

## FINANZAS



**José García Montalvo**  
Catedrático de Economía (UPF)

“ Hay que evitar propuestas maximalistas y apretar fuerte en el punto clave del sistema: las agencias de calificación.

¿Cuánta reforma? Poca, pero donde es más eficiente. ¿Cuándo? Ya”



Barack Obama, presidente de EE.UU., y Timothy Geithner, secretario del Tesoro

BLOOMBERG

## REFORMA FINANCIERA: ¿CUÁNTA Y CUÁNDO?

En los últimos días estamos asistiendo a nuevos intentos de la Administración Obama por impulsar la reforma del sistema financiero. Creo que la estrategia es equivocada. El pasado verano, en estas mismas páginas defendía la necesidad de hacer una reforma limitada a los aspectos fundamentales y evitar las tentaciones maximalistas. Por desgracia, la opción Obama pasa por tocar todas las teclas a la vez: regular el mercado de derivados, crear una agencia de protección de los consumidores para evitar engaños en las hipotecas, facilitar que el regulador pueda desmantelar grandes bancos cuando sea necesario, aumentar los coeficientes de capital, regular las compensaciones de los ejecutivos, etcétera.

No me entiendan mal: muchas de estas propuestas, y otras que no se mencionan, son interesantes. Pero la forma de abordarlas políticamente no parece la más adecuada. La propuesta es tan extensa (1.400 páginas) que se enfrenta no sólo al lobby bancario, sino también a

grupos de presión de la industria automovilística o empresas como Mars, eBay e incluso Harley-Davidson.

Volvamos por un momento a los hechos básicos. La crisis financiera fue causada fundamentalmente por un sistema de incentivos perversos que afectaba a todos los agentes participantes en los mercados financieros e inmobiliarios, desde los compradores de viviendas hasta los inversores en productos *subprime*. El gen egoísta que causó la crisis puede

**Si una agencia no ofrecía la mejor calificación, el emisor se iba a otra hasta conseguirla**

modificarse cortando la secuencia de su ADN y modificando tan sólo uno de sus núcleos: los incentivos de las agencias de calificación. La propuesta Obama en este tema es muy insuficiente (supervisar las agencias).

Durante los años de la burbuja inmobiliaria, las agencias de

calificación dieron excelentes ratings a paquetes de hipotecas basura. Parte del problema fue que los modelos que usaban no se actualizaban y tenían errores. Pero la parte más importante eran sus incentivos: las agencias de calificación reciben una comisión de los emisores de los títulos y no de los inversores en los títulos. Por tanto, estaban predispuestas a conceder las mejores calificaciones a casi cualquier emisión ante la posibilidad de perder negocio por la competencia de las otras agencias. Es lo que se conoce como *rating shopping* o compra de calificaciones: si una agencia no ofrecía la mejor calificación, el emisor se iba a otra hasta conseguir el rating deseado.

Hace décadas no existía este problema. Los clientes no eran los emisores de activos, sino los inversores. En este caso, las agencias siempre tenían interés en reflejar fielmente la calidad del bono y su probabilidad de impago, pues en caso contrario perdían negocio. La situación durante el periodo de la burbuja inmobiliaria fue justamente la contraria: a mejores calificaciones, con independencia del riesgo real de im-

pago del activo, más negocio y más comisiones.

Interviniendo en el sistema de incentivos de las agencias de calificación no se necesitarían muchos más cambios para mantener la estabilidad financiera. Imaginemos que un intermediario financiero quiere empaquetar y vender un montón de productos financieros de muy baja calidad (pongamos hipotecas vendidas a familias que difícilmente podrán pagarlas) y las agencias de rating calificarán la emisión al nivel de *bono basura*. Ningún inversor querría comprar ese producto, a no ser que ofreciera un tipo de interés muy alto. En consecuencia, el banco no se plantearía empaquetar esas hipotecas. Por tanto, no intentaría vender hipotecas a gente que no pudiera pagarlas.

De esta forma se evitan otras

**Una propuesta es conceder al regulador la capacidad de decidir qué agencia calificará determinada emisión**

reformas financieras, o al menos se pueden posponer hasta ajustarlas mejor. Como los bancos no estarán interesados en *endiñar* hipotecas a cualquier familia con independencia de su capacidad de pago, no haría falta una agencia de protección de las familias para evitar que acepten hipote-

cas que no podrán pagar. Como el rating correcto depende del apalancamiento, no haría falta regular directamente el nivel de endeudamiento de los bancos de inversión. En cuanto un banco tuviera unas ratios altas (y no digamos si llegaran a 30 como en los años de la locura inmobiliaria), sus emisiones de deuda serían calificadas como bonos basura, lo que impediría su huida hacia delante en forma de mayor endeudamiento. Y así sucesivamente.

Pero ¿cómo es posible cambiar los incentivos de las agencias de rating? Una forma sencilla sería volver al sistema de pago por parte de los inversores en lugar de los emisores. Técnicamente esta propuesta es compleja, puesto que en la actualidad la información circula a gran velocidad y las agencias serían incapaces de recibir una compensación suficiente una vez que hubieran realizado el trabajo de calificación para un inversor. Pero dado que las agencias proporcionan un bien público, se podría pensar en una financiación basada en un impuesto genérico.

Otra propuesta es conceder al regulador la capacidad de decidir qué agencia calificará una determinada emisión. De esta forma se acaba con el *rating shopping*: si la agencia asignada no concede la calificación deseada, no se podrá ir a otra agencia a solicitar otra calificación. Otras propuestas son erróneas. Por ejemplo, algunos quieren que las calificaciones las haga una agencia pública. Pero esta solución genera otros incentivos perversos ya que las agencias califican mucha deuda soberana. ¿Se imaginan una agencia de calificación de la UE rebajando el rating de la deuda de un país de la UE?

¿Cuándo es el mejor momento para iniciar la reforma? Algunos analistas consideran que impulsar una reforma financiera profunda en el momento de salida, muy lenta, de una importante crisis económica no es oportuno. Las quejas sobre la falta de crédito se multiplicarían si aumentan los requerimientos de capital en línea con la reforma propuesta, por ejemplo, por Basilea III. Pero esto no significa que ahora no sea un buen momento para empezar la reforma del sistema.

Dada la enorme oposición del lobby bancario, es preciso aprovechar cualquier ocasión para ganarse a la opinión pública. La reciente demanda de la SEC contra Goldman Sachs por vender productos tóxicos a clientes y luego apostar contra ellos proporciona una palanca excelente para mover la reforma. Por eso no tiene sentido comprometer el éxito de esta misión haciendo propuestas maximalistas. Es necesario apretar fuerte en el punto clave del sistema: las agencias de calificación. ¿Cuánta reforma? Poca, pero donde es más eficiente. ¿Cuándo? Ya.