available at: <https://www.moody's.com/>

OCDE, 2019. *Country Risk Classifications of the Participants to the Arrangement on Officially Supported Export Credits*. [En línea]

Available at: <http://www.oecd.org/trade/xcred/cre-crc-current-english.pdf>

Real Academia Española, s.f. *RAE*. [En línea]

Available at: <https://dle.rae.es/?id=WT8tAMl>

Standard&Poors, 2018. *Definiciones de Calificaciones de S&P Global Ratings*. [En línea]

Available at:

[https://www.standardandpoors.com/es\\_LA/delegate/getPDF;jsessionid=50E9C6302A01C94FE0A5B1DBB4F146F5?articleId=2148473&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION](https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF;jsessionid=50E9C6302A01C94FE0A5B1DBB4F146F5?articleId=2148473&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION)

Tagle Díaz, S., Gallego Checa, A. & Pallicera Sala, N., 2008. *Riesgo país en mercados emergentes*. [En línea]

Available at:

[https://www.bsm.upf.edu/documents/mmf/07\\_01\\_riesgo\\_pais\\_en\\_mercados\\_emergentes.pdf](https://www.bsm.upf.edu/documents/mmf/07_01_riesgo_pais_en_mercados_emergentes.pdf)

## **8. Índice de gráficos**

Gráfico 1: Porcentaje de países desarrollados y emergentes valorados por las agencias de rating, la OCDE y aquellos que tienen CDS ..... - 27 -

Gráfico 2: Correlación entre los ratings otorgados por S&P y los precios medios de los CDS Soberanos a 5 años..... - 29 -

## 9. Índice de ilustraciones

Ilustración 1: Esquema sobre los conceptos que constituyen el riesgo país.....- 7 -

Ilustración 2: Partes intervinientes en un contrato de Credit Default Swap.....- 16 -

Ilustración 3: Evolución de los volúmenes de CDS negociados antes y después de la crisis.  
.....- 19 -

## 10. Índice de tablas

Tabla 1: Clasificación de los ratings crediticios otorgados por las tres principales agencias. .....	- 10 -
Tabla 2: Número de ratings emitidos por sector y agencias en Estados Unidos. ....	- 11 -
Tabla 3: Rating de la energética Enron emitido en el 2001 por la agencia Fitch .....	- 13 -
Tabla 4: Número de países desarrollados y emergentes valorados por las tres agencias de rating, la OCDE y los CDS Soberanos a 5 años. ....	- 21 -
Tabla 5: Tabla comparativa entre las escalas utilizadas por las agencias de rating y la OCDE. ....	- 22 -
Tabla 6: Tabla comparativa entre las escalas utilizadas por las agencias de rating, la OCDE y el Spread de los CDS a 5 años. ....	- 24 -

## 11.Anexo

### 11.1 Anexo 1: Tabla resumen de calificaciones sobre los países emitidas por S&P, Moody's, Fitch, la OCDE y los precios de los CDS Soberanos.

País	Clasificación				Spread CDS a 5 años
	Moody's	S&P	Fitch	OCDE	
España [+]	Baa1	A-	A-	NA	62,3
Alemania [+]	Aaa	AAA	AAA	NA	13,31
Reino Unido [+]	Aa2	AA	AA	NA	34,95
Francia [+]	Aa2	AA	AA	NA	29,97
Italia [+]	Baa3	BBB	BBB	NA	197,84
Portugal [+]	Baa3	BBB-	BBB	NA	73,08
Estados Unidos [+]	Aaa	AA+	AAA	NA	24,79
Japón [+]	A1	A+	A	NA	24,69
China [+]	A1	A+	A+	2	54,63
Andorra [+]		BBB	BBB+	NA	
Emiratos Árabes Unidos [+]	Aa2	AA	AA	2	
Albania [+]	B1	B+		5	
Armenia [+]	B1		B+	6	
Angola [+]	B3	B-	B	6	420,19
Argentina [+]	B2	B	B	6	745,19
Austria [+]	Aa1	AA+	AA+	NA	13,56
Australia [+]	Aaa	AAA	AAA	NA	17,43
Azerbaiyán [+]	Ba2	BB+	BB+	5	
Bosnia y Herzegovina [+]	B3	B		7	
Barbados [+]	Caa3	SD		NA	
Bangladés [+]	Ba3	BB-	BB-	5	
Bélgica [+]	Aa3	AA	AA-	NA	27,02
Burkina Faso [+]		B		7	
Bulgaria [+]	Baa2	BBB-	BBB	3	84,77
Baréin [+]	B2	B+	BB-	5	250,6
Benín [+]		NR	B	6	
Bolivia [+]	Ba3	BB-	BB-	5	
Brasil [+]	Ba2	BB-	BB-	5	165,77
Bahamas [+]	Baa3	BB+		3	
Botsuana [+]	A2	A-		2	
Bielorrusia [+]	B3	B	B		
Belice [+]	B3	B-		NA	
Canadá [+]	Aaa	AAA	AAA	NA	35,57
República Democrática del Congo [+]		CCC+		7	
República del Congo [+]		B-	CC	7	
Suiza [+]	Aaa	AAA	AAA	NA	11,22

Costa de Marfil [+]			B+		
Chile [+]	A1	A+	A	NA	48,6
Camerún [+]		B	B	6	508,58
Colombia [+]	Baa2	BBB-	BBB	4	113,53
Costa Rica [+]	B1	B+	B+	3	413,99
Cuba [+]	Caa2			7	
Cabo Verde [+]		B	B	6	
Chipre [+]	Ba2	BBB-	BBB-	NA	117,19
República Checa [+]	A1	AA-	AA-	NA	48,48
Dinamarca [+]	Aaa	AAA	AAA	NA	13,18
República Dominicana [+]	Ba3	BB-	BB-	4	
Ecuador [+]	B3	B-	B-	6	
Estonia [+]	A1	AA-	AA-	NA	64,57
Egipto [+]	B3	B	B	5	338,8
Etiopía [+]			B	7	
Finlandia [+]	Aa1	AA+	AA+	NA	15,44
Fiyi [+]	Ba3	B+		5	
Gabón [+]		NR	B	6	
Granada [+]		NR		NA	
Georgia [+]	Ba2	BB-	BB-	6	
Ghana [+]		B	B	6	
Gambia [+]			CCC	7	
Grecia [+]	B1	B+	BB-	NA	372,33
Guatemala [+]	Ba1	BB-	BB	4	158,07
Hong Kong [+]	Aa2	AA+	AA+	2	45,15
Honduras [+]	B1	BB-		5	
Croacia [+]	Ba2	BB+	BB+	4	103,68
Hungría [+]	Baa3	BBB	BBB-	NA	91,2
Indonesia [+]	Baa2	BBB-	BBB	3	92,12
Irlanda [+]	A2	A+	A+	NA	39,55
Israel [+]	A1	AA-	A+	NA	71,44
India [+]	Baa2	BBB-	BBB-	3	88,79
Irak [+]			B-	7	410,33
Irán [+]			B+	6	
Islandia [+]	A3	A	A	NA	84,06
Jamaica [+]	B3	B	B+	6	
Jordania [+]	B1	B+		5	
Kenia [+]		B+	B+	6	407,51
Camboya [+]	B2	B		6	
Corea del Sur [+]	Aa2	AA	AA-	NA	30,89
Kuwait [+]	Aa2	AA	AA	2	71,56
Kazajistán [+]	Baa3	BBB-	BBB	5	81,47
Líbano [+]	Caa1	B-	B-	7	806,4
Liechtenstein [+]		AAA		NA	
Sri Lanka [+]	B2	B	B	6	

Lesoto [+]			B+	6	
Lituania [+]	A3	A	A-	NA	68,97
Luxemburgo [+]	Aaa	AAA	AAA	NA	
Letonia [+]	A3	A	A-	NA	69,29
Libia [+]			B	7	
Marruecos [+]	Ba1	BBB-	BBB-	3	111,39
Moldavia [+]	B3		B-	7	
Montenegro [+]	B1	B+		7	
República de Macedonia [+]		BB-	BB	5	
Malí [+]			B-	7	
Mongolia [+]	B3	B	B	6	
Malta [+]	A3	A-	A+	NA	
Mauricio [+]	Baa1			3	
Maldivas [+]			B+	6	
Malawi [+]			B-	7	
México [+]	A3	BBB+	BBB+	3	128,49
Malasia [+]	A3	A-	A-	2	69,26
Mozambique [+]	Caa3	SD	RD	7	
Namibia [+]	Ba1		BB+	4	
Nigeria [+]		B	B+	6	367,11
Nicaragua [+]	B2		B-	7	
Holanda [+]	Aaa	AAA	AAA	NA	15
Noruega [+]	Aaa	AAA	AAA	NA	13,55
Nueva Zelanda [+]	Aaa	AA	AA	NA	21,27
Omán [+]	Ba1	BB	BB+	4	341,85
Panamá [+]	Baa1	BBB	BBB	3	71,07
Perú [+]	A3	BBB+	BBB+	3	69,92
Papúa Nueva Guinea [+]	B2	B	B+	6	
Filipinas [+]	Baa2	BBB	BBB	3	61,78
Pakistán [+]	B3	B-	B-	7	449,93
Polonia [+]	A2	A-	A-	NA	72,2
Paraguay [+]	Ba1	BB	BB+	5	
Catar [+]	Aa3	AA-	AA-		74,08
Rumanía [+]	Baa3	BBB-	BBB-	3	108,24
Serbia [+]		BB	BB	5	114,37
Rusia [+]	Baa3	BBB-	BBB-	4	134,91
Ruanda [+]		B	B+	6	377,39
Arabia Saudita [+]	A1	A-	A+	2	85,56
Seychelles [+]			BB-	NA	
Suecia [+]	Aaa	AAA	AAA	NA	13,59
Singapur [+]	Aaa	AAA	AAA	0	
Eslovenia [+]	Baa1	A+	A-	NA	85,49
Eslovaquia [+]	A2	A+	A+	NA	47,25
San Marino [+]			BBB-	NA	
Senegal [+]	Ba3	B+		5	303,49

Surinam [+]	B2	B	B-	6	
El Salvador [+]	B3	B-	B-	5	355,25
Tailandia [+]	Baa1	BBB+	BBB+	3	45,7
Turkmenistán [+]			CCC-	6	
Túnez [+]	B2	NR	B+	5	436,45
Turquía [+]	Ba3	B+	BB	5	353,93
Trinidad y Tobago [+]	Ba1	BBB+		3	
Taiwan [+]	Aa3	AA-	AA-		
Ucrania [+]	Caa1	B-	B-	7	668,66
Uganda [+]		B	B+	6	
Uruguay [+]	Baa2	BBB	BBB-	3	115,66
Uzbekistán [+]			BB-	5	
San Vicente y las Granadinas [+]	B3				
Venezuela [+]	C	B-	RD	7	7659,7
Vietnam [+]			BB	5	133,59
Sudáfrica [+]	Baa3	BB	BB+	4	194,28
Zambia [+]		B-	B-	6	
<b>TOTAL=145</b>	<b>112</b>	<b>122</b>	<b>124</b>	<b>95</b>	<b>80</b>
Desarrollados= 41 Subdesarrollados=104					

Nº Países	Rating	Media de spread
8	AAA	16,6
4	AA+	24,74
6	AA	35,94
4	AA-	64,94
6	A+	50,03
3	A	74,01
4	A-	72,33
3	BBB+	81,37
5	BBB	107,51
10	BBB-	100,59
5	B	467,51
6	B-	1726,69