

SUPLEMENTO

132

RePro
REALIDAD PROFESIONAL

INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

Las calificadoras de crédito



Ciencias Económicas

CONSEJO | BUENOS AIRES



Las calificadoras de crédito

Conocidas en el ámbito internacional como Agencias de Calificación Crediticia (“Credit Rating Agencies”-CRA-), están ubicadas en el punto más candente del escenario económico y político internacional. Eliminaron la nota máxima a EE.UU. en agosto de 2011 y rebajaron de un plumazo, a partir de enero de 2012, la calificación de la mayoría de países europeos, de sus bancos y el fondo de rescate que crearon.

Y recién entonces, fueron blancos de las críticas más acerbas. Esta vez no fueron funcionarios de segunda línea. De manera personal lo hicieron quienes presiden los países más poderosos del planeta.

Se está reproduciendo un problema similar al papel de las auditoras a inicios de este siglo (fines del 2001), donde los informes de Arthur Andersen sobre la multinacional energética de origen estadounidense Enron, se convirtieron en la piedra del escándalo debido a la compleja trama de conflicto de intereses.

Tal como en aquella oportunidad nos ocupamos de las grandes empresas de auditoría, ahora lo hacemos con las calificadoras debido a la íntima relación que tienen estas actividades con la profesión de Ciencias Económicas.

Las agencias de calificación se encargan de valorar el riesgo del crédito privado y público a través de los productos financieros ofertados. O de otra forma el nivel de solvencia o capacidad de pago del emisor.

Quienes adquieren esos valores en el mercado financiero son los usuarios de la información, pero el costo de esa evaluación corre a cargo del emisor de títulos.

Cada agencia utiliza su propia escala de medición del riesgo, aunque las más importantes utilizan un cartabón muy similar. La clasificación básica es, entre productos con “grado de inversión” y productos con “grado especulativo”. Y cada una de ella posee distintos niveles.

El FMI ha estudiado el tema (Global Financial Stability Report-2010), y computa 74 de esas agencias en el mundo, aunque advierte que sólo tres de ellas (“the big three”: Fitch, Moody’s y Standard and Poor’s -S&P-) conforman el grueso de la actividad. Según algunos observadores, al menos el 90% del mercado.

LA EVOLUCIÓN DE LAS AGENCIAS

Nacen con el desarrollo del ferrocarril en Estados Unidos. En 1860 Henry V. Poor publica el estado financiero de las empresas de esa actividad y lo actualiza anualmente. Esto sirvió de guía a los inversores financieros para seleccionar los bonos ofrecidos en función de la capacidad de repago de los emisores.

En 1909 aparece Moody’s. Fitch comienza sus actividades en 1913. En

1941, Poor se fusiona con una agencia de información económica (“Standard Statistics Bureau”) y nace Standard & Poor’s. Luego, un complejo proceso de fusiones y absorciones llevó a estas tres agencias a una dimensión y a un poder inconmensurable.

En las primeras etapas de su actuación no existieron problemas serios con el papel de estas agencias. Lo hacían, de modo predominante, dentro de los límites de un mercado financiero que prestaba al sector privado. Pero en las últimas décadas ese mercado modificó sus características de manera radical. Desde los ‘80 del S. XX, los bonos soberanos (emitidos por los estados) comienzan a ser predominantes. Y el problema estalla cuando en esos estados soberanos comienza a aparecer el fantasma del incumplimiento.

El caso argentino de fines de los ‘90 fue uno de los antecedentes más importantes en esa década. Pero el apresurado cambio de calificación que coadyuvó a la crisis de nuestro país sólo fue advertido por pocos observadores y fronteras adentro. El problema, a nivel internacional y de manera pública, recién apareció en toda su dimensión con la crisis financiera iniciada hacia fines del año 2007 en los países desarrollados y que luego prosiguiera de manera exacerbada en Europa bajo la forma de una crisis de la deuda.

Esos países, sus bancos y sus empresas, contaban con las más altas calificaciones de las agencias, y algunos fueron descendiendo desde ese nivel hacia la categoría de “bonos basura”. Allí fue cuando sus gobiernos utilizaron toda su artillería verbal contra estas agencias. Las hicieron responsables de todos sus males y amenazaron con fuertes regulaciones.

CRÍTICA A LAS CALIFICADORAS

Las acusaciones están referidas a problemas de mala praxis. Pero allí se mezclan problemas metodológicos, éticos y de transparencia. Y todo esto potenciado por regulaciones incorrectas. Repasemos cada una de ellas bajo nuestra perspectiva.

Problemas metodológicos

Hacen referencia al marco teórico y a la perspectiva del análisis.

Marco teórico

El problema aparece cuando se analiza el riesgo soberano de los estados. Allí, la apreciación respecto al funcionamiento de la macroeconomía resulta fundamental. Y estos analistas adoptan como marco teórico la corriente académica predominante: el análisis neoclásico que informa toda la ortodoxia económica.



Esto significa prescindir de los aportes de la heterodoxia. Desde ese punto de vista el análisis se ve afectado por la ausencia de:

- Aspectos estructurales de la corriente real
- Perspectiva histórica de la economía
- Horizontes de mediano y largo plazo
- Factores institucionales
- Análisis integrado de los flujos real y financiero

Utilizan sólo variables financieras con efectos en un horizonte de corto plazo. Además, la evaluación de los distintos aspectos se realiza dentro de un esquema de “compartimentos estancos”.

El análisis que surge de estas condiciones puede provocar serios errores en la apreciación global de la economía: Veamos algunos ejemplos de lo ocurrido en las últimas décadas.

- El Banco de Inglaterra estudió el papel de las agencias en una serie de crisis puntuales en los '90. De 17 casos sólo redujeron la nota en la fase previa al colapso en cuatro de ellos. En el caso de México, dieron una excelente nota por sus títulos de deuda hasta el momento anterior a la declaración de “default” de ese país el 20 de diciembre del año 1994.
- En el año 2002, una agencia otorgó a Japón una calificación más baja que a uno de los países más atrasados del África (Bostwana), que justamente por su condición recibe ingente ayuda solidaria de aquel país. Y Japón, desde aquel momento sigue colocando bonos a las tasas más bajas del mercado mundial.
- Crearon una alarma artificial con el supuesto “default” de EE.UU. en agosto de 2011, y la correspondiente reducción de nota, cuando en realidad se trataba sólo de problema político-institucional: la aprobación por parte del Congreso del nuevo nivel de deuda. No existía problema alguno de tipo económico para pagar la deuda y que ésta pudiera seguir creciendo a partir del déficit presupuestario. No tuvieron en cuenta causas históricas e institucionales. Es el país emisor de la moneda en el que se denomina la deuda mundial, y en el que se constituyen las reservas del mundo. Y como si fuera poco, incurrieron en un error aritmético (admitido por la agencia) de US\$ 2,0 billones (millón de millón) en las estimaciones presentadas.
- El periódico financiero con mayor inserción en los mercados financieros de EE.UU., “The Wall Street Journal”, realizó un estudio sobre la efectividad de las agencias que abarca un período de 35 años. Allí se demuestra que las calificaciones, cuando se trata de deuda soberana, no deberían ser utilizada como predictor del cumplimiento de compromisos. En todos los casos en que se verificó el “default”, las calificaciones tuvieron gruesos errores en los 12 meses anteriores a la concreción del hecho. (La Nación-WSJ Américas - 12-08-2011)

Como desde Septiembre de 2011 Argentina exige a estas agencias publicar sus manuales de procedimientos, nos dirigimos a la metodología de las tres calificadoras más importantes, expuestas en el sitio de la Comisión Nacional de Valores (CNV). (http://www.cnv.gob.ar/infoninan/calif/pub/esp/app/ca_CR_Sel.asp?Lang=0).

De su examen surge una metodología muy completa y ajustada para el

análisis de productos financieros de empresas (privadas y públicas) y bancos. Respecto a la especificidad del sector público nacional (principal generador actual de títulos en el mercado) no existen referencias. Sólo Moody's especifica métodos de análisis, pero son exclusivamente de tipo fiscal.

Sí existen métodos para evaluar títulos de estados locales (provincial y municipal), con indicadores de desempeño fiscal, estructura productiva, nivel y crecimiento del PBI, etc. Sin duda la complejidad del análisis de gobiernos locales es mucho menor a la de gobiernos nacionales donde intervienen los análisis del flujo real y sus sectores, del flujo financiero con sus aspectos fiscales, monetarios y externos, y sus respectivas interrelaciones. Sobre esto, sencillamente no hay nada en esos manuales.

La ausencia de criterios objetivos para el análisis de la economía global, contribuye a caer en apreciaciones ideológicas donde lo que se está calificando no es el grado de solvencia de una economía, sino el grado de aproximación a una política económica de raíz ortodoxa.

Perspectiva del análisis

Surge de la incompatibilidad entre informes que representan una “fotografía” de aquellos donde el enfoque es el de un “film”. Es decir, informes puntuales versus informes de tendencias. Veamos como lo expresa el problema el citado informe del FMI:

“El capítulo muestra que una técnica de suavización típica utilizada por lo menos por una de las calificadoras tendría probabilidades de contribuir a la prociclicidad de las calificaciones, en comparación con un método que refleja debidamente información “puntual”. La razón es que la calificación “a lo largo del ciclo” espera hasta detectar si la degradación es permanente, más que pasajera, y si es de más de un escalón.” (FMI, citado, Pag. 10 – Resumen – editado en español)

Problemas éticos

Están referidos a la introducción de evaluaciones políticas en los informes, la utilización de advertencias y su ligazón con el objeto de análisis.

Evaluaciones políticas

Las agencias introducen en los informes consideraciones políticas. Esto no significa que resulte innecesario hacerlo ya que en determinadas coyunturas pueden ser decisivas para el análisis económico. Sin embargo, se hace “de contrabando”, es decir, no se diferencia entre una “opinión” política y una evaluación económica en base a información objetiva. Las consideraciones políticas tienen un altísimo grado de subjetividad y casi nunca se apoyan en un instrumental de medición. Esto debería advertirse al lector de los informes, separando claramente las consideraciones basadas en elementos objetivos de aquellas que no lo son. Al no hacerlo, todas las opiniones, tanto aquellas basadas en elementos objetivos como las de tipo subjetivo, quedan en un mismo plano de importancia y contribuyen a crear confusión.

En los últimos meses esta tendencia a introducir consideraciones políticas se profundizó, sobre todo en los informes de los países de la zona euro. Allí hacen repetidas alusiones a las debilidades de los líderes políticos europeos, a



sus disputas y al papel que le debería caer al Banco Central Europeo.

Sistema de advertencias previas

En los últimos años las agencias de calificación hicieron uso y abuso del sistema de advertencias previas. Por ejemplo, en el caso de Grecia insistieron de manera sistemática que si se concretaba una quita en el pago de la deuda se consideraría un “default” encubierto.

¿Es una advertencia a los usuarios de su información o una “amenaza” para los países? La apreciación es subjetiva. Pero en la Eurozona no tienen duda alguna: son amenazas. En la edición del 07-10-2011 el diario El País de España informaba:

“Los líderes europeos han tardado poco en reaccionar ante la bomba que Standard & Poor’s (S&P) soltó en la noche del lunes. Se trata de una bomba racimo, porque la amenaza de rebajar la calificación crediticia afecta a prácticamente toda la eurozona, incluida a la sacrosanta Alemania. Critican el momento elegido, justo antes de conocer los resultados de la enésima cumbre decisiva para salvar al euro. Y critican también que la metralla llegue justo cuando los mercados daban un respiro. Los efectos, por ahora, han sido moderados: las Bolsas respondieron ayer con ligeras bajadas y las primas de riesgo de los países con el agua al cuello oscilaron en los niveles similares a los del día anterior. Eso sí, ya no queda ni rastro de la euforia que los inversores experimentaron la semana pasada y el lunes.”

Ligazón con el objeto de análisis

La sistemática inserción de un análisis político de contrabando, semioculta tras evaluaciones objetivas provenientes de la información económica, y de amenazas previas, sumado al momento en que se realizan y las situaciones irregulares en las que han participado, llevan a pensar, con absoluta legitimidad, que las agencias de calificación adoptan esa estrategia en función de intereses propios en los mercados financieros. Exactamente el versus de la independencia de criterio que debería gobernar sus acciones.

Su ligazón con acciones legales e ilegales de empresas y bancos de inversión es muy notoria. Así fue en el caso argentino, donde la calificación dependía del nivel de aceptación de las imposiciones de la banca de inversión que llevaron a la crisis del 2001-02, y así ha sido en la experiencia de la última crisis mundial. Algunos “botones de muestra”:

- Resultaron “engañados” por burdas maniobras de balance en la crisis de empresas multinacionales hacia fines del 2001 (Caso Enron y similares)
- No advirtieron a los operadores del mercado la peligrosidad de la especulación bancaria con títulos basados en créditos hipotecarios otorgados en condiciones de “burbuja” y entregados a insolventes. Le otorgaron la máxima calificación cuando objetivamente eran títulos “basura”. Y fue nada menos que el disparador de la crisis financiera mundial de 2007-08
- El día anterior a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, el acontecimiento “símbolo” de la actual crisis mundial, le estaban otorgando el máximo nivel de calificación

Sandro Pozzi, editorialista de El País de España dice al respecto:

“No solo sus modelos fueron incapaces de anticipar el terremoto financiero,

sino que su trabajo estuvo dominado por conflictos de intereses. La investigación de la crisis llevada a cabo por el Congreso de EE. UU. reveló, a partir de testimonios de empleados, que los ejecutivos ponían su relación con los bancos por delante del interés del inversor en bonos. Así preservaban su cuota de negocio a la vez que concedían la triple A –virtualmente sin riesgo– a valores de deuda hipotecaria a cambio de suculentas comisiones. Sin la nota más alta, esos bonos no habrían llegado al mercado. Eso alimentó la burbuja inmobiliaria.” (El País, 07-08-2011).

También debe tenerse en cuenta que accionar la alarma de manera sistemática, tanto frente a hechos reales como imaginarios, genera mayor demanda de calificación, y por ende, aún en condiciones de crisis estas agencias elevaron de manera notable sus utilidades.

Resulta obvio que directa o indirectamente, son participantes (jueces y parte) en procesos altamente especulativos que han agredido tanto a países desarrollados como al resto. Muchos de los “errores” de las calificadoras pueden no ser tales. Estarían interviniendo para crear condiciones que faciliten los ataques especulativos.

Problemas de transparencia

Las calificadoras funcionan con un alto grado de opacidad. Sobre todo si consideramos que sus decisiones pueden afectar a todo tipo de países y a cientos de millones de personas.

La problemática de la transparencia de las instituciones financieras internacionales es muy amplia. En esta oportunidad sólo tocaremos dos aspectos: el origen de sus ingresos y la información a la que tienen acceso.

Origen de sus ingresos

La empresa o estado que lanza un título al mercado solicita calificación a alguna de estas agencias ya que su evaluación ayudará a colocarlo. Aquí es crucial tener en cuenta que la calificadora está actuando como “parte” y a la vez juzgar (¿objetivamente?) esos títulos, a su salida y luego durante todo el periodo de su maduración.

Deberíamos preguntarnos si los honorarios son los que corresponden a la tarea realizada o bien existe algún “plus” para que el nivel de esa calificación tenga impacto en la demanda de los títulos que se emiten.

Indudablemente estamos ante un claro conflicto de intereses. Y el conflicto es más claro aún cuando buceamos en la historia de estas agencias. En sus orígenes la entidad emisora de los instrumentos de crédito se limitaba a procurar los antecedentes para la calificación. En cambio, los honorarios por esa información, procesada e interpretada por las agencias, la pagaban los usuarios, es decir los potenciales compradores de títulos en el mercado financiero.

Esto ocurría a finales del S. XIX e inicios del S. XX. Tras esto estaba presente la lógica de garantizar una información **independiente** para quién asumía el riesgo, y agencias que respondían sólo a esos intereses.

A partir de la crisis de los ‘30 del S. XX, esto se modificó de manera radical y son los emisores los que solicitan calificación y pagan a las agencias. Pero el problema no termina allí. Se complica aún más en términos de conflicto de intereses cuando las calificadoras realizan asesoramientos complementarios al



emisor de los títulos tales como recomendar el diseño de instrumentos.

Una consultora argentina de la banca pública (www.cefidar.org) explica este conflicto de intereses:

"[. . .] Los beneficios que obtienen (las agencias calificadoras de riesgo) por sus servicios son independientes de su capacidad de evaluar correctamente el riesgo, están mas bien correlacionados con la sobreestimación de la cualidad del crédito y la subvaluación del riesgo.

Esto sucede puesto que por un lado, operan con una estructura oligopólica y tienen un gran estímulo para apoderarse del mercado y por otro, son contratadas por aquellos que necesitan vender los productos riesgosos. Esto las lleva a tener gran incentivo para otorgar calificaciones favorables incurriendo en una conducta de riesgo moral. El resultado es un sistema financiero más riesgoso" (Wierzbica y otros; La regulación financiera, pág. 57, Cefid-Ar)

En resumen, sus ingresos proceden de sus clientes, sobre los cuales deben emitir las valoraciones. El conflicto es muy obvio. En EE.UU. suelen utilizar una figura muy elocuente: es como si los estudios de Hollywood pagaran a los críticos de cine por hacer la crítica anticipada de sus futuros estrenos.

Un paso adelante que debería ensayarse a nivel mundial se ha implementado en Argentina. La Comisión Nacional de Valores (CNV) ha dispuesto que a partir del 01-10-2011, las calificadoras de riesgo con sede en el país deberán publicar los honorarios que cobran por sus servicios de calificación, discriminados de acuerdo a los instrumentos del mercado de capitales sobre los cuales dictaminen.

Acceso a la información

El inversor en el mercado financiero sólo tiene acceso al documento de valoración del título emitido que publica la calificadora. No así con la información de origen ni con la metodología del análisis empleado.

La información de origen fue entregada por la empresa o estado emisor a la agencia de calificación para que realice su trabajo. Pero a su vez ésta no sólo no la publica sino que se desconoce la metodología en base a la cual llega a su dictamen: el modelo, las variables que utilizan, el peso relativo de cada variable, etc. En estas condiciones sólo con los resultados reales obtenidos a lo largo del plazo de maduración del título se podrá valorar la justeza del análisis. Ningún observador independiente está en condiciones de refutar un dictamen de calificación al momento en que se emite.

También en Argentina la CNV dio un paso adelante en este sentido al obligar a partir del 01-09-2011 a publicar la metodología de valoración y los manuales de procedimientos. De acuerdo a lo visto más arriba, las agencias lo cumplen parcialmente ya que eluden los aspectos más sensibles del tema: las condiciones macroeconómicas del país en el caso de deuda soberana de jurisdicción nacional.

La regulación vigente

Si a esta altura de la revisión de temas (metodología, ética, transparencia), alguien cree que son la causa principal del problema creado por las calificadoras, se encuentra en un grave error. Las calificadoras pueden hacer lo que hemos

descrito, y a la vez detentar un gran poder, a causa de los errores regulatorios de los estados nacionales cuyos líderes despotrican públicamente contra ellas.

El problema comenzó con el contenido de la regulación de los bancos implementada tras la crisis de 1929 en EE.UU. Allí se exigía la verificación de la calidad de los títulos incluidos en el activo de los bancos. Y esa verificación la debían realizar las calificadoras.

Actualmente, los bancos centrales más importantes (Banco Central Europeo y Reserva Federal de Estados Unidos) exigen la calificación crediticia de las entidades financieras que operan con ellos. Y la fruitilla del postre: las recomendaciones denominadas "Basilea II" válidas para todo el sector financiero mundial, utiliza estas calificaciones.

En las regulaciones se exigen las calificaciones. Pero deberíamos preguntarnos: ¿quien regula a esas agencias? Y la respuesta resulta sorprendente: absolutamente nadie.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) posee desde el año 2004 un código de autorregulación (código de conductas) de las agencias de calificación. Ha sido sometido a revisión durante el año 2008 y puede ser revisado en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD286.pdf>

En este sentido debemos recordar que la banca de inversión de Estados Unidos (hoy inexistente) también estaba autorregulada y sus desmanejos fueron la principal causa de la crisis financiera mundial.

La contradicción es flagrante. Cuando un banco emplea sistemas de calificación propios, se lo somete a un riguroso control. Pero no es así cuando utiliza las calificaciones de las agencias especializadas. Veamos como explica esto el FMI:

"[. . .] en la medida en que el enfoque estandarizado de Basilea II continúe utilizando calificaciones, se debería supervisar a las calificadoras con el mismo rigor que a los bancos que emplean sistemas de calificaciones internas, exigiéndoles declarar las mediciones de los créditos, someter los modelos de calificación a pruebas retrospectivas y efectuar análisis de exactitud ex post." (FMI-Global Financial. . . , citado, Resumen General, pág. 10).

Por su parte, el economista español Guillermo de la Dehesa, titular del Center for European Policy Research, nos explica la situación dual de las agencias que les permite eludir la regulación:

"[. . .] (las agencias) no responden de su información equivocada como lo hacen, por ejemplo, los auditores que dan fe de la bondad de las cuentas auditadas. Están dadas de alta como periodistas financieros, protegidos por la libertad de expresión refrendada por una enmienda de la Constitución de Estados Unidos. Pero, al mismo tiempo, sus ingresos provienen de haber conseguido una licencia dada por los reguladores financieros públicos para llevar a cabo dicho servicio público de suministro de información independiente y veraz en un régimen de oligopolio." (El País, Madrid, 06-07-2011).

En resumen, cuando deberían actuar en el marco de una actividad estrictamente regulada, se escudan en que sólo emiten opiniones protegidas por la libertad de expresión.



La ausencia de una regulación efectiva potencia los problemas de metodología, ética y transparencia. Esto cierra el círculo explicativo acerca de cómo fue posible que las calificadoras contribuyan de manera decisiva al actual pandemium de la economía mundial.

LAS ACCIONES CONCRETAS CONTRA LAS CALIFICADORAS

Las reacciones de países e instituciones financieras, en particular europeas, están plena de diatribas contra las agencias de calificación crediticia que van desde “irracionalidad” a “alineadas con el capitalismo financiero estadounidense”. Y las soluciones que se proponen giran alrededor de la necesidad de eliminar los gruesos errores de regulación vigente que les otorgan poder de manera gratuita, y generar nuevas regulaciones orientadas al comportamiento técnico, ético y de transparencia.

El Banco Internacional de Pagos, que coordina los bancos centrales del mundo, en su informe 2011 expresa al respecto:

“Reducción de la dependencia de las agencias de calificación crediticia (CRA): El uso de las calificaciones de las CRA [Agencias Calificadoras de Créditos] en los regímenes reguladores para bancos y otras entidades financieras coadyuva la dependencia automática del mercado de dichas calificaciones. Por ello, una rebaja de la calificación de una CRA puede provocar que la calificación de un emisor de títulos descienda por debajo de un nivel de calificación límite y, por tanto, puede crear un «efecto acantilado» de desinversión generalizada para los títulos de dicho emisor, lo cual ocasionará intensas bajadas de precios y aún más desinversión. Dichos efectos acantilado amplifican la proclividad y pueden generar trastornos sistémicos. En octubre de 2010, el FSB [Consejo de Estabilidad Financiera] publicó unos principios para reducir esta dependencia de las calificaciones de las CRA por parte de los participantes en el mercado y solicitó a los organismos reguladores y de normalización que plantearan nuevas medidas para convertir dichos principios en políticas más específicas. Los principios son aplicables a las operaciones de los bancos centrales, la supervisión prudencial de los bancos, los límites internos y las políticas de inversión de los gestores de carteras, los acuerdos de garantías del sector privado, y las divulgaciones de los emisores de títulos. El FSB está realizando un seguimiento de la transformación de dichos principios en políticas concretas. (http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011_es.pdf) —pág. 125.

En algunos casos la reacción ha sido aún más radical. Marco Aurelio García, asesor en asuntos externos del actual y anterior gobierno de Brasil, ha dicho que las calificadoras han cometido “golpes de estado” (Página 12; 27-01-2012). Joseph Stiglitz, Premio Nobel de Economía, pide acabar con la autoridad de las agencias de calificación (El Mundo, Madrid 26-05-2010). Por su parte, Sarkozy, Presidente de Francia propone suspender las notas de las agencias en condiciones de crisis (El Cronista, 15-11-2011).

Sin embargo, todo esto, hasta ahora, son sólo palabras. En materia de modificaciones regulatorias internacionales aún no se ha hecho absolutamente nada. Sólo algunas medidas concretas sin efectos contundentes y permanentes.

Algunas de ellas fueron:

La justicia italiana allanó la agencia Fitch de la ciudad de Milán en el marco de una investigación por “especulación abusiva, manipulación de mercado y uso ilícito de información privilegiada”, y “juicios falsos, infundados o, en cualquier caso, imprudentes”, donde también se incrimina a S & P y a Moody’s a partir de denuncias de asociaciones de consumidores y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (La Nación, 24-01-2012).

En China, crearon su propia agencia calificadora llamada “Dagong”. Pero en el mundo tradicional de los negocios financieros de los países occidentales se la ignora ya que suponen, se trata de un instrumento al servicio de la política exterior de ese país (Clarín, 19-08-2011).

Alemania, por su parte, frente a una lábil legislación de la Unión Europea (las agencias deben tener inscripción previa y supervisión), hizo algo más concreto: las agencias no podrán evaluar a empresas que al mismo tiempo asesoran. Además establece altas multas. Es un avance, pero nada dice respecto a la relación con el sector público. Otra limitación proviene del alcance sólo nacional de la medida. Sin una perspectiva internacional ninguna regulación de este tipo tendrá efectos decisivos. (Cf.; El Mundo, Madrid, 13-01-2010).

En el caso de la Comisión de Bolsas y Valores de Estados Unidos (SEC — sigla en inglés) que ha investigado a 10 agencias que trabajan en EE. UU. Sus resultados:

“En concreto, las investigaciones de la SEC han constatado la existencia en algunos casos de errores “evidentes” en el seguimiento de los procedimientos y las metodologías de los ratings, en la publicación oportuna y precisa de los análisis, en el establecimiento de estructuras internas de control eficaces en los procesos de análisis y en la gestión de forma adecuada de los conflictos de intereses.

Ante esta situación, el informe incluye varias recomendaciones a las agencias [. . .] (El Mundo, Madrid, 30-09-2011).

Como vemos el diagnóstico de la SEC es certero y coincide en gran parte con el que hemos desarrollado más arriba. Sin embargo, a la hora de las recomendaciones, en lugar de informar a los entes reguladores a fin de que esos antecedentes sirvan de base a la modificación de la legislación de control, todo termina en ¡recomendaciones a las propias agencias! Es que sigue imperando el criterio de la autorregulación.

Pero las agencias también se defienden. Refutan los ataques sobre bases que tienen fuerza lógica. Aducen que su metodología no se ha modificado y cuando generaba altas notas, los mismos países que ahora las estigmatizan, usaron esas calificaciones como un instrumento político interno y externo que mostraban un elevado nivel de fortaleza financiera. (El País, 15-01-2012).

Además, hasta ahora los argumentos utilizados en su contra no han sido “probados” como delito en términos de la legislación penal. En España, un grupo de organizaciones sociales y políticas presentaron ante la justicia una denuncia por delito de las tres principales agencias. Adujeron que las sucesivas rebajas de la calificación de la deuda española encarecieron la financiación del sector público. Y que esas calificaciones se habrían realizado con datos falsea-



dos. La demanda fue finalmente rechazada por no existir indicios de delito y basarse sólo en sospechas. (El País, España, 22-07-2011 y 19-12-2011).

ELEMENTOS PARA UNA SALIDA

Tras la resolución de la justicia española mencionada, que podría repetirse en cualquier país afectado, existen claras señales de no haber tomado el problema sólo de manera burocrática ya que ofrece elementos para encontrar el verdadero problema y por ende su salida. En una de las fases intermedias del juicio, la Fiscalía Anticorrupción de ese país, junto a su oposición a investigar penalmente el caso por no existir indicios de delito, emite apreciaciones sobre el verdadero problema:

- a) Reconoce que la baja de notas perjudicaron a España por su efecto directo en el costo del financiamiento.
- b) Sería un absurdo que esas agencias elaboren informes que afecten a los inversores financieros, tal como parece sugerir la denuncia.
- c) A las agencias puede reprocharse ineptitud para prever o anticipar, pero no encuadra en un delito penal.
- d) Observa con preocupación un cierto “seguidismo”o tendencia procíclica tanto en la fase ascendente como descendente del ciclo económico. (Ídem anterior)

En este sentido dicho informe de origen jurídico coincide con las conclusiones del estudio realizado por el FMI. El problema central de las calificadoras es el efecto procíclico sobre la macroeconomía. El FMI define la prociclicidad como:

“La tendencia de los precios de los activos a moverse en la misma dirección que los cambios en perspectivas macroeconómicas y los resultados del sector financiero”. (Global Financ. . . , citado, pág. 127).

Y esa prociclicidad es el eje de su análisis:

“Conclusiones e implicaciones de políticas: El análisis empírico muestra que las agencias de calificación tienen un impacto en los costes de financiación de los emisores y, en consecuencia sus acciones pueden ser un problema de la estabilidad financiera.

Además, el análisis teórico sugiere que la forma en que las agencias de calificación tratan de suavizar los cambios de calificación puede hacer propensos a los efectos procíclicos del acantilado. Además, el impacto en el mercado de estos cambios en la calificación se ve agravado por el exceso de confianza en las calificaciones, en la legislación, regulaciones y contratos del sector privado. (Ídem anterior, pág. 111).

¿Cómo podemos probar qué es el problema central? Supongamos por un momento que se corrigen todos los problemas regulatorios y las calificadoras pasan a ser un dechado de técnica, ética y transparencia. En ese caso, podemos afirmar que los problemas básicos que hoy existen, seguirán en el tapete.

Cuando los líderes políticos lanzan sus diatribas contra las calificadoras y nos recuerdan (recién ahora) los graves errores cometidos, suelen agregar a modo de muletilla algo así como: “nos rebajan la nota justo ahora que

hacemos las cosas bien”.

En buen romance esto significa: mientras el país está en crisis las calificadoras deberían acompañar a los gobiernos en sus apreciaciones. No se concibe que en esas condiciones las calificadoras pudiesen opinar que las medidas adoptadas son insuficientes o lisa y llanamente incompatibles con los objetivos planteados, dada la dimensión y carácter de la crisis.

Y resulta casi inevitable que las calificadoras, aún correctamente reguladas, puedan llegar a evaluar los efectos de las medidas adoptadas, tanto de manera positiva como negativa.

Los efectos procíclicos son el centro del problema. Pero no derivan sólo de sus errores metodológicos, éticos, de transparencia y de su actual marco regulatorio, sino del contexto global: el funcionamiento del mercado financiero, su papel sobredimensionado en la economía mundial y la estrecha dependencia del sector público con ese mercado para su financiamiento.

Son esos mismos líderes políticos que vociferan contra las calificadoras, los que han armado, contribuido y/o aceptado esta muy particular forma para el modelo capitalista. Y en ese contexto las calificadoras y sus modus operandi son inevitables. El directivo de la agencia DBRS con base en Toronto-Canadá, Alan Reid ha dicho:

“Las calificaciones son parte del entramado de los mercados globales de capital. Separarlas del sistema constituye un gran desafío”. (El Cronista 01-08-2011).

En la medida que la decisión básica en la economía mundial ha sido la de otorgar prioridad al flujo financiero por sobre la corriente real, generar altos déficit del sector público, y financiarlos en base a mercados financieros privados, el problema, tal como se presenta no tiene solución y los países en crisis, desarrollados o no desarrollados, quedan a merced del volátil temperamento de esos mercados, cuyos operadores seguirán consultando los informes de las agencias de calificación.

Resulta inevitable que una calificación negativa, en un contexto de crisis sistémica, provoque el efecto denominado “profecía autocumplida”. Son condiciones de incertidumbre, donde la desconfianza de los agentes económicos, en particular, respecto a las decisiones del sector público, hace que cualquier información que surja de los mercados y que ellos reputen como verdadera, induzca comportamientos en “manada” que convierten en real cualquier información por falsa que resulte. Es el caso habitual de las corridas bancarias y cambiarias frente al más leve rumor.

Un rumor, aun siendo falso, pero que resulte creíble, sobre la implementación de un “corralito”, produce una retirada masiva de depósitos. Y esto a su vez impone a las autoridades, de manera inevitable, implementar un ¡“corralito”!. El problema no son las calificadoras. La cuestión deriva de detentar una crisis sistémica.

En este marco, la idea de reemplazarlas por agencias de capitales europeos liberados de la contaminación de intereses estadounidenses, o por entidades públicas supranacionales sin conflicto de intereses, es decir, supuestamente



independientes, tal como insinúa claramente Sarkozy, Merkel y otros líderes, es francamente ridícula. En el primer caso será inevitable entrar en el mismo mecanismo que afecta a sus pares de origen estadounidense. En el segundo, responderá a los intereses de corto plazo de los ocasionales gobiernos. Y aún en esas condiciones, donde se supone que las agencias estarían cuasiprohibidas, los operadores financieros seguirán consultando a las agencias, aún cuando (exagerando para ser más gráficos), se viesan obligadas a actuar de manera semiclandestina.

En todo caso, junto a cambios estructurales en la regulación, se podrían crear entes estatales de calificación para ser utilizados como cartabón de referencia por parte de los agentes económicos. Una calificación “testigo”. Si coinciden, el inversor financiero tendrá una ratificación para su toma de decisiones. En caso de diferencias notables servirá para ponerlos en alerta.

Debe tenerse en cuenta que la categoría de “testigo” es una de las justificaciones de la intervención del sector público en mercados privados. Por ejemplo, una empresa del estado en un rubro de servicios, como empresa testigo, compitiendo con empresas privadas a fin de evaluar, de manera ajustada, cómo debe ser la regulación de precios y rentabilidad del resto de concesionarios.

En el caso de fuertes diferencias de apreciación, el inversor financiero se verá obligado a buscar una tercera opinión independiente o bien a indagar por sí mismo en los métodos de cálculo de esas calificaciones, detectar el origen de las diferencias, y finalmente valorar por sí mismo el ajuste a la realidad de cada una de ellas.

Todo esto nos lleva a pensar que la salida real del problema consiste, no sólo en una regulación correcta, sino también en superar las actuales condiciones de crisis sistémica de los países y la fuerte dependencia del financiamiento del sector público en los mercados financieros privados. En la medida que estos problemas no puedan ser dominados, el enfrentamiento con las calificadoras proseguirá en el futuro, igual que en la actualidad, cualquiera fuesen los cambios regulatorios instrumentados.



AUTORIDADES

Presidente Dr. Alfredo D. Avellaneda
Vice Presidente 1º Dr. Raúl J. Puhl
Vice Presidente 2º Dr. Roberto C. de Lucía
Secretaría General Dra. Diana S. Valente
Secretario de Hacienda Dr. Roberto L. Bufelli
Sec. de Seguridad Social Dr. Ricardo Arzo
Sec. Relaciones Institucionales Dra. Adriana E. Donato
Secretario de Presupuesto Dr. Roberto L. Nobo
Sec. de Acción Social Dra. Lucía S. Barcia

Consejeros Provinciales Titulares

Dra. Laura E. Sarafoglu
Dr. Daniel E. Ferrari

Consejeros Regionales Titulares

Dr. Jorge R. Domenech
Dr. Mario L. Isa
Dr. Mario E. Ruiz
Dr. José L. Cueli
Dr. Domingo F. L. Elías
Dr. Fernando H. González Guerra
Dr. Santiago J. Cazaux
Dra. Cristina A. Nicolau
Dr. Néstor L. Chizzolini

Consejeros Provinciales Suplentes

Dr. Andrés H. Maiocchi
Dra. Marina D. Gómez Scavino
Dr. Alberto D. Villafañe
Dr. Hugo C. Albano
Dr. Gabriel Giannelli
Dr. Carlos E. C. Müller
Dra. Gladys E. Varchioni
Dr. Raúl A. Klag
Dr. Luis M. Rementería
Dr. Omar I. Santiago

Consejeros Regionales Suplentes

Dr. Juan C. Mazzaschi
Dr. Oscar M. Azara
Dra. Cristina I. Pittaluga
Dr. Carlos A. Yacovino
Dr. Jorge P. Zoppolo
Dr. Daniel E. Nuciforo
Dr. Alejandro I. Sagarna
Dr. Luis Centenaro
Dr. Carlos M. Gonçalves
Dr. Angel R. Fuino

CAJA DE SEGURIDAD SOCIAL PARA LOS PROFESIONALES EN CIENCIAS ECONÓMICAS DE LA PROV. DE BUENOS AIRES

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Presidente Dr. Ricardo Arzo
Vice Presidente 1º Dra. Lucía S. Barcia
Vice Presidente 2º Dra. Laura G. Accifonte
Director de Finanzas e Inversiones Dr. Julio César Giannini
Director Contable Dr. Ramiro Hernández
Vocal Dra. Fusako Oka
Vocal Dr. Horacio Mario López
Vocal Dr. Mauro Gandoy
Vocal Dra. Mariel Luciana Olivera Córdoba
Vocal Dr. Daniel A. Ameri
Vocal Dra. Yolanda Gaglione

Consulte Informes de Coyuntura anteriores
en la sección Biblioteca Virtual

WWW.CPBA.COM.AR

