

Crisis Financiera y papel de las Agencias de Calificación de Crédito



Alfonso González Morete

Contenido

Abstract	3
1. Introducción	4
2. Objetivos	5
3 Metodología	5
4. Crisis Financiera.....	6
4.1. Análisis de la situación previa	6
4.2. Primera Etapa: crisis financiera.....	8
4.3. Segunda Etapa: crisis soberana.....	9
5. Medidas adoptadas.....	10
5.1. Medidas convencionales y no convencionales	10
5.1.1. Medidas convencionales	10
5.1.2. Medidas no convencionales.....	11
5.2. Impidiendo la quiebra de países	13
5.2.1. El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera	13
5.2.2. El Mecanismo Europeo de Estabilidad	15
6. Las agencias de crédito	16
6.1. Introducción	16
6.2. Metodología.....	17
6.3. La importancia de las agencias de crédito	19
7. Las agencias de crédito durante la crisis.....	20
7.1. Cómo han influido las agencias en la crisis financiera	21
7.2. Un problema derivado de las hipotecas subprime	22
7.2.1. La titulización: el vehículo del contagio	22
7.3. La implicación de los bancos	24
8. Regulación de las agencias de calificación de crédito.....	25
8.1. Regulación de las Agencias de Calificación de Crédito durante las crisis	26
9 Conclusiones.....	27
Bibliografía	29

Abstract

Este artículo examina y estudia las causas de la crisis financiera que sufrió la Eurozona. Así mismo examina qué medidas tomaron las autoridades europeas para reconducir la situación y las consecuencias derivadas. Al mismo tiempo el artículo quiere ver cómo influyen las agencias de calificación de crédito en todo el proceso. La importancia de este estudio radica en comprender las causas de la crisis que atravesamos para que no vuelva a ocurrir, a la vez que nos ayuda a ver la influencia que han tenido las agencias de calificación a lo hora de mitigar o agravar el proceso.

1. Introducción

Hace seis años, nada hacía pensar que una crisis que se inició como un problema de la banca, pasaría a ser una crisis económica con grandes consecuencias. La globalización ha hecho que la crisis que comenzó con las llamadas hipotecas subprime, se extendiese y amplificase a toda velocidad. Tal es así que a través de los mercados financieros la crisis, que comenzó en Estados Unidos, se contagió al resto del mundo por medio de los mercados y los diferentes productos financieros. En nuestro continente, y en especial en la Zona Euro, la crisis ha tomado una dimensión mucho mayor con fuertes repercusiones tanto sociales, como políticas e institucionales. El problema reside que a pesar de que haya habido avances en materia de convergencia antes de la entrada de los distintos países en la zona euro, los diferentes puntos de partida de los Estados miembros junto con las diferencias estructurales, ha hecho *“que las perturbaciones monetarias (comunes a todos) tuvieran efectos asimétricos en la práctica”* (Benzo, A., and Cuerpo, C., 2012)

En la actual crisis financiera, de la que todavía sufrimos las consecuencias, las agencias de rating (siendo Standard&Poor's, Fitch o Moody's las más importantes) han tenido gran protagonismo, levantando el interés de las comisiones reguladoras y de diferentes gobiernos, ya que ejercen gran influencia en los mercados financieros, en el sentido que los inversores tenían excesiva confianza en las opiniones lanzadas por ellas. Como remarcan en muchas ocasiones *“los rating no son un consejo de inversión, o recomendaciones de comprar, mantener o vender. Son solo una factor que los inversores pueden considerar a la hora de tomar decisiones de inversión”* (*“Key things you should know about credit ratings”*, Standard&Poor's)

La evaluación del estado de la economía de un país se hace en base a una metodología, que suele coincidir entre las diferentes agencias de rating¹. Dicha evaluación debe de ser lo más creíble posible, ya que una falta de confianza en las mismas puede llevar al caso extremo en el que no haya movimientos en el mercado de capitales². Hay una gran cantidad de repercusiones cuando una agencia calificadora decide bajar la calidad de la deuda, pues a los países o empresas que se vean afectados se verán con más dificultades cuando acudan al mercado para obtener financiación, añadiendo el punto negativo de que esta será más cara para ellos. Llega hasta el punto, que ciertos fondos de inversión y pensiones, dado el caso, se tendrán que desprender de la deuda que no cumpla ciertas exigencias (como por ejemplo que el bono no sea *Investment Grade* y pase a *High Yield*, o comúnmente llamado *“Bono Basura”*).

La controversia surge cuando vemos que los rating emitidos por las agencias contienen errores de valoración llegando al límite de no reflejar la realidad (por ejemplo Lehman Brothers poco antes de quebrar tenían la calificación máxima). Tienen que hacer estudios más exhaustivos, ya que en ciertos casos las consecuencias, como veremos a lo largo del documento, pueden ser muy graves. Las agencias de rating han estado en el punto de mira ya que el mercado, como veremos, ha confiado en exceso en ellas. Han sido muy cuestionadas por su eficacia y hemos visto cómo su actuación puede provocar un efecto en cadena que se expande al resto del mundo. Es muy importante regularlas, ya que están en juego factores muy importantes.

¹ Rojas, E. (2008)

² Bilal, A. (2013)

2. Objetivos

Desde el comienzo de la crisis financiera hemos visto como un problema que surgió en Estados Unidos fluyó al resto del mundo, dando lugar a la peor recesión desde la Gran Depresión de 1929. El mundo financiero está altamente interconectado y lo que afecta a un país tiene repercusión sobre el resto. Una crisis de esta magnitud no se forma en un corto periodo de tiempo, es necesario que se acumulen una serie de importantes desequilibrios y omisiones. Por ello en un primer lugar analizaré el escenario previó, para poder ver en qué situación nos encontrábamos, y que ayudó a propagar los efectos. Comenzaré pues estudiando la situación de partida cada país con especial énfasis a la órbita mediterránea ya que fueron lo que sufrieron con especial dureza los efectos. Seguidamente veremos cómo evolucionó en entorno Europeo, pasando primeramente por una crisis de liquidez (derivada de las crisis de las hipotecas subprime en EEUU), desembocando finalmente en un crisis de deuda soberana. Analizaré también qué medidas tomaron los organismos europeos para solventar los desequilibrios creados. En este punto se verán tanto medidas convencionales como no convencionales, haciendo especial hincapié en estas últimas ya que son las que con más frecuencia tuvieron que recurrir dada la gravedad de la crisis. Al mismo tiempo se verán los fondos creados para proporcionar ayuda a los países que pasaban por problemas para financiarse en el mercado.

En una segunda parte estudiaré el papel que tomaron las agencias de calificación (como S&P, Moody's, etc.) en todo el proceso. Nadie duda de los efectos que tienen el rating sobre el mercado financiero (ya sea de bonos soberanos, de empresas o instrumentos financieros). Ante un empeoramiento de dicho rating sale más cara la financiación. En el caso contrario, una buena calificación ayuda mucho ya que podrás obtener financiación más barata cuando acudas al mercado, y no tendrás problema en colocar nuevas emisiones. Por la importancia que han tenido las agencias de calificación en la actual crisis financiera es necesario estudiar su implicación y ver de qué modo afectó. En estos apartados en un primer lugar se explicará que son las agencias de rating y ver en que basan su metodología para entenderlas un poco mejor. Continuaré analizando su impacto en la crisis, viendo como su actuación llevó a ella. Por último veré qué medidas se han tomado en el seno de la Unión Europea para tener mayor control sobre ellas

3 Metodología

Para la realización de este documento primero de todo llevé a cabo una búsqueda de artículos relacionados con las dos partes (la crisis financiera y el papel de las agencias) para tener una visión general de cómo surgió y desarrollo todo el proces. En esta parte es muy importante seleccionar adecuadamente que revistas o artículos vas a elegir finalmente para la investigación, ya que hay una gran numero de ellos y puede llegar incluso a dificultar la tarea al tener un exceso de información. Durante todo el proceso, y para contrastar la información obtenida, he consultado bases estadísticas y de datos, de las que he sacado gráficas para hacer más ilustrativo el trabajo. Una parte muy importante también ha sido las noticias relacionadas, no en el sentido de obtener información que después plasmo, si no para ver los momentos claves durante todos estos años. También ayuda mucho ver la evolución de dichas noticias ya que ayudan a focalizar los momentos más tensos y en los que la toma de decisiones era más importante.

4. Crisis Financiera

Un aspecto crucial que se planteó antes incluso de la implantación del euro como moneda única, fue la capacidad de los países del Eurogrupo de hacer frente a un escenario financiero y macroeconómico adverso, y sería un punto crucial para su supervivencia. La incapacidad de recurrir a mecanismos, como por ejemplo devaluar la moneda, impidió ajustar las economías como se había venido haciendo tradicionalmente. Otro problema asociado a la unión monetaria es que pierde efectividad, si lo comparamos como el dólar, ya que es necesario también de una unión fiscal, cosa a la que los países no están dispuestos a acceder. Y es que *“la crisis de la deuda soberana y del euro ponen en evidencia de una forma descarnada las consecuencias de una unión monetaria incompleta”* (Europeg, 2012).

4.1. Análisis de la situación previa

Aunque la Zona Euro no se encontraba en una situación especialmente buena en términos déficit, ratio de deuda pública sobre el PIB y coste de financiación, a primera vista no parecía ser un problema. En conjunto la el ratio de deuda pública sobre el PIB alcanzaba el 85%, el déficit en 6,5% con un potencial de crecimiento modesto. Vamos a ver en la situación en la de partida de cada país, poniendo especial énfasis a España, Grecia, Portugal, Italia e Irlanda que son los que más duramente se han visto afectados por la crisis de la zona euro.

- Portugal: su problema radicaba en que el crecimiento económico medio de la última década se situó por debajo del 1% anual, la menor tasa de la UEM tras Italia. Tras entrar en la UEM no se aprovechó para hacer su sector privado más dinámico, lo que llevo a unos bajos niveles de competitividad con un alto endeudamiento de las familias y gran dependencia de la financiación externa. Con la llegada de la crisis la situación fiscal empeoró rápidamente, llevando el déficit al 10% y la deuda al 93% del PIB. A pesar de no ser tan alta como la de Grecia, las pobres perspectivas generaron dudas sobre si sería capaz de estabilizar la deuda.

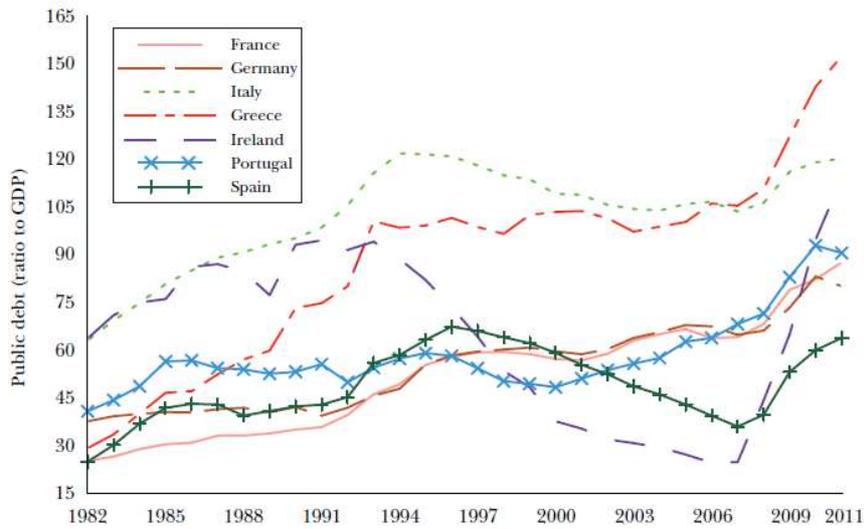
- Grecia: presentaba problemas en muchos frentes, con un déficit público del 10,5%, una deuda pública sobre el PIB de 145% y una alta tasa de endeudamiento del sector privado, que además no contaba con una competitividad sólida.

- Italia arrastra una deuda pública muy elevada, mayor al 100% en 2007 que le expone a una tasa de interés muy elevada (mayor del 4%) y al mercado por las necesidades de financiación. Además, Italia sufrió una de las mayores contracciones de PIB durante la crisis que han dejado a la luz los problemas de crecimiento a los que se enfrenta. Por otro lado la inestabilidad política ha puesto de duda la capacidad para realizar reformas estructurales que se necesitan para elevar el crecimiento.

- España gozaba de una posición fiscal aparentemente buena por la buena situación económica, pero después de muchos años de gran crecimiento había generado desequilibrios importantes tales como una burbuja inmobiliaria, un mercado laboral ineficiente, sector exportador insuficiente, dependencia del sector exterior etc. Con la crisis todos estos problemas se pusieron de manifiesto cuando se vio con serios problemas para financiarse debido a los altos intereses que pedía el mercado, ya que consideraban que había alto riesgo de impago.

- Irlanda: el mayor problema de Irlanda fue la deuda del sector privado, que pasó del 60% del PIB al 200% en 2008 por el boom inmobiliario. El tamaño del sector financiero también era un problema, ya que los activos totales del sistema superaban el 1000% del PIB en 2009 y tenía gran dependencia de los mercados globales. Después de rescatar a varias entidades financieras, al asegurar sus pasivos, tuvo que reconocer un déficit del 32% del PIB en 2010 y la deuda pública se elevó del 25% del PIB en 2007 al 96% del PIB en 2010.

Gráfico 1: evolución de la deuda pública 1982 - 2011

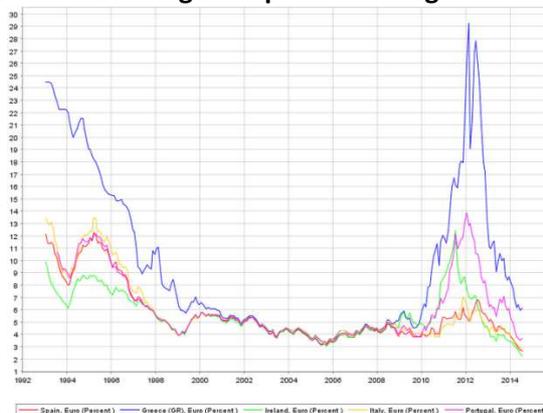


Fuente: Lane, P. (2012)

Como podemos ver en el gráfico todos los países, excepto Italia y Grecia, gozaban de un ratio deuda pública con respecto al PIB aparentemente bueno. Incluso en nuestro caso, éramos de los países con menor ratio, incluso por debajo de Francia. Por otro lado el mercado no creía que hubiese un riesgo elevado de un evento de crédito, y esto se puede ver reflejado en los spreads entre los diferentes bonos que eran muy reducidos, y que fueron incrementándose a medida que avanzó la crisis (gráfico 2). En España e Irlanda, el pronunciado descenso se vio favorecido por un buen crecimiento económico, poniéndose de manifiesto que cuando comenzó toda la crisis financiera y nuestras economías ya no crecían tanto, el ratio de deuda pública sobre el PIB creció. Esto en parte se puede explicar, ya que al carecer de la herramienta de la devaluación nos hacía más dependientes de la fiscalidad, y al caer el crecimiento lo mismo hizo los ingresos, lo que nos hacía más dependientes de la financiación externa.

Para entender porque se propagó tan rápido es necesario retroceder al año 1999. Con la adopción de la moneda única hubo una progresiva convergencia de los rendimientos de los bonos emitidos por los diferentes países. Diversos factores (como desaparición riesgo cambiario, mayor credibilidad, etc.) llevaron a la desaparición de los diferenciales en la deuda pública. La búsqueda de inversiones con mayor rentabilidad llevo a que los flujos de capitales aumentasen entre los Estados miembros, que a su vez hizo que aumentase la interdependencia entre ellos.

Gráfico 2: Convergencia prima de riesgo 1992 - 2014



Fuente: Banco Central Europeo

Por otra parte, dichos flujos de capital, se materializaron en la divergencia de las balanzas exteriores de los diferentes países y en un sobrecalentamiento de las economías receptoras, que sufrieron diferenciales positivos de inflación, lo que llevó a que el tipo de interés real en consecuencia también lo fuese. Estas diferencias en las balanzas se tradujeron en una acumulación de pasivos para los países deficitarios, y activos para los países con superávit. Por otra parte la dinámica en los flujos de crédito dio como resultado un aumento muy importante del nivel de apalancamiento, especialmente en el sector privado.

4.2. Primera Etapa: crisis financiera

En una primera instancia la crisis fue puramente financiera, donde la mayor preocupación era que no se resintiese el sistema bancario y gozase de buena salud. El detonante de todo ello que la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers y el estallido de la crisis subprime en EEUU, que causaron un efecto contagio y colapsaron los mercados de capitales provocando tensiones y problemas de liquidez muy graves para las bancos. Esta fuerte expansión de un continente a otro fue debido a la alta exposición de la mayoría de los bancos europeos a los activos vendidos por los bancos de Estados Unidos.

En esta situación, en Europa se tomaron medidas para poner una solución lo antes posible, y se pensaba que los Estados Miembros tendrían capacidad para hacer frente a los riesgos a los que se enfrentaban las entidades nacionales. Introdujeron una serie de medidas sin precedentes para tratar esta primera etapa. En un primer momento los riesgos parecían lo suficientemente contenidos para que los gobiernos respondiesen con medidas diseñadas para entidades individuales. A medida que la crisis se agravaba, se vio que sería necesario que las ayudas tendrían que extenderse a un grupo mayor de bancos. Las entidades podían acogerse a estas ayudas voluntariamente, pero en ciertos casos se coaccionó a los bancos a aceptar el apoyo. Como cabe esperar todo el proceso iba acompañado de una serie de restricciones en la actividad diaria de las entidades, como por ejemplo limitaciones a la hora de repartir los dividendos³. El primer grupo de medidas tomadas por los gobiernos centraban sus esfuerzos en reforzar la liquidez del sistema, mediante el aumento de los fondos de garantía de depósitos.

Mientras por otro lado el Banco Central Europea llevaba a cabo subastas semanales de liquidez, sin límite de volumen, para que los bancos pudiesen hacer frente a las necesidades de financiación, tras el colapso de los mercados a raíz de la quiebra de Lehman Brothers.

La Comisión Europea consideraba necesario que los Estados Miembros concediesen ayudas a los bancos nacionales para mantener la estabilidad financiera, por ello en el 2008 publicó un marco normativo temporal con una reglamentación excepcional autorizando la concesión de dichas ayudas. Estas reglas permitían pues que los Estados Miembros concediesen ayudas de Estado a sus bancos con el fin de mantener la estabilidad financiera, pero también trataban de restablecer el equilibrio obligando a aquellas entidades que se hubieran beneficiado de los fondos públicos a llevar a cabo una reestructuración que asegurase su viabilidad futura.

Es marco proporcionaba a los Estados Miembros suficiente flexibilidad para ayudar a los bancos, y ofrecerles ayudas, cuando la falta de las mismas pudiese llevar consigo un riesgo sistémico. El objetivo principal era recuperar la confianza en el sistema bancario, para reactivar los mercados financieros y el flujo de crédito a la economía. El problema sobrevino cuando se vio que el volumen de recursos que se puso a disposición de las entidades no tenía

³ Martín, D. and Cortina Antonio (2011)

precedentes, y reveló la gravedad y profundidad de los problemas de la banca. Otro problema fue que quedó en segundo plano el impacto que las ayudas tendrían sobre las finanzas públicas.

4.3. Segunda Etapa: crisis soberana

La crisis de la Zona Euro puso de manifiesto el alto riesgo de contagio que se genera en la unión monetaria cuando existe una gran acumulación de deuda. El mecanismo que ayudó a la rápida propagación de la crisis fue tanto la alta interconexión de los mercados financieros como las exposiciones de riesgo entre los Estados Miembros.

El comienzo de la crisis soberana puede datarse en abril de 2010⁴, cuando Grecia solicitó asistencia financiera a la Eurozona y al FMI, por darse a conocer que las cifras de déficit y deuda pública del estado griego eran en realidad mucho más altas: había alcanzado el 13,8% del PIB. Las agencias de rating Moody's y S&P rebajaron de nuevo la calificación de su deuda. Tras el rescate de dicho país se creó un debate acerca de la necesidad de crear una serie de mecanismos eficaces para solucionar problemas de ese tipo en la Unión Monetaria.

Ante esta situación ciertos países empezaban a encontrar ciertas dificultades para acceder a la financiación de los mercados, por lo que se decidió crear en 2010 el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), cuyo principal objetivo era financiar a dichos países, ya que dicha situación amenazaba su solvencia. La financiación procedía de la emisión de bonos garantizados sumando un importe de 440 miles de millones de euros.

En Octubre de 2010 en una cumbre, Francia y Alemania acordaron que introducirían cláusulas para permitir la reestructuración de la deuda soberana en caso de ser necesario. El objetivo era en principio ofrecer mayores garantías a los contribuyentes de que no habría necesidad de rescate, pero el efecto es que provocó consecuencias negativas sobre la confianza de los inversores, agravando la crisis soberana. Esto, junto a las noticias del déficit fiscal en Grecia, provocó un efecto contagio a las economías de la periferia del euro (cuya situación fiscal ofrecía dudas a los mercados, principalmente Portugal e Irlanda), incrementando fuertemente los spread soberanos. Más tarde, en noviembre de 2010, Irlanda tuvo que ser rescatada como consecuencia del rescate a la banca anteriormente comentado.

La reestructuración de deuda de los inversores internacionales llegó a alcanzar a países como España e Italia, que al igual que pasó con Grecia o Irlanda vieron como sus primas de riesgo subían sin control, llegando a alcanzar cifras record en la zona euro en el verano de 2011. Surgieron a la vez dudas de la capacidad de los mecanismos europeos para contrarrestar la crisis.

En el gráfico 2 podemos ver la evolución de la prima de riesgo en países como España e Italia, con una escalada sin precedentes. Solo las intervenciones del Banco Central Europeo, primeramente mediante su programa de compra de deuda soberana, y después mediante la provisión de liquidez a largo plazo a los bancos a finales de 2011 y principios de 2012 consiguió frenar el aumento de las primas de algunos países. Actualmente parece que la situación se ha estabilizado, nuestra prima continúa en bajada y Grecia por ejemplo ha vuelto a emitir deuda a cinco años con una buena acogida del mercado.

⁴ Grecia da el primer paso para pedir 30.000 millones en ayudas, 15/04/2010, Expansión

5. Medidas adoptadas

5.1. Convencionales y no convencionales

La misión principal del Eurosistema (formado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los países de la Unión Europea que han adoptado el euro) es preservar el poder adquisitivo del euro, así como ser la principal autoridad financiera en la eurozona para asegurar la estabilidad financiera y promover la integración europea. El elemento clave en el que basar la estrategia de política monetaria es la definición de la estabilidad de precios como “un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo inferior pero cercano al 2% para el conjunto de la zona euro”. Para lograr esta estrategia, el BCE fija los tipos de interés del euro, para influir en el mercado monetario y centrarse en objetivos a medio plazo.

Las medidas tomadas por el BCE deben ser coherentes y creíbles para los agentes económicos, ya que las expectativas sobre la inflación contribuyen a mantener estable el nivel de precios. En este aspecto son muy importantes las declaraciones de los máximos dirigentes ya que pueden llevar al mercado en una dirección u otra como, como cuando Mario Draghi pronunció “Haré lo que haya que hacer, y créanme que será suficiente” ante la amenaza de ruptura del euro.

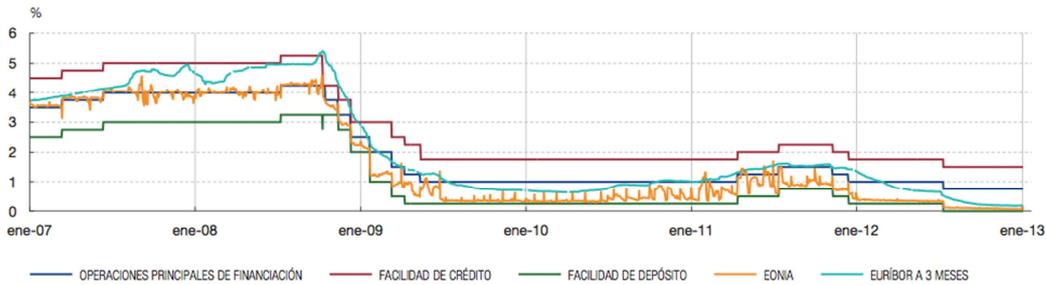
Para lograr los diferentes objetivos planteados en la política monetaria el BCE se sirve de la distribución de liquidez y del control de los tipos de interés a corto plazo.

5.1.1. Medidas convencionales

1. Operaciones de mercado abierto:
 - a. Operaciones principales de financiación: son operaciones temporales de inyección de liquidez de carácter regular, periodicidad semanal y vencimiento a una semana.
 - b. Operaciones de financiación a plazo más largo: inyección de liquidez con frecuencia mensual y vencimiento a tres meses.
 - c. Operaciones de ajuste: se efectúan en casos concretos con la finalidad de gestionar la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés.
 - d. Operaciones estructurales: se realizan mediante la emisión de certificados de deuda, operaciones temporales y operaciones en firme.
2. Facilidades permanentes: tienen como objetivo establecer los límites de los tipos de interés de mercado a un día inyectando y drenando liquidez:
 - a. Facilidad marginal de crédito: permite a las entidades de crédito obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales contra la prestación de activos de garantía admitidos.
 - b. Facilidad marginal de depósito: permite a las entidades de crédito realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales del Eurosistema.
3. Exigencias de reservas mínimas: el Eurosistema exige a las entidades de crédito el mantenimiento de reservas mínimas en los bancos centrales nacionales durante aproximadamente un mes. El Eurosistema remunera estas cuentas con un tipo de interés a corto plazo.

Desde el inicio de la crisis, el BCE ha tomado las siguientes decisiones a la hora de modificar los tipos de interés.

Gráfico 3: cambio de tipos de interés durante la crisis



Fuente: Millaruelo, A. and del Río, A. (2010)

Los cambios más reseñables son los siguientes:

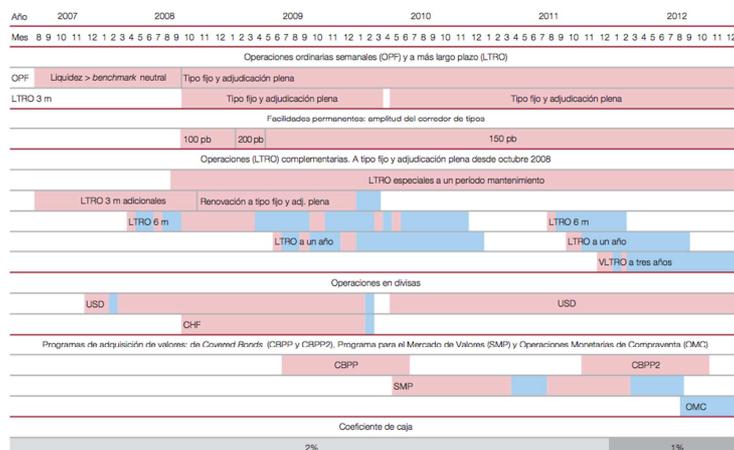
1. Octubre de 2008: quiebra Lehman Brothers. Recorte drástico de los tipos de 325 puntos básicos entre octubre de 2008 y mayo de 2009, hasta situarlo en 1%.
2. Mediados de 2011: segundo rescate a Grecia. Se acentúa la tensión. Agravamiento de la crisis de deuda.
3. Junio de 2012: España solicita asistencia. Salidas de capitales de las economías más frágiles: los capitales van a zonas más seguras en toda la zona euro (sobretudo Alemania)

5.1.2. Medidas no convencionales

Por la gran importancia del sistema bancario en la Unión Europea, las medidas no convencionales han ido centradas básicamente en los bancos⁵. Estas se llevan a cabo únicamente cuando se necesitan restablecer los canales habituales de transmisión de la política monetaria. En la situación que se presentó en este período, fue necesario complementar las medidas descritas en el punto anterior con medidas que no forman parte de las herramientas habituales. En el inicio de la crisis, fue necesario que el BCE se centrara en intervenir en el mercado interbancario, ya que en ese momento se encontraba bloqueado debido a la desconfianza creada, distribuyendo liquidez entre las entidades de crédito.

Posteriormente, cuando la crisis financiera se propagó al mercado de deuda pública, también intervino para que las diferencias de financiación entre los países de la zona euro dejaran de aumentar. En el siguiente cuadro podemos ver cronológicamente las decisiones no convencionales tomadas desde 2007 hasta finales de 2012.

Gráfico 4: Medidas no convencionales 2007 - 2012



Fuente: Millaruelo, A. and del Río, A. (2010)

⁵ Cour-Thimann, P. and Winkler, B. (2013)

Desde mediados de 2007, para responder a la falta de liquidez en el mercado interbancario, el BCE otorgó fondos por encima del importe considerado como referencia neutral en las operaciones semanales y subastó liquidez a plazo más largo (LTRO) a 3 y 6 meses. Adicionalmente, aumentó el plazo medio de sus préstamos a plazo más largo (LTRO). Estas medidas no tuvieron el impacto esperado, ya que las entidades devolvían los excesos de liquidez al BCE como depósitos debido a la desconfianza en el sistema.

Con la quiebra de Lehman Brothers, en octubre de 2008 tiene lugar una dramática revisión de las expectativas macroeconómicas de los participantes en los mercados monetarios, que llevan a cabo una retirada generalizada de liquidez. En este punto, y con la desconfianza de las entidades de crédito a llevar a cabo operaciones en el mercado interbancario, el BCE decidió participar para suministrar liquidez a las entidades de crédito. El BCE subastó liquidez a tipo fijo y con adjudicación plena para suministrar toda la liquidez que requerían las entidades (anteriormente la subasta era a tipo variable). Adicionalmente, dada la naturaleza de la crisis de las hipotecas subprime provenientes de Estados Unidos, el BCE abrió una línea SWAP con la Reserva Federal para facilitar el pago en dólares en operaciones comerciales. Esta política se llevó a cabo por medio de sucesivas subastas desde finales de 2007.

En mayo de 2009, pone en marcha el Covered Bond Purchase Programme (CBBP) para ayudar a la financiación de los bancos adquiriendo sus valores. El programa consistía en la adquisición en firme, no esterilizada, de bonos garantizados por activos de elevada calidad, como por ejemplo cédulas hipotecarias. En otoño de 2009 comenzaron a revelarse los desequilibrios fiscales en las cuentas públicas de Grecia, poniendo en duda la capacidad del país para hacer frente a sus pagos. La presión se extendió no sólo en la deuda pública y bancaria griega, sino que afectó a los países más débiles del área. Estas tensiones llevaron al Gobierno griego a solicitar ayuda a la UE y al FMI en abril 2010, ya que los mercados solicitaban tipos de interés para la deuda griega a los que no podía hacer frente y no conseguía financiarse por esta vía.

En esta fecha, no contábamos con un organismo capaz de llevar a cabo este proceso de financiación, por lo que el préstamo otorgado al Gobierno griego se pactó de forma bilateral y bajo unas condiciones muy estrictas. También en abril de ese año, el BCE implantó el *Securities Markets Programme*, ideado para comprar los valores de deuda en el mercado secundario de países en riesgo de sufrir un aumento de las tensiones. En este caso, las compras serían esterilizadas con operaciones semanales de drenaje. Este programa se destinó principalmente a la compra de deuda griega, aunque más tarde sería necesario volver a emplearlo para adquirir deuda de otros países en problemas.

Las nuevas tensiones protagonizadas por Irlanda y Portugal, llevan al BCE a reactivar la línea swap con la Reserva Federal y también se abre este procedimiento con el Banco de Inglaterra para cubrir la demanda de libras esterlinas. A pesar de los esfuerzos de las autoridades monetarias, la crisis griega no se detuvo, ya que persistían los problemas en su balanza fiscal y la economía se encontraba en una grave recesión. Por lo tanto, era necesaria una segunda asistencia financiera. Sin embargo, en este segundo caso, para acometer las reformas planteadas por el acuerdo del préstamo fue necesario realizar una quita en la deuda mantenida por inversores privados. Este hecho supuso que los participantes del mercado percibieran el riesgo que supone mantener una posición en deuda soberana, y se produjo un nuevo aumento del riesgo percibido en los países europeos en problemas financieros, que desencadenó en un nuevo aumento de los diferenciales de tipos de interés respecto a la deuda alemana.

La tensión provocada por este evento se sumó al deterioro del balance de las entidades bancarias y al decrecimiento económico, haciendo cada vez más difícil el necesario desapalancamiento público y privado de las economías en situaciones más sensibles. Desde el punto de vista de la deuda pública, los inversores percibían un aumento de los riesgos soberanos, los que subía el tipo de interés exigido a la deuda pública. En el caso de la deuda privada, concretamente en el caso de las entidades bancarias, la preocupación de sus prestatarios por su riesgo país cerraba las puertas a las entidades a conseguir financiación en el mercado interbancario a tipos de interés asumibles. Esta restricción, que en principio afectó a los países en programas de financiación por parte del FMI y la UE, se trasladó finalmente a entidades de crédito de países sin programa de ayudas, como España e Italia.

Esta dificultad para acceder a financiación a costes eficientes, se combinó con un decrecimiento económico severo, acompañado por una caída del valor de los activos de los bancos, que no pudieron liquidarlos sin asumir pérdidas graves para sanear sus balances. El papel predominante del sistema bancario en la canalización del crédito de la UE y el sesgo doméstico que predomina en la exposición soberana de los bancos facilitaron la transmisión de estos impulsos.

El BCE respondió a estas tensiones con la reactivación del SMP en julio de 2011, destinando mayores fondos que en la intervención anterior, debido a la mayor complejidad de la situación. También volvió a introducir en agosto de ese año subastas de liquidez a seis meses y anunciando dos nuevas LTRO para octubre.

Estas medidas se mostraron insuficientes en el corto plazo, ya que los bancos cada vez tenían más problemas para financiarse emitiendo deuda. Una consecuencia de esto era que los bancos no podían ni siquiera emitir nuevos bonos para poder hacer frente a los vencimientos de los ya emitidos, por lo que existía un grave riesgo de que no pudieran hacer frente a los pagos de ese momento. Según los informes del BCE, era muy probable que este evento tuviese lugar, teniendo graves consecuencias para la estabilidad financiera. Por este motivo, el Banco Central Europeo se vio obligado a intervenir de nuevo de forma incluso más contundente con nuevas bajadas de tipos, una reducción del coeficiente de reservas (del 2% al 1%) e introduciendo por primera vez dos subasta de liquidez a plazo de tres años (Very Long-Term Refinancing Operation) por más de dos billones de euros en total.

5.2. Impidiendo la quiebra de países

5.2.1. El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera

En Mayo de 2010, durante la reunión mensual del Consejo de asuntos económico-financieros de la Unión Europea, los 27 miembros del mismo aprobaron la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. El objetivo principal era salvaguardar la estabilidad en Europa, proporcionando un programa de ayuda a los miembros de la zona Euro. Nació con un carácter temporal y eventual ante la crisis de la deuda soberana que estaban atravesando varios estados miembros. Contaba con un presupuesto máximo autorizado de 440.000 millones de euros, los cuales se podían obtener mediante la emisión de bonos u otros instrumentos financieros, que bien se otorgaban en forma de préstamo o se destinaban a la compra de deuda soberana de los países en crisis, para que pudieran realizar cualquier tipo de ajuste. Los bonos emitidos se respaldarían con garantías aportadas por los países de la eurozona, en proporción a la cuota de participación de sus Bancos Centrales en el BCE.

Los bonos emitidos por el EFSF fueron inicialmente calificados con la máxima calificación crediticia por las agencias de rating en septiembre de 2010, aunque en enero de 2012 S&P decidió reducir el rating a AA+ tras la reducción de la calificación de varios estados de la eurozona.

El mecanismo por el que el EFSF entra en acción es sencillo.

1. En primer lugar se debía de realizar la petición de acogerse a la facilidad por parte de un estado. Esta solo era considerara si el país atravesaba graves problemas de financiación y no podía hacerlo a un tipo de interés de mercado aceptable.
2. Una vez realizada la petición, se negociaba un programa de rescate con la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional, después de que un programa de expertos de tres instituciones diferentes: FMI, BCE y la Comisión Europea, se desplazasen a analizar la situación existente. Dicho programa suele forzar al país que solicita la ayuda a adoptar una serie de medidas correctoras, entre las que pueden encontrarse una reforma fiscal, reforma del sistema bancario, etc. El acuerdo se resume en el denominado "*Memorandum of Understanding*". En él, se sientan las bases del rescate y las reformas que el solicitante se compromete a adoptar.
3. Cuando ha terminado el proceso de negociación del programa de rescate del país solicitante y las autoridades, se requiere la aprobación del mismo por unanimidad del resto de miembros de la Eurozona.

El primer programa en recibir aprobación fue el rescate a Irlanda, en noviembre de 2010. En total se aprobó conceder 17.000 millones de euros en formato de ayuda procedentes del EFSF, distribuidos desde el 1 de febrero de 2011 hasta el 4 de diciembre de 2013 en pequeñas fracciones de 0.5 a 2.3 millones de euros⁶, a devolver más de 20 años después en fechas comprendidas entre 2029 la más temprana y 2042 la más tardía. El impacto de la ayuda fue positivo, ya que logró recuperar la senda del crecimiento económico (2,2% en 2011, 0,2% en 2012⁷), además de lograr recuperar la independencia económica (en el sentido de no necesitar más la ayuda de la eurozona) y el acceso a la financiación del mercado.

Unos meses más tarde se aprobaría el rescate a Portugal, en mayo de 2011. En el caso del país vecino se aprobó conceder un máximo de 26.000 millones de euros, cuya disponibilidad finalizó el 18 de mayo de 2014. La devolución del mismo se realizará entre 2025 y 2040. En lo referente a Portugal, la recuperación económica no fue la que es esperaba. En 2011 el PIB cayó un 1,3%, mientras que el año siguiente la caída se fue hasta el 3,2%.

En febrero de 2012 se aprueba el segundo rescate financiero a Grecia, que además conllevaría una quita en principal e intereses de la deuda griega originada en la primera intervención, de la cual Grecia aún podía disponer de 34.400 millones de euros cuya supervisión se transferiría al EFSF. Así pues, para este segundo rescate Grecia podrá disponer hasta diciembre de 2014 un total de hasta 144.600 millones de euros, distribuidos desde marzo de 2012, de los cuales únicamente 10.000 millones de euros restan por ser utilizados. La devolución está prevista entre 2040 y 2050. El EFSF proporcionó como garantía de forma temporal bonos por valor de 35.000 millones de euros al Eurosistema, los cuales fueron cancelados en agosto de 2012.

⁶ <http://www.efs.europa.eu/about/operations/index.htm>

⁷ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>

Tabla 1: Listado de países que accedieron al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera				
País	Cantidad dispuesta⁸	Cantidad Máxima	Fecha⁹	Fecha devolución
Irlanda	17.700	17.000	Noviembre del 2010	Entre 2039 y 2042
Portugal	26.000	26.000	Mayo del 2011	Entre 2025 y 2040
Grecia	141,8	1,8	Febrero del 2012	Entre 2040 y 2050
Fuente: European Financial Stability System				

5.2.2. El Mecanismo Europeo de Estabilidad

Debido a la coyuntura europea y al contagio de la debilidad financiera entre distintos países de la eurozona, se decidió crear un organismo permanente que adoptara las mismas funciones del anterior, que había nacido con carácter temporal y cuya extinción definitiva se produjo cuando terminó el último de los tres rescates. Este organismo, que vio la luz en octubre de 2012, es el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM por sus siglas en inglés). Se trata de un sistema permanente de rescate que proporciona ayuda a aquellos países de la Eurozona inmersos en dificultades financieras.

Su funcionamiento y composición es muy similar a su predecesor. El ESM tiene un capital máximo autorizado de 700.000 millones de euros:

- A. 80.000 millones, aportado en varios plazos (de hecho aún en fase de desembolso) por sus 17 países miembros, las mismas naciones que integran la eurozona.
- B. 620.000 millones, fondos captados en caso de que sea necesario mediante la emisión de instrumentos de deuda a medio y largo plazo, alguno de ellos con vencimientos hasta 30 años.

Para llevar a cabo sus propósitos y cubrir la financiación necesaria para sus actividades, el ESM recurre a la emisión de bonos. En estas emisiones se utiliza como garantía el capital aportado por los diferentes países miembros.

De la misma manera que ocurría con el EFSF, en caso de que alguno de dichos estados miembros atravesase graves problemas para financiarse y lo solicitase, el mecanismo de ayuda del ESM entraba en funcionamiento. La nación solicitante se sometía al estudio de expertos procedentes de tres instituciones diferentes, la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, que analizaban la situación del país, la viabilidad del proyecto, y efectuaban una serie de proyecciones, diseñando el plan de rescate.

Para la aprobación del mismo se ha de cumplir una serie de condiciones:

1. La aceptación de un acuerdo (Memorandum of Understanding) por el cual el país se comprometía a acometer una serie de reformas financieras y/o fiscales para conseguir recuperar la estabilidad financiera.
2. Que el país solicitante del rescate se suscribiese al Pacto Fiscal Europeo, relativo a cuestiones económicas de la nación y que tiene como objetivo lograr la estabilidad presupuestaria de cada uno de los estados firmantes. El Pacto Fiscal Europeo obliga a los países a observar una serie de requisitos, como que el déficit público no supere el 3% del PIB y tener un déficit estructural inferior o igual al 0,5% del PIB.

⁸ En todos los casos, la cantidad dispuesta no se abonaba de una sola vez, se disponía de ellos en un periodo de tiempo.

⁹ La fecha en la que pidieron el rescate y en la que empezaron a proporcionarse los fondos es diferente. Este segunda puede consultarse en la página web del "European Financial Stability System" <http://www.efsf.europa.eu/>

Finalmente se decidía la aplicación de una o varias medidas conjuntas para lograr la recuperación de la nación. Entre estas medidas podíamos encontrar la compra de bonos en el mercado primario por parte del ESM, una recapitalización financiera del sector bancario como fue el caso de España, créditos a medio/largo plazo, etc.

Nuestro país es, junto a Chipre, el único que de momento se está beneficiando de la ayuda del ESM. En el caso de España, los fondos prestados por el ESM suman un total de más de 41.000 millones de euros con vencimiento en 2027 y que tendrá que ser devuelto a partir del año 2022. Este capital ha sido clave para evitar el hundimiento del sistema bancario español. De hecho, han sido 37.000 los millones de euros destinados a la recapitalización bancaria de entidades como Bankia, sin los cuales la caída de los bancos hubiera arrastrado al colapso de la economía española. Desde que se concedió el préstamo, a finales de 2012, el Producto Interior Bruto de la economía española fue frenando su caída, de tal forma que descendió un 0,4% en el primer trimestre de 2013; para reducir su bajada al 0,1% en el segundo y lograr una recuperación del 0,1% en el tercero. Si bien la mejoría del PIB es escasa, lo que no se puede negar es que los inversores recuperaron paulatinamente la confianza en la nación española, lo que se demuestra con una evolución favorable de la prima de riesgo y de la Bolsa española, permitiendo conservar cierto optimismo de cara al futuro. En este sentido, podemos decir que el rescate ha sido positivo, lo que se deberá confirmar con el paso de los años y con el éxito de las medidas adicionales implantadas.

En el caso de Chipre han sido 4.600 los millones de euros prestados hasta el momento a lo largo de 2013, para un total aprobado de 9.000 que el país chipriota podría solicitar en caso de ser necesario hasta diciembre de 2016. El vencimiento previsto del préstamo oscila entre 2027 y 2030. Al igual que en el caso español, la ayuda recibida se destinará en gran parte a la recapitalización bancaria. Además, se llevarán a cabo otras medidas complementarias, como la reducción del sistema financiero, consolidación fiscal, ajustes macroeconómicos, reformas estructurales y un proceso de privatización; todo ello con objeto de corregir los desajustes que han llevado al país a caer en esta situación, y con las que se espera estabilizar la situación de la economía chipriota.

6. Las agencias de crédito

6.1. Introducción

La demanda por parte de los inversores de información fiable y rápida del estado de la economía de un país o empresa ha hecho que las agencias de calificación tomen gran protagonismo, llegando a condicionar las decisiones de inversión de muchas instituciones. Es común, por ejemplo, que ante un descenso del rating, pasando a “High Yield” la institución de inversión tenga que deshacerse de todos esos activos por considerarlos de alto riesgo. Con muestras como esta se ve que ha llegado a un punto donde han cobrado gran importancia, siendo muy necesaria una reglamentación que las regule.

Las CRA (Credit Rating Agencies por sus siglas en inglés) datan desde hace más de cien años. El comienzo de las agencias de crédito data de 1909, cuando John Moody publicó por primera vez una lista de calificación de bonos, centrado principalmente en empresas del ferrocarril. Ante el éxito le siguió la empresa Poor’s Publishing Company en 1916 y Fitch Company en 1924.

Tabla 2: fecha creación agencias de crédito

Rating agency	Year of founding	Scope
Moody's Investors Service	1909	global
Standard & Poor's	1916	global
Fitch Ratings	1922	global
A.M. Best	1999	global
Canadian Bond Rating Service (S&P)	1972	local
Dominion Bond Rating (DBRS)	1976	global
Credit Rating Services of India Ltd.	1988	local
Egan Jones Rating	1995	local
Japan Bond Research Institute	1979	local
Japan Credit Rating Agency	1985	local
Nippon Investors Service	1985	local
Mikumi & Co	1975	local
Korean Investors Service	1985	local

Fuente: Vukašin, K. and Iva, V. (2010)

Las empresas han evolucionado con el tiempo y han sufrido fusiones y adquisiciones, dando lugar a las tres empresas que hay en día copan la mayoría del mercado: Standard & Poor's, Fitch y Moody's, con una participación en el mercado del 40%, 39% y 15% respectivamente¹⁰ También en ciertos países que agencias que operan pero a nivel local, emitiendo solo rating de empresas nacionales. Como es de esperar las grandes empresas que emiten en los mercados internacionales acuden, por lo general, a una de las tres grandes.

En los primeros años de las CRA vendían sus evaluaciones de calidad crediticia a los inversores de manera individual, pero tras la creación de la SEC (Securities and Exchange Commission) en 1934 se requirió que las empresas emitiesen información de sus estados financieros de manera estandarizada. Es desde aquel momento cuando cada compañía creó su tabla de calificación crediticia (que podemos ver en las tablas anteriores). El cambio más importante llegó en los años 30, cuando los reguladores bancarios querían que las entidades solo invirtiesen en bonos seguros, lo que llevó a que en 1936 se prohibiese que los bancos adquiriesen bonos con la categoría de High yield (o bono basura). Otro cambio importante llegó en los años 70. Anterior a ese momento las CRA lo que hacían eran vender la calificación al inversor, pero una serie de hechos llevaron a que el emisor de los bonos fuese el que tuviese que pagar la calificación.

6.2. Metodología

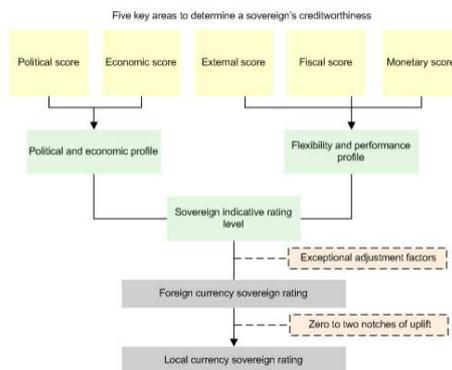
Los bonos de los gobiernos representan aproximadamente el 40% del total del Mercado de bonos que se emiten globalmente, por lo que son un activo importante en el mundo financiero y es por ello que los inversores necesitan información relevante y actualizada de la solvencia de los emisores. Debido a esta necesidad de información fiable es por lo que las CRA han cogido tanto protagonismo en los últimos años, ya que las instituciones de inversión suelen tener muy en cuenta las opiniones emitidas.

En este conector las agencias de crédito juegan un papel importante proveyendo información. Por otro lado ayudan a reducir la asimetría de información entre los emisores y los inversores ya que, como veremos, a la hora de emitir el rating final se analizan muchos campos referentes a la economía del país y distintas variables.

¹⁰ Vukašin, K. and Iva, V. (2010)

Aunque me voy a centrar en la metodología que usa Standard&Poor's a la hora de emitir un rating, las tres principales empresas se basan en unos indicadores muy similares¹¹

Gráfico 5: Metodología Standard&Poor's



Fuente: Standard&Poors

El rating se hace en base indicadores que las empresas de calificación creen que afectan de manera directa a la capacidad de un gobierno para hacer frente a sus deudas. Su análisis de centra no solo en el momento actual, sino que también estudia el pasado económico y político, así como otras factores que indican mayor o menos flexibilidad monetaria y política de cara al futuro. Los cinco factores que toma en cuenta son:

1. El riesgo político y la eficacia de las instituciones públicas se refleja en la puntuación política.
2. La estructura económica y las previsiones futuras de crecimiento se reflejan en la puntuación económica.
3. La posición inversora internacional y la liquidez proporciona una puntuación externa
4. La recaudación fiscal y la carga de deuda configuran la puntuación fiscal.
5. La puntuación monetaria hace referencia a la flexibilidad monetaria.

La puntuación política refleja la visión de cómo las instituciones y la política afectan a la solvencia. También refleja la fiabilidad de la información proporcionada por el país así como potencias riesgos geopolíticos. Por su parte hay tres factores principales en la puntuación económica: el nivel de renta, las previsiones de crecimiento y por último la diversidad económica y volatilidad. La puntuación fiscal hace referencia a la carga de deuda y a sostenibilidad del déficit acumulado.

Para la puntuación final cada uno de los cinco factores recibe una puntuación numérica que va desde el 1 (sería la mejor nota) hasta el 6 (que sería la peor). Más tarde las cinco puntuaciones de combinan para formar un perfil económico y político junto con una perfil de flexibilidad y funcionamiento. Estos dos perfiles son usados para determinar un nivel de rating preliminar, que en la mayoría de los casos concuerdan con el rating final, pero que se puede ver afectado en última instancia por ajustes excepcionales.

En el siguiente cuadro vemos las diferentes opiniones que reflejan los rating:

¹¹ Rojas, E. (2008)

Tabla 3: Opiniones reflejadas en los rating de Standard&Poors	
AAA	Fuerte capacidad para hacer frente a sus obligaciones. Es la puntuación más alta
AA	Fuerte capacidad para hacer frente a los pagos
A	Fuerte capacidad para hacer frente a sus obligaciones pero susceptible a condiciones económicas desfavorables o un cambio en las circunstancias
BBB-	Considerado la categoría más baja del grado de inversión
BB+	Considerado el grado más alto dentro del grado especulativo.
BB	Menos vulnerable en el corto plazo pero existe riesgo de impago ante peores condiciones económicas
B	Más vulnerable a movimientos económicos adversos, pero tiene capacidad actual de pagar la deuda
CCC	Dependiente de condiciones favorables para hacer frente a sus obligaciones
CC	Altamente vulnerable, aunque el default no ha ocurrido es posible que pase.
C	Actualmente muy vulnerable a un impago.
D	Incapacidad de hacer frente a sus obligaciones.
Fuente: Standard&Poors (2014)	

El rating asignado a una compañía cambia a lo largo del tiempo, por lo que es muy importante que se esté actualizando constantemente, adaptándose a la realidad económica del país.

6.3. La importancia de las agencias de crédito

Las CRA son una parte muy importante e imprescindible de mundo financiero. La globalización ha tenido un impacto financiero positivo en los mercados, haciéndolos muy complejos y dinámicos. En este conecto es necesario que un grupo de empresas especializadas analicen (tanto las empresas, cono países e instrumentos financieros) y emitan una opinión crítica que se adapte a las necesidades. En este sentido las agencias de crédito son empresas que están especializadas en estudiar y medir el riesgo de crédito (indicador que usan para medir la probabilidad de impago de un emisor). Los rating que emiten es una opinión independiente acerca de solvencia del emisor. Es muy importante tener en cuenta, que ninguna de las tres compañías insiste en que sus rating son opiniones, y en ningún momento una recomendación de comprar, vender o invertir en ciertos instrumentos o compañías. Esto es una parte muy a tener en cuenta.

Las CRA tienen un papel muy importante en el mercado de capitales. El primero es que ofrece una opinión de la calidad de crédito y lo transmite a los inversores que están interesados. Este es uno de puntos más importantes, ya que son ellos los que recopilan la información relevante y la analizan. Este es un proceso muy costoso, cuyo resultado final hace que cualquier inversión entienda rápidamente, con solo mirarlo, la situación de la empresa. Por su puesto en decisiones de inversión no hay que tomar una única variable en cuenta, por lo que como ya he

dicho no es una recomendación de comprar. Por otro lado su influencia llega hasta los acuerdos financieros. No es raro que un cambio en el rating venga acompañado de un cambio en las condiciones de crédito. Un punto muy importante es que limitan el acceso al mercado de capitales.

El proceso de rating comienza con una petición por parte del cliente o la compañía. Es este la que se encarga del pago de la emisión, por lo que existe un conflicto de intereses¹², ya que por un lado se encarga de pagarlo pero por otro no le conviene que salga una opinión desfavorable ya que dificultaría su entrada en el mercado de capitales o tendría que financiarse a un tipo más caro. Esto provoca el denominado “ratings shopping”, que hace referencia que si una empresa no obtiene lo que espera, acude a otra empresa. A la empresa de calificación por otro lado aunque son entes privadas, ofrecen un servicio público que tiene que ser lo más fiable posible por dos motivos de peso: para el buen funcionamiento del sistema financiero y para mantener su reputación. Hay pues dos polos opuestos.

Se sugieren algunas medidas para solucionar el conflicto de intereses como que el gobierno debe de asumir la responsabilidad de ciertos rating, favorecer la competencia o aumentar la regulación y transparencia¹³. La dificultad de algunas de las propuestas dificulta su aplicación. Por ejemplo la creación de nuevas agencias a nivel mundial es complicado, ya que las tres principales acaparan mucha cuota de mercado y hacerse un hueco en un sector tan competitivo sería muy complicado. Lo más plausible sería la creación de nuevas empresas a nivel local o de país, pero el inconveniente es que las grandes empresas que emiten bonos a nivel mundial acuden a las tres grandes. Lo mismo pasa con los rating de los países, es necesario una gran capacidad para realizar los análisis, y son empresas como Standard&Poor's, Moody's o Fitch las que disponen de recursos suficientes para poder hacerlo.

7. Las agencias de crédito durante la crisis

Que las autoridades hayan puesto el punto de mira en estas agencias de calificación no viene de la actual crisis financiera. Anteriormente hubo una serie de crisis de deuda en el año 1997 que las situó en el ojo del huracán. No obstante no se tomaron medidas legislativas. En el año 2004, la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) publicó un “Código de Fundamentos de Conducta para la Calificación Crediticia”, a la que las principales empresas se suscribieron, lo que mostraba el camino por el cual serían ellas mismas las que se regulasen.

Se dice que las agencias de crédito tienen cierta responsabilidad de la crisis financiera que comenzó en 2007 y se extiende hasta nuestros días. Tanto los responsables de la política, como los participantes en el mercados y hasta las agencias mismas son conscientes de ello, por lo que dada la gravedad de la crisis se vio que no solo bastaría con exigir mejores análisis por parte de las agencias de calificación, si no que sería necesario crear una regulación para que no vuelva a repetirse la situación. Hasta entonces las CRA estaban reguladas en mayor o menor medida pero con el estallido de la crisis ha puesto el punto de mira en estas empresas, demandando una regulación más estricta. En un primer momento se pensó que se dejaría en sus manos la creación de unas normas internas más eficientes, pero según ha ido avanzando se ha hecho patente la necesidad de que organismos superiores creen una normativa. En Europa existía una idea de regulación incluso desde antes.

En este punto trataré de analizar y explicar los factores que hay detrás de la crisis financiera en relación a las agencias de crédito, y como su actuación afectó al ciclo que se inició en Estados Unidos y se extendió al resto del mundo financiero.

¹² Bilal, A. (2013)

¹³ Vukašin, K. and Iva, V. (2010)

7.1. Cómo han influido las agencias en la crisis financiera

A estas alturas hasta las propias agencias de crédito son conscientes que sus actuaciones han contribuido al desarrollo de la crisis financiera. Se podría decir que todo comenzó con las llamadas hipotecas subprime, donde las CRA subestimaron el riesgo de crédito asociadas a los productos estructurados cuyos rating empeoraron lo suficiente para deteriorar la situación del mercado. Se dice que ha habido errores a la hora de realizar los análisis a la vez que se repite el problema de los conflictos de intereses, que para nada han ayudado. Llegó al punto de que la fiabilidad en ellos disminuyó y los inversores no se fiaban, hasta el límite que “llegó a congelar el mercado de crédito” (Bilal, 2013, p.1091).

El crecimiento de los mercados financieros internacionales no habría llegado al nivel actual sin la existencia de las CRA. Es un hecho que su existencia ha ayudado, en primer lugar porque han sido capaces de ofrecer información de cualquier emisión en cualquier parte del mundo, y es entendida internacionalmente. . En un principio las CRA diseñaron un sistema de calificaciones que fuese simple de entender, de modo que cualquier inversor pudiese acceder a activos aunque no estuviese familiarizados con ellos. Esta uniformidad ha permitido que los inversores puedan saber la calidad del instrumento de manera rápida y sencilla, lo que permite que las transacciones se realicen de un modo más rápido. En un primer lugar los bonos de empresas y estados eran a los que se les asignaba un rating, que aunque un inversor individual pudiese realizar la labor por ellos mismos le llevaría mucho tiempo, y más teniendo en cuenta la multitud de títulos que hay disponibles para invertir en el mercado financiero.

Donde realmente toman importancia mayúscula las CRA son en los mercados de productos estructurados y donde veremos que han tomado el papel principal. Este tipo de mercados son tan complejos que sin su trabajo no se podrían haber desarrollado, ya que requiere un nivel de conocimiento muy amplio. Además han ayudado a que emisiones de baja calidad no puedan acceder al mercado de capitales, es lo que denominan “*gatekeepers*”¹⁴

La complejidad de estos instrumentos provocó una volatilidad en los rating que no se había visto hasta la fecha en emisiones como bonos. El resultado de esta inestabilidad hizo que minara la confianza en ellos. También han sido acusados de cometer fallos muy serios a la hora de calcular el riesgo asociado a los productos estructurados. La primera crítica data de 2008¹⁵, cuando el Foro de Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum) emitió un informe en el que las CRA habían subestimado de manera muy importante el riesgo asociado a los productos estructurados, y fue debido a deficiencias metodológicas. Entre algunos de estos fallos puede nombrarse por ejemplo una mala selección de datos históricos, una parte muy importante que de hacerlo correctamente habría aumentado el riesgo¹⁶. No obstante las agencias de calificación introdujeron unas medidas que fueron bien vistas por el informe. Por otra parte el informe hacía hincapié en diferenciar entre las manera en el que se realizaba los rating de los productos estructurados y de los bonos, ya que en el primer caso había más riesgo que en el caso de los bonos.

¹⁴ Ver Larger y Knyphausen-Aufseß (2012)

¹⁵ Para más información leer “*Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*”, p. 32-33

¹⁶ Utzig, S. (2010)

7.2. Un problema derivado de las hipotecas subprime

Una crisis de tamaño magnitud no se forma de la noche a la mañana, ha habido una serie de factores que juntos han desembocado en el problema. Entre ellos se encuentra, por ejemplo, el excesivo crecimiento de la titulización¹⁷ de hipotecas, la también excesiva proliferación de instrumentos financieros complejos y la excesiva confianza de los agentes en los rating emitidos por las CRA, entre los más destacables.

El crecimiento del mercado secundario de hipotecas ha sido la base del proceso que ha terminado en la crisis. El aumento de las hipotecas subprime ha sido debida a múltiples factores como requerimientos menos exigentes para acceder a ellos o préstamos baratos llevó a que se le concediesen a personas que tenían un perfil de riesgo de impago más alto de lo habitual. Para comprender mejor el papel de las agencias de crédito en el proceso de la crisis financiera es necesario ver como se realiza todo el proceso¹¹:

1. Todo comienza cuando el cliente potencial pide un préstamo para un banco
2. Los bancos, principalmente los comerciales, se lo ofrecen a los clientes, pero en vez de reflejarlo en su balance lo que hacen es vendérselo a un tercero (habitualmente bancos de inversión).
3. El banco que ha comprado los derechos de las hipotecas las tituliza en diferentes clases de valores (securities en inglés)
4. Antes de lanzarlos a los mercados financieros al agencias de calificación de créditos les asignan un rating
5. Por último los inversores compran estos valores.

El papel que juegan pues las CRA es muy importante, ya que si sitúan en el paso posterior a la venta de los valores a los inversores últimos. En este sentido se les acusa de estar en el centro de la crisis financiera por el hecho de que muchos de los inversores confiaron en sus calificaciones. Por un lado también hay que entender que no toda la culpa se les puede achacar a ellos, si bien es cierto que sus rating nos estaban elaborados de manera correcta los inversores tampoco han debido de confiar ciegamente en ellos.

Hay diferentes opiniones acerca de si las agencias de calificación de crédito han influido en la crisis financiera, y de hacerlo en qué manera y hasta qué punto. Lo que nadie duda, como ya he mencionado, es que los inversores confiaron de sobremanera en los rating asignados a los diferentes valores titulizados. Mencionar que cierto tipos de inversores, habitualmente solo pueden invertir en valores que tengan determinada calificación, por lo que en cierto modo, las CRA cuando asignan la máxima calificación a unos valores o bonos, en cierto modo están dirigiendo los flujos de dinero en esa dirección.

7.2.1. La titulización: el vehículo del contagio

La titulización ha sido el medio por el cual el impago de las hipotecas subprime afectó al resto del mundo. Es un proceso complejo que comienza cuando las instituciones de inversión compran las hipotecas a los bancos comerciales. Con estas hipotecas se forman los denominados “*Residential Mortgage-Backer Securities*” (RMS), que consiste en un paquete de diferentes hipotecas. Estos a su vez son divididos en diferentes tramos atendiendo al riesgo que acumulan. Como se repite en el mundo de las finanzas, entra en juego el binomio rentabilidad-riesgo, y como cabe esperar aquellos paquetes que tengan un mayor riesgo de sufrir impago serán aquellos a los que se les remunere con un mayor tipo de interés. Los

¹⁷ Se puede definir como la venta de activos que proporcionan derechos de crédito a inversores.

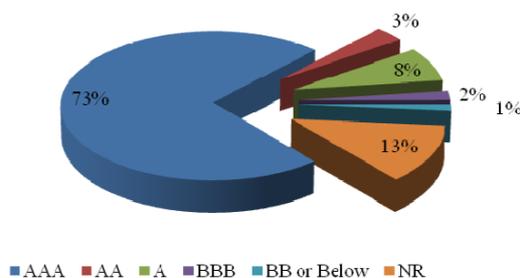
intereses y el principal que los bancos de inversión reciben por el pago de las hipotecas los usarán para pagar a los inversores.

En la creación de estos instrumentos tan complejos entran en juego las CRA. Los RMBS son estructurados por las instituciones de tal modo que obtengan el mejor rating posible. En un primer lugar las CRA llevan a cabo un análisis muy complicado en el que, basado en modelos cuantitativos, tratan de calcular la pérdida esperada que puede ocurrir según varios escenarios. El objetivo de calcular las pérdidas es para ver si obtendría la mayor calificación (y con ello la mayor seguridad), y en caso de no hacerlo modificarlo para poder alcanzarlo. Seguidamente se hace un análisis de flujo monetarios, y en este punto estudian los préstamos principales son suficientes para pagar los principales más el interés. Por último se reúne un comité para determinar que calificación obtendrá. En 2007 la mayoría de estos productos (60% del total) tenían la máxima calificación.

Como he comentado el binomio rentabilidad-riesgo siempre está presente en las finanzas, pero en este caso a pesar de tener la máxima calificación crediticia, el interés que proporcionaban eran mucho más altos que bonos de empresas o gobiernos con la misma calificación (AAA), llegando a recibir hasta seis veces más rentabilidad¹⁸. Por otro lado el modo en el que se calculó el riesgo de estas titulaciones no fue correcta: por una parte las agencias no se preocuparon lo suficiente por la exactitud de la información en la que se basaban. Por otro lado, como he comentado anteriormente en la metodología, parte de la información que se usa es histórica referente a tiempos pasados, pero al ser estos instrumentos tan recientes dicha información no era adecuada ya que en los años anteriores el mercado de esos valores había sufrido un rápido crecimiento y no reflejaba la realidad. En este caso, y como se ha visto, los tiempos pasados para nada reflejaron el futuro y es una parte muy importante del problema.

Para concluir y entender porque afectó también a Europa es necesario este gráfico, en el que se muestra la cantidad de valores estructurados en porcentaje en el continente:

Gráfico 6: porcentaje de activos según calidad crediticia

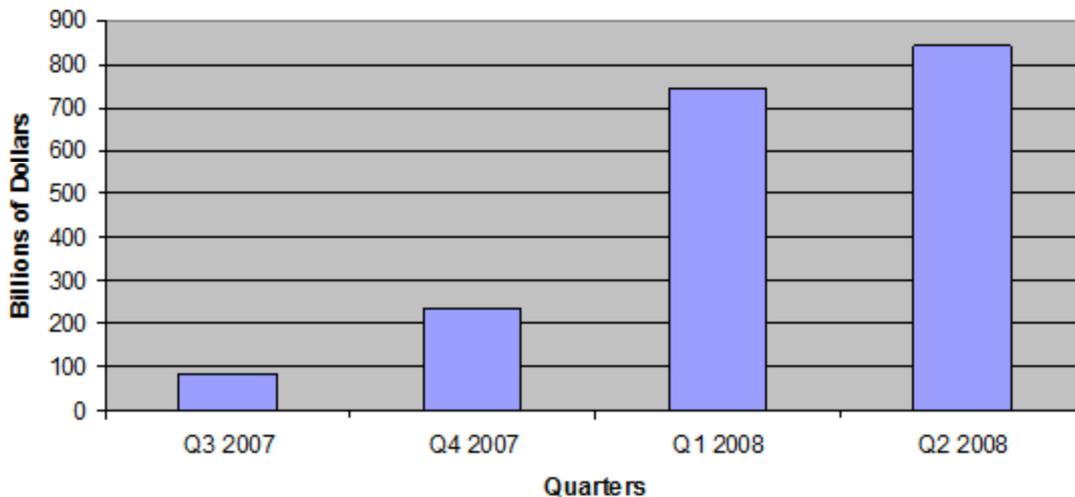


Fuente: Vukašin, K. and Iva, V. (2010)

Ante la buena rentabilidad que ofrecían y el rating asignado muchas instituciones de inversión europeas se lanzaron a adquirir estos productos. De ellos, la gran mayoría tenían la máxima calificación crediticia, que en muchas ocasiones no se ajustaba a la realidad. Con el paso del tiempo muchos de esos productos pasaron de ser AAA a la peor calificación, como vemos en el gráfico inferior, lo que hizo que muchos inversores se preguntaran si sus inversiones eran seguras. Esta falta de confianza provocó que nadie quisiera invertir en productos financieros, incluso en los que tenían mayor calificación, lo que provocó que en el mercado no se produjesen transacciones.

¹⁸ Vukašin, K. and Iva, V. (2010)

Gráfico 7: cantidad en miles de millones dólares de MBS que redujeron rating



Fuente: Bilal, A., (2013)

7.3. La implicación de los bancos

Es un punto importante a explicar también lo papel que han jugado los bancos en todo el proceso de la crisis financiera, y como sus actuaciones favoreció su llegada con las llamadas hipotecas subprime. Otro punto a explicar será que responsabilidades se les puede pedir por sus malas conductas, y como efectivamente la justicia ha visto su culpabilidad y ha impuesto multas nunca antes vistas a ciertas entidades.

Por una parte los bancos comerciales entran en juego. Las hipotecas son una parte fundamental del negocio de esta clase de bancos, mediante la captación de depósitos de los clientes, conceden a las personas el dinero necesario para comprar una propiedad o invertir en una actividad. Con la diferencia entre los dos tipos de intereses (el que ofrece por el depósito, y el que piden por el préstamo) obtendrán su beneficio. Los préstamos concedidos por las entidades se incluyen en el balance y tienen que estar respaldados necesariamente por capital social. Por esto mismo es por lo que los bancos toman mucha precaución a la hora de conceder hipotecas. En este punto se les acusa de conceder hipotecas a personas con bajos recursos¹⁹

El proceso de titulación se llevó a cabo ya que al banco que concede la hipoteca tiene muchas ventajas, les permite transformar activos muy poco líquidos en instrumentos negociables. Una entidad que concede una hipoteca deja de disponer de los fondos y asume un riesgo ante un posible impago. Con la titulación lo que consigue es vender la hipoteca a otra entidades, y con ello vuelve a obtener fondos que puede utilizar, y lo más importante de todo, el riesgo lo transfiere por lo que lo elimina de su balance. Esto remite al párrafo anterior, dónde una vez que no asumen el riesgo de impago, conceden hipotecas pidiendo requisitos más laxos.

Los bancos de inversión se dedicaban a comprar miles de hipotecas a los bancos comerciales y con ellos los juntaba, y posteriormente los dividía en tramos, que a su vez eran vendidos a diferentes inversores. Entre estos se encontraban fondos de inversión, universidades etc. Como con las agencias de rating, la negligencia fue confiar en los modelos matemáticos a la hora de calcular el riesgo asociado.

¹⁹ Bilal, A. (2012)

Las autoridades, que han visto la implicación de varias entidades en todo el proceso, iniciaron investigaciones para ver hasta qué punto estaban implicadas. La conclusión fue que la actuación de ciertos bancos e instituciones de inversión llevaron finalmente al problema de las hipotecas subprime que desencadenó la crisis financiera internacional, y a consecuencia de ello se han impuesto multas cuyas cifras alcanzan cifras nunca antes vista. Por ejemplo J.P. Morgan llegó a un acuerdo por el que tendría que pagar una suma que alcanza los 13.000 millones de dólares. El punto clave de todo el asunto sería ver que alcance real tiene este tipo de sanciones. Bien es cierto que es una cantidad muy elevada, pero lo realmente importante sería poder calcular las ganancias acumuladas por esta empresa. El verdadero efecto disuasorio sería si la multa impuesta superase a los beneficios obtenidos, ya que de ese modo desincentiva realmente que vuelvan repetirse dichas conductas. Por otra parte, si llegasen a ese nivel la continuidad de la empresa sería dudosa ya que alcanzaría unas cifras inasumibles.

Al igual que a J.P. Morgan, a la entidad Bank of America está negociando con las autoridades del país el pago de una sanción que se aproxima, e incluso puede superar, a la impuesta a J.P. Morgan. En ambos casos parte de las cifras irá destinada a los clientes afectados por las hipotecas subprime.

8. Regulación de las agencias de calificación de crédito

La idea por parte de ciertos organismos de crear una regulación para las agencias de calificación de crédito no ha surgido a partir de la actual crisis financiera. Ya en anteriores ocasiones, como por ejemplo con el escándalo Enron y WorldCom ha habido una creciente demanda de crear una normativa para regular su funcionamiento. Aun así, aunque la idea estaba presente, en ocasiones anteriores no se llevó finalmente a cabo, pero como hemos visto con la creciente implicación de este tipo de empresas es una tarea que no se puede demorar más para que no vuelva a pasar ningún caso parecido y sus calificaciones sean lo más precisas posibles.

Es muy importante saber, antes de redactar ninguna regulación, que es lo que se quiere conseguir efectivamente con ella y de qué modo se quiere llevar a cabo. Para ello es muy importante tener en cuenta para qué es y para que no sirve un rating. El resultado final ha de ser que las calificaciones emitidas por las diferentes empresas tienen que ser lo más fiables posibles. Se puede pensar que un modo de conseguir ese objetivo fuese que se revisasen las metodologías, e incluso el gobierno propusiese unas normas para ello. Pero la realidad es que ha de dejar que, en base a experiencias pasadas, sean las propias CRA las que elaboren una metodología de calificación que refleje fielmente y con exactitud la realidad financiera. Eso es porque en caso contrario, si fuese el propio gobierno el que dictase la metodología, ante un evento de crédito se les podría marcar como responsables de ello. Esto además no es compatible con la forma de funcionar que tienen las agencias de calificación de crédito, que a pesar de ofrecer un servicio público, son un ente privado.

Por otro lado hay un debate abierto acerca de si deben de ser las propias agencias las que creen una normativa para que se regulen, o si ha de ser el estado el que la cree. Por el primer camino ya hubo un acercamiento cuando en 2004 la International Organization of Securities Commissions publicó un código de conducta a la que se suscribieron las tres principales empresas del sector. Este camino es una opción a seguir, pero ha de haber una supervisión de las normas que ellos mismo se imponen, y en caso de que no se cumplan se impondrán sanciones. Además muchos son los que piensan que a ellos mismos les conviene que sus rating sean los más fidedignos posible, ya que si no el mercado perderá la confianza en ellos. En contraposición hay una corriente que afirma que aunque estos no se reflejen fielmente la

realidad, la falta de competencia hace que la falta de reputación no les afectase de igual manera que si hubiese muchas más empresas que ofreciesen el servicio.

8.1. Regulación de las Agencias de Calificación de Crédito durante las crisis

Antes del estallido de la crisis la regulación en Europa iba encaminada en el sentido de una autorregulación por parte de las agencias de calificación de crédito, con ciertos mecanismos como el código IOSCO. De hecho en el año 2005 el “*Committee of European Securities Regulators*” (CESR) aconsejó a la Comisión Europea no regularlas. En vez de ello, abogaba por supervisar como implementaban el código elaborado por IOSCO. La línea de actuación era que las CRA se acogiesen voluntariamente al código. Las tres empresas más relevantes aceptaron, por lo que la Comisión Europea no vio necesaria la creación de nuevas normas legislativas.

La crisis financiera llevó a que los reguladores pensasen que el código elaborado por la IOSCO no era adecuado, y como resultado de todo lo acontecido llevó a que se revisase de nuevo para ver en qué puntos había fallado. Sobre todo, y en vista de por qué surgió todo, quería principalmente revisar la parte relacionada con los productos financieros estructurados. A continuación nombro algunos de los cambios introducidos.

Para proteger la calidad del proceso, algunas de las normas van encaminadas a asegurarse que la calidad de la información que necesitan para realizar el rating sea lo suficientemente buena como para que este refleje la calidad. Además es necesario que la metodología y modelo se revisen cada cierto tiempo para adaptarse. Los analistas encargados del proceso estarán suficientemente experimentados para que el proceso de decisión se lleve de una manera objetiva. Por último al ser el mundo de los productos financieros tan complejo y estar en constante cambio, las agencias han de ser capaces de asignarles un rating lo más realista posible.²⁰

Además de la reforma del código IOSCO, en la Unión Europea también se tomaron medidas. La Comisión Europea pidió a la Autoridad Europea de Valores (*Committee of European Securities Regulators* en inglés) que realizara un informe en que se centrase sobre todo en la metodología aplicada por las agencias y potenciales conflictos de intereses como los puntos más reseñables. Las recomendaciones que propusieron fueron las siguientes²¹:

1. El código IOSCO debería ser un requisito mínimo que cumpliesen todas las agencias de calificación de crédito.
2. Las CRA deberán de proporcionar cualquier información que se las requiera, ya sea la metodología que usan, la información que recopilan, etc.
3. Proponen la creación de un organismo internacional para establecer unas normas de obligado cumplimiento a la vez que supervisan su efectivo cumplimiento. En este organismo los emisores, inversores e instituciones estarán representadas protegiendo sus intereses, limitando el papel de las CRA a simplemente proponer las normas mínimas. Los responsables del organismo a su vez serán nombrados por los supervisores internacionales.
4. Si el organismo es incapaz de asegurar la transparencia de los rating serán los supervisores financieros los encargados de ellos.

²⁰ IOSCO Code (2008)

²¹ Utzig, S. (2010)

5. Es también recomendable que el proceso se inicie lo antes posible, haciendo uso de la normativa en caso de que no se lleve a cabo o se retrase.

9 Conclusiones

Las conclusiones que extraigo de artículo son numerosas. En primer lugar las medidas para que no se den este tipo de situaciones ha de formularse desde antes de que surja el problema, porque una vez que estamos inmersos en él es más difícil de solucionar. En este sentido ha de vigilarse que las cuentas de un país no muestren signos de mal funcionamiento y estén lo más saneadas posible, para que cuando llegue la fase descendente del ciclo no se vean tan expuestas. En este camino existe el llamado "*Pacto de Crecimiento*", firmado por todos los países de la Unión Europea, para conservar la estabilidad de la Eurozona, ya que un país que incurriese en excesivo déficit podría penalizar a los demás en el tipo de interés. Uno de los puntos en los que más hincapié hace, es en el límite de 3% de déficit, pudiendo existir sanciones si se sobrepasa. Lo que no contempla es que las economías sufren ciclos, y ese porcentaje es independiente de que esté creciendo o en recesión. En el momento actual llevará todavía un tiempo volver a los niveles requeridos, por lo que los requisitos del Pacto de Estabilidad han de adaptarse a la situación económica.

Respecto a las medidas tomadas, debido a la intensidad de la crisis, el BCE tuvo la necesidad de introducir medidas de carácter no convencional para asegurar el mecanismo de transmisión y salvaguardar la estabilidad del sistema financiero europeo. Es Banco ha estado permanentemente exigido por las circunstancias y ha necesitado tomar medidas cada vez más fuertes, sobre todo tras la caída de Lehman Brothers en 2008. A pesar de ello, y debido al efecto positivo que tuvieron muchas de sus medidas, podemos decir que ha cumplido con su papel estabilizador en gran medida, sobretodo limitando las tensiones en los mercados de deuda soberana. Debemos asimismo, tener en cuenta el papel de la política monetaria en las economías de los países desarrollados en la actual crisis, para tener en cuenta que únicamente son capaces de limitar los impactos financieros y monetarios, y no son capaces de resolver las causas que crearon la crisis o la agravaron en los países europeos.

Sobre la creación de los fondos como el Mecanismo Europeo para la Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, cabe destacar que en estas operaciones, los países receptores y beneficiarios de ayuda consiguieron financiarse a un tipo de interés ventajoso en relación al tipo de interés que hubiesen tenido que ofrecer a sus inversores en caso de que decidieran emitir deuda. Dichas condiciones tuvieron como fin que los países afectados pudiesen centrar sus esfuerzos en una serie de acciones, normalmente relacionadas con una reestructuración del sistema financiero nacional, unido a otra serie de reformas impuestas por los organismos supervisores con el propósito de devolver a la nación a la senda del crecimiento y de la estabilidad económica. El objetivo final era proporcionar una mayor estabilidad a la eurozona. En vista del rumbo que tomó la crisis podemos decir que su creación fue un punto muy importante para que los países pudiesen seguir financiándose, aun con los mercados en contra y con riesgo de entrar en suspensión de pagos. Actualmente países como España o Grecia están financiándose con tipos aceptables en el mercado y su prima de riesgo está convergiendo de nuevo. Es muy difícil saber qué hubiese pasado si a los países no se les

hubiese ayudado, pero sus ayudas fueran imprescindibles para que ciertos países pudiesen salir adelante.

Por último actual crisis financiera ha sido consecuencia de muchos factores que han interactuado entre sí. El crecimiento de las hipotecas y la titulación por parte de los bancos, favoreciendo la aparición de instrumentos financieros muy complejos y la excesiva confianza por parte de los inversores en las agencias de calificación de crédito son cuatro de las principales causas. Tras haber analizado su actuación, vemos que las CRA han jugado un papel esencial en todo el proceso. Su mala metodología a la hora de calcular el riesgo fue un factor muy importante, sobre el cual se debería de formular una regulación futura. Como ya comente anteriormente es necesario que rehagan sus fórmulas para calcular el riesgo, de modo que el rating emitido sea lo más fiel a la realidad posible. Por otro lado también deberían de ser más precavidos a la hora de elegir los datos sobre los que van a trabajar, porque una mala muestra lleva a unos malos resultados que distorsionan la valoración. Además hay un problema añadido, y es que donde hay más dificultades a la hora de realizar el rating es en el área de los productos financieros estructurados, ya que muchos de ellos son de reciente creación y su registro de rendimiento es bastante limitado.

Respecto a la regulación habrá que revisarla y endurecerla en la medida de lo posible. Aunque ya se ha empezado a introducir una serie de medidas, no hay un consenso que acerca de un conjunto concreto que les afecte a nivel global. Sería necesario crear una organización internacional donde todos los agentes relacionados puedan involucrarse para proponer reglamentaciones que den lugar un mejor funcionamiento.

Bibliografía

- Banco Central Europeo, (2011) *“El Banco Central Europeo, El Eurosistema, El Sistema de Bancos Centrales Europeos”*
- *Statistical Data Warehouse*, Banco Central Europeo
- Benzo, A., and Cuerpo, C. (2012), *“La crisis de deuda soberana, una perspectiva europea”*, Perspectivas del sistema financiero, Nº 105/2012
- Bilal, A. (2013), *“Financial Crisis 2007-2009 how credit rating agencies, mark to market and shadow banking system generated and worsen the crisis?”*, Ecorfan Journal, Vol. 4, Nº. 10, 2013, p. 1087-1102
- Bilal, A. (2012), *“Financial innovations: Role of CDOs, CDS and securitization during the US financial crisis 2007-2009”*, Ecorfan Journal, Vol. 3, Nº. 6, 2012, p. 125 - 139
- Cour-Thimann, P. and Winkler, B. (2013), *“The ECB’s Non-Standard monetary policy”*, Working Paper Series, Nº 1528
- European Stability Mechanism, *“Lending Operations”*,
- European Financial Stability System, *“Financial Assistance”*,
- Europeg (2012), *“¿Avanza realmente la Unión Europea hacia una unión Fiscal?”*, Policiy Brief, Nº 3,
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) Code 2008.
- Katz, J., Salinas, e. and Stephanou C. (2009), *“Credit Rating Agencies: no easy regulatory solution”*, The World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vice Presidency, Crisis Response Policy Brief 8
- Lane, P. (2012), *“The European Debt Crisis”*, Journal of Economic Perspectives – Vol. 26, Nº 3, P. 49 – 68
- Loser, P. (2013), *“Financial Crisis – The Liability of Banking Institutions”*, Journal of European Tort Law; August 2013, Vol. 4 Issue: Number 2 p128-162, 35p
- Martín, D. and Cortina Antonio (2011), *“La crisis de deuda soberana Europea: una visión general”*, La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del euro?, ISBN 978-84-615-5812-4, 95-106
- Millaruelo, A. and del Río, A. (2010), *“Las medidas de política monetaria no convencionales del bce a lo largo de la crisis”*, Boletín Económico, Enero 2013,
- Rojas, E. (2008), *“La calificación del riesgo soberano”*, TEC Empresarial, Vol. 2 Ed. 2, 21-27
- Standar&Poor’s 2014, *“Credit FAQ: An Overview Of Standard & Poor’s Sovereign Rating Criteria Update”*
- Utzig, S. (2010), *“The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective”*, ADBI Working Paper 188
- Verona, M^a C. and Déniz J. (2011) *“Las agencias de rating y la crisis financiera de 2008: ¿El fin de un poder sin control?”*, Criterio Libre, Vol. 9, Nº 14, 127-160

- Vukašin, K. and Iva, V. (2010) *“The role and significance of rating agencies during the crisis period”*, Conference Proceedings: International Conference of the Faculty of Economics Sarajevo (ICES). 2010, 1-14

