Imprimir

Por qué las decisiones de tres empresas privadas pueden afectar el financiamiento de los países y el rumbo de sus políticas económicas.
En el mundo existen tres grandes agencias calificadoras de riesgo —Moody's, Standard & Poor's (S&P) y Fitch Ratings— conocidas como las *Big Three*. Son empresas privadas cuyo negocio consiste en evaluar la probabilidad de que un deudor pague sus obligaciones. Esa evaluación se expresa mediante una calificación crediticia, llamada *rating*. No sólo califican empresas sino también gobiernos. Para el caso del gobierno colombiano, una de ellas, Moody's, mantiene el país en el grado de inversión, mientras que S&P y Fitch Ratings lo ubican en "grado especulativo".

Que dos de las tres principales agencias clasifiquen la deuda colombiana como especulativa implica que numerosos fondos internacionales no pueden comprar deuda pública colombiana. Esto tiende a elevar las tasas de interés que el país debe pagar por su endeudamiento (Kaminsky & Schmukler, 2002). En el caso colombiano las agencias han fundamentado sus decisiones en el deterioro de los indicadores fiscales.

En Colombia, como en el resto del mundo, quienes pagan por las calificaciones son quienes quieren obtener fondos (bancos, corporaciones y otras entidades financieras o empresariales). Sin embargo, en el caso de la calificación de los Estados Soberanos el esquema es distinto: las calificaciones no son solicitadas (*unsolicited*), son emitidas unilateralmente por la agencia con base en información pública (Ferri, Liu & Stiglitz, 1999). El soberano es evaluado, con o sin su consentimiento, y esa evaluación tiene efectos inmediatos en los mercados. Esto plantea una pregunta fundamental: ¿cómo llegaron tres firmas privadas a tener semejante influencia sobre las decisiones económicas de los Estados?

El origen: información para inversionistas

Las agencias calificadoras surgieron en Estados Unidos a finales del siglo XIX, durante la expansión del sistema ferroviario. En ese momento, inversionistas dispersos financiaban proyectos de infraestructura que requerían grandes volúmenes de capital. Las agencias

aparecieron para reducir las asimetrías de información entre quienes pedían prestado y quienes prestaban los recursos.

El modelo original era simple: los prestamistas pagaban por informes que evaluaban la solvencia de empresas y gobiernos locales. Era el esquema conocido como *investor-pays*. Las agencias vendían información financiera que ayudaba a tomar decisiones de inversión.

Durante décadas ese modelo funcionó relativamente bien: las calificaciones eran simplemente opiniones privadas que circulaban en el mercado. Pero dos cambios alteraron profundamente ese equilibrio.

El primero ocurrió tras la Gran Depresión. A partir de los años treinta, la regulación financiera comenzó a utilizar las calificaciones como referencia normativa. Muchos inversionistas institucionales —fondos de pensiones, aseguradoras o bancos— solo podían invertir en activos que alcanzaran ciertos niveles mínimos de *rating*. De este modo, lo que inicialmente era información privada comenzó a adquirir efectos regulatorios indirectos.

El segundo cambio llegó en los años setenta. La revolución tecnológica volvió cada vez más fácil reproducir y distribuir información. Los informes de las agencias podían copiarse y circular sin que ellas recibieran compensación. El negocio del *investor-pays* dejó de ser viable.

Para sobrevivir, las agencias modificaron su modelo de negocio y comenzaron a cobrar a quienes necesitaban endeudarse. Nació así el modelo *issuer-pays*: la empresa o institución que desea colocar bonos (endeudarse) en el mercado paga por su propia calificación. Este cambio resolvió el problema de financiamiento de la información, pero introdujo un conflicto evidente: quien paga por la evaluación es precisamente quien desea obtener una calificación favorable (White, 2010).

Cuando los Estados entran en la ecuación

El verdadero salto de poder ocurrió cuando las agencias comenzaron a calificar la deuda

pública emitida por los Estados. Los Estados no solicitan esas evaluaciones, pero cuando un gobierno recibe una calificación negativa los inversionistas institucionales por regulación no pueden financiarlo, y los oportunistas quieren obtener más ganancias cobrando más caro por los recursos. En consecuencia, cuando una agencia rebaja la calificación de un país, no solo expresa una opinión: activa decisiones automáticas en los portafolios de inversión de todo el mundo. El resultado es que el costo del financiamiento soberano puede aumentar de forma abrupta, restringiendo el margen de acción de las políticas públicas.

Las agencias no dictan tales políticas, pero las inducen con mucha fuerza. En la práctica, esta presión suele forzar medidas de ajuste como recortes del gasto público, reformas tributarias que graven al consumo y no al capital, privatización de las pensiones y empresas estatales, flexibilización de los regímenes laborales, libre movilidad de capitales, o políticas monetarias más restrictivas destinadas a restablecer la confianza de los mercados. No hacer las reformas significa que los gobiernos no pueden acceder a recursos en los mercados de capitales.

La crisis que reveló el problema

El poder de las calificadoras quedó particularmente expuesto durante la crisis financiera global de 2008. Desde el año 2000, frente a un mercado hipotecario agotado, el sistema financiero estadounidense expandió masivamente el crédito a personas con baja capacidad de pago —las hipotecas *subprime*—. En lugar de esperar durante veinte o treinta años el pago mensual de los deudores, las entidades financieras armaban paquetes con ellas y esos paquetes los fraccionaban en títulos financieros que vendían en los mercados de capitales respaldados por los flujos futuros de tales hipotecas: los llamados *Mortgage-Backed Securities* (MBS). Las agencias calificadoras les dieron a esos títulos calificaciones muy altas lo que permitió que bancos y fondos institucionales los adquirieran en grandes cantidades.

Cuando el mercado inmobiliario estadounidense colapsó, esas calificaciones resultaron profundamente equivocadas. Activos considerados extremadamente seguros perdieron gran parte de su valor en cuestión de semanas. El problema no fue solo un error técnico. Los modelos utilizados por las agencias subestimaban los riesgos sistémicos y trataban los

impagos como eventos aislados. Cuando comenzaron las pérdidas, las agencias defendieron sus evaluaciones argumentando que se trataba simplemente de “opiniones”. La crisis mostró que esas “opiniones” podían tener consecuencias sistémicas (Partnoy, 1999).

De la crisis financiera a la crisis del euro

Tras el colapso financiero global, el foco de las tensiones se desplazó hacia Europa. Al deterioro fiscal provocado por rescates bancarios se sumó que las calificadoras endurecieron sus evaluaciones tratando de corregir su laxitud previa y calificaron negativamente a países como Grecia, Portugal, España e Italia, disparando las primas de riesgo y produciendo un pánico financiero. Las tasas de interés de la deuda soberana se dispararon, generando dinámicas que podían transformar problemas de liquidez en crisis de solvencia.

El punto de inflexión llegó en 2012, cuando el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, anunció que haría “lo que fuera necesario” para preservar el euro. Poco después el BCE creó un programa que permitía comprar deuda soberana en el mercado secundario. Las primas de riesgo cayeron rápidamente, sin cambios fiscales equivalentes. El episodio mostró que los mercados financieros no reaccionan únicamente a fundamentos económicos, sino también a si había un prestamista de última instancia que rescatara a los inversionistas. También reveló que las decisiones de las agencias calificadoras pueden amplificar dinámicas de mercado en momentos de fragilidad.

La respuesta regulatoria europea

La magnitud de la crisis financiera y el papel que habían desempeñado las agencias calificadoras llevaron a la Unión Europea a replantear su estatus casi intocable. Hasta la crisis de 2008 estas firmas operaban prácticamente sin supervisión pública en Europa, a pesar de que sus evaluaciones tenían efectos inmediatos sobre los mercados financieros.

La primera respuesta fue el Reglamento europeo sobre agencias calificadoras de 2009, que estableció por primera vez reglas comunes para su funcionamiento. Posteriormente se creó la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), que desde 2011 asumió la supervisión

directa de las agencias que operan en el bloque.

Estas reformas representaron un reconocimiento político de que las agencias calificadoras se habían convertido en actores sistémicos cuyo poder excedía la simple provisión de información. Sin embargo, la regulación no alteró el rasgo central del sector: el oligopolio global de las *Big Three*.

Un poder sin mandato democrático

Las agencias calificadoras no obligan directamente a un gobierno a modificar su política económica. Pero pueden alterar las condiciones de financiamiento de tal manera que el margen de acción se reduzca drásticamente.

Este poder es además profundamente asimétrico. Los países emisores de monedas de reserva —como Estados Unidos— pueden amortiguar mejor las reacciones de los mercados financieros. Las economías periféricas, en cambio, dependen más del financiamiento externo y son más vulnerables a las evaluaciones de las agencias.

Mientras esa estructura se mantenga, la autonomía económica de muchos Estados seguirá condicionada por un poder financiero que carece de responsabilidad política equivalente. En la medida en que la arquitectura financiera internacional continúe otorgando efectos regulatorios a las opiniones de tres firmas privadas, una parte significativa de la soberanía económica de los Estados seguirá dependiendo de decisiones tomadas fuera de cualquier control democrático.

Bibliografía

Ferri, G., Liu, L.-G., & Stiglitz, J. E. (1999). The procyclical role of rating agencies: Evidence from the East Asian crisis. Economic Notes, 28(3), 335–355. https://doi.org/10.1111/1468-0300.00016

Kaminsky, G., & Schmukler, S. L. (2002). Emerging market instability: Do sovereign ratings

affect country risk and stock returns? The World Bank Economic Review, 16(2), 171–195. https://doi.org/10.1093/wber/16.2.171

Partnoy, F. (1999). The Siskel and Ebert of financial markets? Two thumbs down for the credit rating agencies. Washington University Law Quarterly, 77, 619–712.

White, L. J. (2010). The credit rating agencies. Journal of Economic Perspectives, 24(2), 211–226. https://doi.org/10.1257/jep.24.2.211

César Giraldo, Codirector Banco de la República

Kevin Güiza, Pasante Banco de la República, Universidad Nacional de Colombia

Foto tomada de: Infobae