



\* Consultor FMI.  
Profesor Facultad  
de Economía y  
Negocios UAH.

Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings son las tres mayores empresas globales de clasificación de riesgo financiero. Aunque China utilice también Dagong Global, en la práctica no se mueve una hoja de papeles de renta fija (bonos emitidos por empresas o gobiernos) sin que el juicio de algunas de las tres primeras esté involucrado. Sin ir más lejos, en Chile el destino de fondos tan importantes como los ahorros en AFP, las reservas internacionales del Banco Central o los excedentes que Hacienda deposita en sus fondos soberanos, dependen crucialmente de la evaluación del riesgo de esas agencias. Lo mismo vale para las inversiones en Chile de fondos institucionales extranjeros cuando usualmente los reguladores en el país de origen exigen "grado de inversión" (BBB) como estándar de elegibilidad mínimo.

A su turno, los presuntos sellos de calidad emitidos por estas agencias privadas están incrustados en muchas regulaciones financieras, no solo respecto de cuáles instrumentos son elegibles sino también respecto de cuantas reservas tendrían que aprovisionarse para cubrir probables pérdidas.

El aporte de estas agencias a la transparencia del mercado de capitales ha sido cuestionado por muchos años y las críticas se han hecho más intensas a partir de los errores de apreciación cometidos en la debacle crediticia de 2008.

#### OPORTUNIDAD, DISCRIMINACIÓN Y CONFLICTOS DE INTERÉS

Cuando hace unas semanas el presidente de la Fed declaraba 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. Las agencias parecen confirmar ser eficaces para predecir el pasado. Cuando ha sido evidente que instrumentos como los bonos de deuda griega, irlandesa o portuguesa están en peligro de morosidad, recién entonces las agencias han degradado su calificación.

Pero aparte de temas de oportunidad, son varios los problemas que se presentan al mercado a la hora 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 aun si su sistema financiero está mal capitalizado y sus legisladores se entrampan jugando al choque de trenes. Y peor 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. ¿Por qué no se hace?

Ciertamente, el obstáculo central es que ése es el país 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

# Estándares pobres

Las agencias clasificatorias de riesgo han probado ser muy buenas para predecir el pasado. Pero no pudieron ver la crisis de 2008 y vacilan hoy al evaluar el riesgo de Estados Unidos.

Por Juan Foxley R.\*

en 1985 cuando Alemania y Japón fueron citados a reunirse en Nueva York para admitir la depreciación coordinada del dólar en un 50 por ciento, facilitando la recuperación norteamericana a partir de un limitado poder negociador de las restantes potencias. En definitiva, ponerle nota al riesgo de EE.UU. no pasa por examinar su probabilidad de repago. EE.UU. 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 Standard & Poor's? 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 EE.UU. En ese caso, el "acuerdo Spitzer" (bautizado en honor del competente abogado defensor público de Nueva York<sup>1</sup>) comprendió compensaciones superiores a los mil millones de dólares a inversionistas perjudicados por recomendaciones sesgadas. Se probó que los analistas de diez bancos de inversión favorecían el negocio de colocación de papeles de las entidades en que trabajaban. Algo se ha modificado la normativa después de ese caso: se han separado 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 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.

¿QUÉ HACER CON LOS RATINGS Y LAS AGENCIAS?

Uno de los problemas develados en la crisis de 2008 fue la desprotección de los inversionistas más pequeños frente al cese de pagos de instrumentos que llevaban el sello de calidad de las agencias, aunque éstas han preferido llamar a esos sellos defensivamente, "opiniones". La legislación de un mercado financiero maduro como el de los EE.UU. contempla sanciones a todo intermediario o asesor que induzca decisiones de inversión desinformadas de sus riesgos. Curiosamente, se habían exceptuado de dicha norma las agencias calificadoras, situación que la llamada enmienda Dodd-Frank corrigió pero que algunos insisten en revertir durante la actual discusión legislativa.

Entretanto la SEC, reguladora del mercado de valores en EE.UU., ha eximido a los emisores de ciertos instrumentos –los ABS o papeles titularizados– de publicar sus *ratings* como requisito previo a ofrecerlos al público. Es, sin duda, un paso importante para dejar de amparar con regulaciones el poder de las agencias. A su turno, la medida inducirá a los emisores de papeles a buscar indicadores y metodologías complementarias para la clasificar riesgos.

Respecto de las agencias mismas, un avance sería abrir la clasificación a agencias nuevas –como ya lo están haciendo los trillonarios fondos chinos– y obligar a la máxima transparencia metodológica, como hace la supervisión bancaria cuando

obliga a someter a pruebas de estrés los modelos internos usados para cuantificar riesgos. Ninguna de las anteriores elimina del todo la ambigüedad de juicio (por ejemplo, de cara a calificar el riesgo de las emisiones soberanas de EE.UU.), pero al menos limita la discrecionalidad.

Alternativamente, el riesgo de crédito debería expresarse en el mercado mismo. Facilitar esto, por ejemplo 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.

Claramente, abandonar el camino fácil, es decir, descansar exclusivamente en clasificadores privados, demanda mayor trabajo de los reguladores. Siempre será más fácil, por ejemplo, establecer requisitos de capital mínimo a los intermediarios de valores, basándose solo en las notas emitidas por un privado. Si se trata de mayor trabajo y mayores responsabilidades para proponer indicadores y metodologías adicionales o sustitutivas, se debe pensar en dotar de recursos adecuados a las superintendencias y órganos reguladores. En el caso chileno, estas son principalmente la SVS y la Comisión Clasificadora de Riesgo. ■

<sup>1</sup>Eliot Spitzer actualmente es comentarista de CNN. En 2008 renunció al cargo de gobernador del Estado de Nueva York tras descubrirse que pagó por servicios sexuales.



\*Ph.D. en Economía, Profesor Facultad de Economía y Negocios, UAH.

## El otro costo de la energía nuclear

Por Julio Peña Torres\*

Si bien tras la tragedia de la central nuclear de Fukushima la opinión pública se ha volcado por un fuerte rechazo a esta tecnología de generación de energía, el debate nuclear no solo trata sobre el riesgo de que ocurran escapes radioactivos, la gestión de los residuos resultantes o el riesgo que el material radiactivo llegue a manos indeseadas. Otro importante problema son los incentivos que tiene la industria nuclear para entregar información opaca.

Dejemos a un lado la opacidad asociada con los intereses militares y geopolíticos involucrados en desarrollar esta industria. Olvidemos también la oposición política que podría nutrirse del temor ciudadano al "peligro invisible". Aun así, la posibilidad de que se transfieran jugosos subsidios estatales, financiados a partir del interés difuso del ciudadano de la calle, crea incentivos a no decir toda la verdad.

La necesidad de importantes subsidios para la generación nuclear existe desde los tiempos en que esta industria se desarrolló bajo el cobijo directo del Estado. Y esto aún se mantiene como una necesidad vital, incluso en donde se ha buscado privatizar al menos parte de esta industria.

Esta es una tecnología cara y para corredores de maratón. Un reactor de última generación, en los actuales proyectos para EE.UU., cuesta cerca de nueve billones de dólares y sus plazos de construcción pue-

den tomar hasta una década, además del tiempo requerido para lograr aprobación regulatoria. Por ello, las incertidumbres regulatorias propias del debate nuclear plantean riesgos que un inversor privado no estará dispuesto a soportar por sí solo.

Las posibles caras del subsidio son múltiples. En su presupuesto para 2011, el presidente Obama ofreció (pre Fukushima) "garantía estatal" a préstamos para construir nuevos reactores por un total de 54 billones de dólares. Otro ejemplo: en el mercado de los seguros que todo operador nuclear requiere contratar, para cubrirse ante el riesgo de accidentes que lo obliguen a entregar compensaciones, la mayoría de los países occidentales con energía nuclear otorgan presupuesto estatal a un fondo común de seguro (la llamada "Convención de Viena"), ante la eventualidad que las compensaciones requeridas excedan la obligación legal del operador nuclear (obligación que por cierto es materia de "negociación legislativa").

Y en el área donde, por lejos, son más graves las incertezas científicas y regulatorias asociadas a la industria nuclear, es decir, en el tratamiento y almacenaje de los residuos radioactivos que quedan una vez que el combustible nuclear completa su vida comercial, los subsidios estatales son indispensables<sup>1</sup>.

Solo un dato al respecto: siendo un hecho

indesmentible que aún no existe consenso en el mundo sobre cómo eliminar en forma "segura" y a largo plazo estos desechos de alta toxicidad, su peligro para el medioambiente y los humanos persistirá por "mucho tiempo". En el caso del plutonio, su radioactividad persiste a lo menos por 250 mil años. Recordemos que los primeros americanos pudieron haber llegado hace unos 40 mil años; y que el *homo sapiens* habría aparecido hace unos 200 mil años.

Entonces, si de subsidios se trata, cualquier gobierno que diga que le interesa "estudiar" las posibilidades de energía nuclear, sería oportuno que también explicitara cuánto y cuándo le interesará "estudiar" la opción de subsidiar a otras tecnologías (fuentes renovables) de generación de energía. ■

<sup>1</sup>Para una discusión detallada al respecto, véase J. Peña Torres y P.J.G. Pearson (2000). Carbon abatement and new investment in liberalised electricity markets: a nuclear revival in the UK? Energy Policy 28 (February): 115-135

Observatorio Económico >

Decano: Jorge Rodríguez Grossi.  
Fono Facultad: 889 7366  
e-mail: jrodrigu@uahurtado.cl  
economianegocios.uahurtado.cl/observatorio  
Producción OE: Comunicar, Escuela de Periodismo UAH.