

<b>Medio</b>	<b>El Mostrador</b>
<b>Fecha</b>	<b>3-05-2011</b>
<b>Mención</b>	<b>Columna de Juan Foxley sobre el sistema financiero y los fondos de pensión.</b>

## POSTEOS del DÍA

3 de Mayo de 2011

### STANDARDS ARE POOR



**JUAN FOXLEY R.**

Economista, Consultor Internacional y Profesor del Postgrado en Administración de Riesgos en la Universidad Alberto Hurtado.

<http://www.juanfoxley.cl>

[COMENTAR](#) [ENVIAR](#) [RECTIFICAR](#) [IMPRIMIR](#)

El destino de fondos tan importantes como los ahorros en AFPs, las reservas internacionales del Banco Central o los excedentes que Hacienda deposita en sus fondos soberanos, dependen crucialmente de la evaluación del riesgo de instrumentos financieros que hagan las agencias clasificadoras. En la práctica, no se mueve una hoja de papeles de renta fija-(bonos emitidos por empresas o gobiernos)-sin que Moody's, Standard & Poor's, o Fitch Ratings hayan calificado su riesgo.



Cuando el presidente de la Fed declaraba recién que la advertencia de Standard and Poor's -(que rebajó a 'negativa' la perspectiva de riesgo de crédito para la deuda de EEUU)- no agregaba nada que no se supiera, lo que nos estaba recordando era la discutible utilidad anticipatoria de las agencias

clasificadoras de riesgo.

Pero aparte de temas de oportunidad, son varios los problemas que se presentan a la hora de poner nota a las emisiones de papeles de países y empresas. Para partir por el caso mencionado, es difícil pensar que las varas de medida sean similares para distintos países. En particular, la calificación a un país con déficit fiscal de 9.7 por ciento del PGB y deuda pública proyectada por encima del 100 por ciento del PGB para 2011 no podría ser AAA.

Menos aún, si su sistema financiero está mal capitalizado y sus legisladores se entrampan jugando al choque de trenes. Peor aún si el presidente no ha sido capaz de convencer que su programa de ajuste fiscal a 12 años plazo es lo que necesita. Si ni siquiera el Departamento Fiscal del FMI se manifestó muy entusiasta y dudó del realismo de las proyecciones de reversión del déficit norteamericano. Así, por lo menos la degradación de un par de escalones (AA) se impondría en un país como ese. El obstáculo es que ese país es el que emite la principal moneda de reserva. Pueden imprimirla a gusto y no solo están atados al dólar. Son el dólar. Pueden inflar sus deudas, devaluar su moneda e imponer los costos sobre todo el resto que la utiliza. Así lo hicieron en 1985 cuando Alemania y Japón fueron citados al Hotel Plaza para admitir la depreciación coordinada del dólar en un 50 por ciento, facilitando la recuperación norteamericana a partir de un limitado poder negociador de la restantes potencias.

En definitiva, ponerle nota al riesgo de EEUU no pasa por examinar su probabilidad de repago. EEUU no tiene riesgo crediticio en ese sentido tradicional. En cambio, puede licuar sus deudas y exportar así buena parte de los costos del apriete de cinturón sin tener que declararse en default. ¿Qué hizo entonces S&P? Reconoció sin decirlo ese estatus especial, y para que no se diga no hacen nada, anunció una tímida advertencia usando la retórica de las perspectivas negativas a dos años.

Pero las agencias clasificadoras enfrentan también otros problemas. Desde luego, no es muy fuerte el incentivo que tienen para ser neutrales. Sus ingresos provienen mayoritariamente del pago que perciben de los propios emisores de instrumentos sometidos a evaluación. Esto pone a la industria de clasificación de riesgo en una posición de conflicto de interés parecida a la que se develó en el corretaje de bolsa y los análisis bursátiles en EEUU. En ese caso, el 'acuerdo Spitzer' comprendió compensaciones superiores a los 1.000 millones dólares a inversionistas perjudicados por recomendaciones sesgadas. Se probó que los analistas de 10 bancos de inversión favorecían el negocio de colocación de papeles de las entidades en que trabajaban. Algo se ha hecho en la normativa después de ese caso, separando con murallas chinas los roles de analista y colocador. En el símil de las agencias clasificadoras de riesgo, dichas murallas son de muy baja altura. Quizás el mejor testimonio de aquello es la performance de los MBS y CDO, derivados que poco antes de valer cero en 2008 eran portadores de clasificaciones top. Como declaraba uno de los entrevistados en el documental Inside Job, no había forma en que el volumen de instrumentos derivados aprobados con AAA pudiera haber sido evaluado en toda su complejidad en tan poco tiempo. Y si una de las clasificadoras demoraba o negaba, siempre estaba la del lado dispuesta a acoger con 'opinión' favorable al cliente emisor de dichos artefactos.

Con todo, regular a las clasificadoras es delicado. Los gobiernos europeos con problemas fiscales podrían querer hacerlo hoy pero las circunstancias sugieren que el remedio podría ser peor que la enfermedad en esos casos.

Un avance sería eliminar la obligación de clasificación por solo tres agencias -(Chile ya usa una propia)-y obligar a la máxima transparencia metodológica, como se hace en la supervisión bancaria. Esto no elimina del todo la ambigüedad de juicio (p.ej. frente a las emisiones soberanas de EEUU) pero al menos limita la discrecionalidad. Alternativamente, el riesgo de crédito debería expresarse en el mercado mismo. Facilitar esto, p. ej. por la vía de difundir profusamente los spreads de riesgo país, ayudaría a complementar los juicios de agencias que al final emiten lo que ellos mismos llaman meras 'opiniones', sin ninguna responsabilidad ulterior.

**(\*) Publicado en América Economía, Mayo 2011**

Juan Foxley R. es Economista, Consultor Internacional y Profesor del Postgrado en Administración de Riesgos en la Universidad Alberto Hurtado.  
<http://www.juanfoxley.cl>

[Ver el poste original »](#)