



Izaskun Merino
Control de Gestión

LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y EL DIFERENCIAL DE CRÉDITO

INTRODUCCIÓN

La preocupación sobre la solvencia de los países periféricos, entre los que se encuentra España, sigue reinando en los mercados y de ello se han hecho eco los medios de comunicación, que no permiten que los inversores se olviden de los riesgos que conlleva un posible impago. Como consecuencia, el Estado debe ofrecer tipos de interés más altos en los activos que emite para financiarse. A lo largo del Aula analizaremos el concepto de prima de riesgo, o diferencial de crédito que deben ofrecer los emisores que generan más desconfianza.

Además, profundizaremos en el papel de las agencias de calificación de rating y su influencia sobre la percepción del riesgo. El diferencial que deben pagar algunos emisores depende de la confianza que transmitan y ésta puede medirse a través del rating de las agencias, cuya función es ofrecer una opinión de crédito independiente sobre la solvencia de un prestatario. La relevancia de las agencias se ha incrementado en los últimos meses ya que sus decisiones han provocado fluctuaciones en los precios de los activos.

EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DE RATING EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La agencia de rating es una organización que provee servicios analíticos basados en estudios independientes, creíbles y transparentes. El reconocimiento de cada agencia depende de la voluntad de aceptar el juicio que emiten. Ese nivel de aceptación se puso en tela de juicio con la quiebra de Lehman Brothers en 2008,

ya que gozaba de una alta calificación crediticia ("A") emitida por la agencia Standard & Poors (S&P), justo antes de que quebrase. Como consecuencia, el papel de las agencias fue criticado, y se argumentó que no eran capaces de recoger información actualizada, sino que sus decisiones seguían al mercado. Sin embargo, en la actualidad la desconfianza en las agencias se ha dispersado ya que parece que son éstas las que trazan el devenir del mercado.

El rating de crédito representa la opinión de la agencia sobre la solvencia de un obligado con respecto a un activo de deuda o cualquier otra obligación financiera. Los rating también se aplican a la solvencia del propio emisor. En general es bastante común comparar las tablas de ratings de las diferentes agencias como podemos observar en la siguiente tabla:

-S&P-	-Moody's-	-S&P-	-Moody's-
Investment Grade		Non Investment Grade	
AAA	Aaa	BB+	Ba1
AA+	Aa1	BB	Ba2
AA	Aa2	BB-	Ba3
AA-	Aa3	B+	B1
A+	A1	B	B2
A	A2	B-	B3
A-	A3	CCC+	Caa1
BBB+	Baa1	CCC	Caa2
BBB	Baa2	CCC-	Caa3
BBB-	Baa3	CC	Ca
		C	C
		D	

El universo que se gradúa en ratings se divide principalmente en dos grandes categorías: IG (Investment grade) y NIG (Non-Investment grade o especulativas). Las empresas consideradas como IG son emisores estables con riesgo de impago moderado, mientras que los activos emitidos por las compañías clasificadas en la categoría de NIG, normalmente conocidos como "bonos basura", es mucho más probable que no paguen.

EL PROCESO DE GENERACIÓN DEL RATING

La agencia sólo emite un rating si existe información disponible y adecuada para ofrecer un dictamen de crédito creíble. El criterio bajo el cual se emite cualquier juicio está definido muy estrictamente y constituye el activo intangible de las agencias, acumulado tras muchos años de experiencia.

Para clasificar las compañías industriales, el análisis se divide entre informes de negocio (competitividad de la empresa, calidad de la gestión y de sus políticas, fundamentos del negocio, acciones regulatorias, operaciones y control de costes entre otros) y análisis cuantitativos (ratios financieros).

La agencia de rating se reúne con los gestores de la empresa, y tras revisar los factores cuantitativos y cualitativos, compara el performance de la compañía con el de otras de su mismo sector. Después de este repaso, se convoca una reunión de comité de rating donde se discuten las recomendaciones de los principales analistas antes de votar sobre la calificación.

La decisión y las consideraciones más relevantes que la sustentan son notificadas al emisor, y posteriormente al público a través de los medios de comunicación.

Todos los rating se monitorizan continuamente y se analiza cualquier información adicional. Como resultado de este proceso de seguimiento, la agencia puede decidir cambiar el rating actual, o iniciar una revisión (por ejemplo poniendo a la empresa en "Credit Watch") tras lo cual se inicia un proceso de análisis global y el rating se cambia o se mantiene.

Más recientemente, se ha introducido el concepto de "Outlook" que proporciona información sobre la tendencia de la calificación. Si el Outlook es positivo, implica la existencia de una potencial subida del rating condicionada a que las estimaciones actuales que existen sobre la empresa se materialicen. Por el contrario, un Outlook negativo, sugiere que la solvencia de la compañía sigue una tendencia negativa.

Un factor que las agencias enfatizan persistentemente es que los rating son simples opiniones y que no constituyen ninguna recomendación de comprar, mantener, o vender el título en cuestión o el emisor. El rating por sí mismo no facilita ninguna información sobre el precio de ninguna compañía.

LA RELACIÓN ENTRE EL RATING Y LA PROBABILIDAD DE IMPAGO

A pesar de que los rating intentan adelantarse al mercado, no se han diseñado para establecer una probabilidad exacta de impago, sino para destacar una gran concentración de riesgo. Las agencias publican regularmente tablas en las que se describen los ratios de impago observados, por categoría de rating, por año, por sector y por región. En la siguiente tabla podemos observar un ejemplo publicado por S&P:

Porcentaje de Impagos por Rating		
Rating	Periodo	
	2010	2008-2010
AAA	0,00%	1,08%
AA	0,00%	0,76%
A	0,00%	0,53%
BBB	0,00%	1,37%
BB	0,60%	4,47%
B	0,80%	18,42%
CCC/C	22,30%	50,51%

La función principal de esta estadística es verificar que los mejores (peores) ratings se asocian empíricamente con menores (mayores) ratios de impago.

IMPACTO DE LOS RATING EN LOS PRECIOS

Uno de los aspectos que preocupan sobre los rating es el efecto que el cambio de las calificaciones crediticias provoca en los precios de los activos y las empresas cotizadas. En la actualidad, las variaciones del rating han originado movimientos en los mercados, por lo que deben ser analizadas por los inversores.

El rating ofrece información sobre la calidad crediticia de las compañías, por lo que una variación en la calificación debería derivar en una revaluación de los inversores del riesgo de la empresa. Como consecuencia, los precios de los activos corporativos emitidos por la empresa (como bonos y acciones) podrían variar.

En la realidad, el impacto del cambio en el rating en el precio de los activos es ambiguo. Si consideramos que los rating son proxy de las probabilidades de impago o de la pérdida esperada, una bajada (subida) del rating debería causar un efecto negativo (positivo) en el precio de los bonos. Sin embargo, esta afirmación no siempre se cumple ya que puede ocurrir que la información contenida en el cambio del rating ya la hubieran anticipado los inversores y estuviera recogida en el precio. Este punto es de gran relevancia ya que el valor del rating reside en gran medida en que ofrezca nueva información al mercado. Por ello, si los rating estuvieran imitando o adoptando decisiones por detrás de las fluctuaciones del mercado, su utilidad podría cuestionarse.

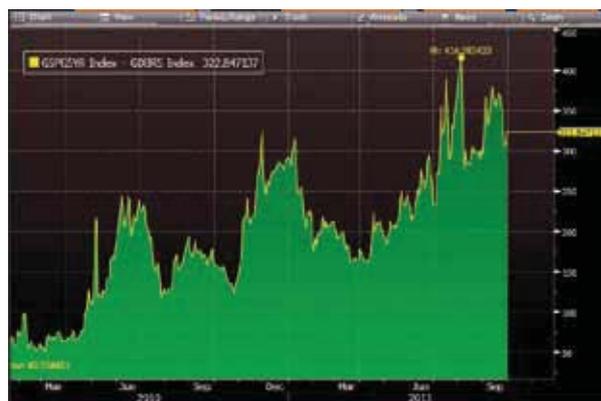
Las variaciones en los rating también influyen en la oferta y la demanda de los títulos y como consecuencia en los precios. Algunos de los agentes del mercado como los gestores de patrimonio, deben cumplir ciertas restricciones en cuanto a la calidad crediticia de los activos en cartera, como por ejemplo invertir exclusivamente en bonos calificados como Investment Grade (IG). Una bajada de la calificación de un bono al grado especulativo, podría provocar una avalancha de ventas por parte de los gestores y como consecuencia, el precio disminuiría.

El impacto del cambio de rating en la evolución de los precios de las acciones no está claro. Algunos argumentan que las bajadas de calificación afectan a los precios de las acciones pero que las subidas no. Aunque algunos autores discrepan en la explicación, se puede argumentar que los gestores de las empresas tienden a divulgar las buenas noticias y guardan las malas, por lo que una revisión al alza es más probable que sea más esperada y esté recogida en el precio.

RIESGO DE CRÉDITO Y TIPOS DE INTERÉS

Los diferenciales de tipos de interés son indicadores utilizados en los mercados para medir la calidad crediticia. El diferencial de crédito o la prima de riesgo, se define como la diferencia entre el tipo de interés de un emisor con riesgo y el tipo de interés de un activo equivalente, mismo vencimiento e idealmente mismo cupón, pero sin riesgo. En la práctica, es complicado encontrar un activo sin riesgo con las mismas características. Generalmente, un bono corporativo, se comparará con un activo del Tesoro con aproximadamente el mismo vencimiento. Actualmente, en el mercado financiero español se utilizan los activos del Estado alemán como activos sin riesgo, ya que la deuda soberana española no es considerada un activo exente de riesgo crediticio.

Como ejemplo, podemos observar en el siguiente gráfico la prima de riesgo del bono español a 5 años sobre el bono a 5 años alemán:



Fuente: Bloomberg

En el ejemplo, España debe ofrecer un tipo de interés de más del 3% adicional para financiarse al emitir un activo con el mismo vencimiento que Alemania.

La prima de riesgo puede ser adecuada como aproximación del riesgo de crédito, pero en muchas ocasiones este diferencial que ofrecen los emisores refleja, además del riesgo de impago, la volatilidad de las acciones, la aversión al riesgo y la liquidez definida como la negociabilidad de la deuda en el mercado secundario. Este último concepto hace referencia a la relativa liquidez entre el activo corporativo y los activos del Estado, ya que estos últimos se negocian de manera activa, mientras que el volumen y la frecuencia de los corporativos son mucho menores. Así, los inversores

requieren compensación en términos de exigencia de un tipo más alto por tener unos activos menos líquidos.

En los bonos con alta calidad crediticia el riesgo de crédito no es tan preocupante, por lo que la liquidez es el factor que mejor explica el diferencial de crédito. Si un bono, por ejemplo, no se puede comercializar en 7 días, cotizará con un descuento (mayor tipo de interés) en comparación con un activo idéntico que se comercialice continuamente. Esta diferencia en el precio refleja el coste de oportunidad de no haber podido operar durante el periodo de restricción.

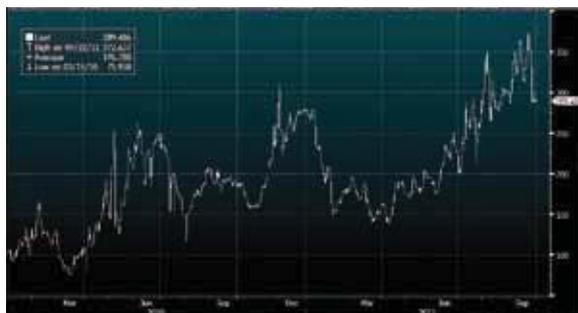
LOS DERIVADOS DE CRÉDITO VS EL DIFERENCIAL DE TIPOS

Los derivados de crédito son instrumentos relacionados con las probabilidades de impago, ya que la liquidación depende de un evento de crédito como puede ser el impago, una rebaja en el rating o un cambio en el diferencial de crédito.

Los derivados de crédito comenzaron a utilizarse a principios de los 90. Uno de los más conocidos y que ha logrado notoriedad en los mercados, y más recientemente en los medios de comunicación, es el CDS (Credit Default Swap). Este producto es un seguro contra el posible impago de un obligado. El inversor que compra la protección paga una tasa fija (como porcentaje del nominal de contrato) y el vendedor de la protección se compromete a pagar un importe fijo en caso de que el activo subyacente no pague. Este importe que se paga en caso del evento de crédito está predeterminado y no depende del nivel o gravedad de la pérdida del activo subyacente.

El CDS es un producto muy popular porque es líquido y refleja de manera transparente la visión del mercado sobre la probabilidad de impago de un emisor o contrapartida. De ahí la relación con el diferencial de crédito y los rating. Cuando la probabilidad de impago cambia, el precio del CDS cambiará y también el diferencial de tipos del bono subyacente. Es por ello que el CDS se puede negociar como cobertura de los cambios en los diferenciales de tipos, pero sin olvidar que son conceptos diferentes.

En el siguiente gráfico podemos observar el CDS a 5 años de España que sigue la misma tendencia que el diferencial de crédito que hemos comentado anteriormente:



Fuente: Bloomberg

CONCLUSIÓN

En los últimos años las agencias de rating y sus cambios en las calificaciones crediticias han tenido un mayor impacto del esperado en los mercados. Es tal su influencia que provocan reacciones inmediatas en los emisores y activos sobre los que formulan sus valoraciones.

El riesgo de impago que pretenden recoger los rating se refleja también en los diferenciales de crédito que ofrecen los prestatarios. En la coyuntura actual esta prima de riesgo se ha incrementado considerablemente para los países periféricos de la Unión Europea. En el ejemplo de España, la preocupación sobre la solvencia del Estado es tal que su diferencial ha alcanzado niveles más altos que el de los bonos de empresas españolas con mismo vencimiento.

A la hora de invertir en activos de renta fija, los inversores deberán seguir de cerca la tendencia de los tipos de interés y deberán valorar si la rentabilidad adicional que ofrecen los emisores les compensa suficientemente por el riesgo de impago que asumen.