

cas opciones posibles son «bueno», «satisfactorio» y «malo» o «mejorando», «sin cambios» y «empeorando», de forma que no se puede dar una respuesta matizada. Las respuestas son registradas y promediadas según un procedimiento desconocido, y al final sale de ahí un índice que se publica con mucha fanfarria alardeando de secretismo: ni siquiera el director del Instituto conoce los números hasta la víspera de su publicación, como si eso supusiera una garantía de calidad.

Observado con atención, el índice en cuestión es un simple indicador de opinión que no tiene ningún valor predictivo como juicio sobre la situación económica; del mismo modo se podría preguntar a los aficionados al fútbol si creen que su equipo ganará esta temporada la liga. Se podría elaborar así, atendiendo a la posición actual en la tabla, el número de partidos ganados o perdidos y el estado de salud de los principales jugadores, una especie de «índice de expectativas futbolísticas», que difícilmente serviría no obstante para prever qué equipos ganarán el siguiente partido y mucho menos cuál de ellos será el campeón de liga.

Lo mismo sucede con el «índice de expectativas económicas»: posiblemente los empresarios no sienten nada distinto a lo que saben por los medios, en concreto preocupación cuando la economía se resiente y esperanza cuando crece, por lo que no sorprende que el índice en cuestión alcanzara su mejor nivel hasta el momento en febrero de 2007, poco antes de que estallara la burbuja inmobiliaria estadounidense.

Naturalmente se puede, en teoría, ser razonable y comunicar distintos indicadores, tanto con respecto al futuro como con respecto al pasado, que conjuntamente permitirían a casi cualquiera hacerse una opinión ajustada y realista; pero de esa forma la investigación de coyuntura se convertiría en cuestión de interpretación, algo que disgusta a los economistas teóricos. Siempre se muestran como si estuvieran proclamando verdades incontestables, cuando en realidad no expresan más que opiniones. Los investigadores de la coyuntura económica son los nuevos escribas y fariseos, pero en la medida en que nadie lo percibe mantienen sus empleos y se escabullen mediante la

prestidigitación estadística, aunque en último término no aporten claridad sino todo lo contrario: se han convertido en parte sustancial de la economía de la desinformación.

De hecho, es casi imposible encontrar algo sensato en el torrente cotidiano de informes y números. Ésta es la respuesta de Dirk Müller a la pregunta de por qué los financieros más dotados no se preocupan por los números aunque los sospechen erróneos:

La mayor parte de la «comunidad financiera» tiene muy claro que los números son algo más o menos aproximado. El margen va de «posiblemente algo impreciso» hasta «un camelo». Pero también el financiero desazonado tiene un problema: de algún modo tiene que orientarse, y por eso en algún momento llega silenciosamente a la conclusión de que lo más simple es hacer como si las cifras oficiales, tal como son, respondieran a la realidad.⁸

TRAMPAS EN EL BALANCE. «JURO QUE DIRÉ LA VERDAD...»

Los números constituyen el espíritu del capitalismo. Gracias a la contabilidad de doble entrada inventada por los comerciantes venecianos y alemanes a finales del siglo XV se pudo desarrollar el capitalismo moderno hasta llegar a su actual complejidad y rendimiento. Los libros de cuentas y los balances constituyen la base para la planificación y el control de la economía, así como para las aportaciones externas de capital (socios, accionistas y prestamistas) y para el estado, que determina a partir de ellos los impuestos que cobra.

La contabilidad bien llevada descansa sobre tres principios:

- Principio de claridad: La contabilidad debe ser clara, completa y comprobable.
- Principio de exactitud: Todas las transacciones económicas deben ser registradas al instante y en detalle.
- Principio de integridad: No puede quedar fuera ninguna operación comercial.⁹

Los principios de la buena contabilidad se ajustan, pues, a la fórmula clásica del juramento: «Juro que diré la verdad, toda la verdad y nada más que la verdad.»

Pero cabe dudar si la contabilidad y los balances de los bancos y grandes empresas cumplen esos principios fundamentales, ya que sus reglas se han hecho cada vez más complejas y opacas y se pierde cada vez más el control. Ya he mencionado antes la quiebra espectacular de la empresa energética estadounidense Enron y la connivencia con ella de la famosa compañía auditora de cuentas Arthur Andersen, pero esos escándalos eran sólo la punta del iceberg en los que se trataba de comportamientos especialmente desaprensivos y en último término de fraudes y falsamiento de los balances. Las manipulaciones habituales suelen ser mucho menos llamativas y situarse —por extremas que sean— dentro del marco de la legalidad. Incluso cuando se salen de él, donde no hay fiscal no hay juez. Una transgresión sólo se puede castigar cuando hay alguien que la persiga, y quienes tendrían capacidad para reconocer la manipulación de los balances —y acceso a informaciones concretas para demostrarla— están profundamente inmersos en la maquinaria de la desinformación.

Teóricamente al menos está claro cómo funcionan las trampas en los balances; algunas de ellas se aprenden incluso en la universidad. Un ejemplo son las normas de contabilidad prescriptas recientemente en Alemania siguiendo el modelo anglosajón. Durante todo el siglo XX los balances en Alemania se hacían de acuerdo con las prescripciones del Código de Comercio, pero alrededor del cambio de milenio algunos políticos precipitados pensaron, urgidos por ciertos grupos de presión, que a raíz de la globalización y la creciente interdependencia entre los mercados de capital había que uniformizar internacionalmente las normas contables. Resulta curioso que la correspondiente ley fuera aprobada por la coalición rojiverde, del mismo modo que en Inglaterra el gigantesco programa de redistribución en beneficio de la City y de los fondos de inversión libre se aceleró bajo el gobierno del «nuevo laborismo». También se habrían podido intentar establecer a escala mun-

dial unas reglas de contabilidad basadas en principios justos y racionales, pero eso no convenía a los participantes, interesados en la mayor complejidad posible.

Al final vencieron unas reglas contables que respondían a esos intereses. Mientras que las viejas reglas hasta entonces vigentes estaban orientadas hacia el pasado y sólo se registraban y sumaban cantidades efectivamente ingresadas o gastadas, el nuevo sistema de contabilidad pretende cubrir acontecimientos futuros al estilo de un pronóstico, de forma que la representación de la situación económica de una empresa se adecúe a las necesidades del mercado de capitales. Los inversores no quieren saber cuánto ha ganado o perdido alguien en el pasado con esa empresa, sino cuánto ganarán con ella a corto o medio plazo. El problema está en que nadie, ni los departamentos de finanzas de los consorcios ni los auditores de cuentas saben realmente lo que sucederá en el futuro.

El caso es que así se estableció el principio del «valor razonable» como algo distinto del «valor de mercado» y se decidió que desde 2007 como muy tarde las empresas orientadas hacia el mercado de capitales con sede en la Unión Europea debían adoptar esas nuevas normas contables, denominadas en inglés *International Accounting Standards (IAS)* e *International Financial Reporting Standards (IFRS)*.

La diferencia está en que los balances, según el Código de Comercio (en alemán *Handelgesetzbuch*, HGB), debían hacerse con mucha meticulosidad siguiendo el llamado «principio de menor valor» (*Niederstwertprinzip*) que obligaba a registrar como valor de un bien el mínimo precio que tuviera en una bolsa o mercado. Así pues, cuando alguien compra una acción a principios de año y su valor se duplica a lo largo de éste, según el HGB tendría que introducir en su balance el precio de compra, aunque sea más bajo, y si la acción hubiera perdido valor, introduciría por el contrario en el balance como valor contable su cotización actual, menor que el precio de compra. Así se asegura que el balance de la empresa, que representa su menor valor, siempre es sólido. Esa norma del HGB estaba destinada sobre todo a proteger a los acreedores,

que tienen derecho a saber cuánto pueden recuperar de su deudor en caso de quiebra.

Sin embargo, ese tipo de contabilidad significaba también que los activos de la empresa podían tal vez infravalorarse, por lo que estaba obligada a mantener discretamente ciertas reservas inmediatamente disponibles en caso de tener que hacer frente a una oferta sorpresiva de adquisición hostil.

DESINFORMACIÓN ORDENADA POR DECRETO

En principio, la idea de calibrar los activos de una empresa según su «valor razonable» no suena mal. Fue sobre todo el organismo encargado de vigilar la bolsa estadounidense (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) el que promovió en todo el mundo desde finales de los años ochenta su propio modelo de contabilidad (U. S. Generally Accepted Accounting Principles, GAAP), según el cual los valores al alza debían ser anotados inmediatamente como ganancias.

Pero precisamente eso llevó a la burbuja especulativa que hemos contemplado durante los últimos años, ya que cuando una empresa puede mostrar beneficios en su balance aumenta el número de inversores que compran acciones de esa empresa, con lo que su cotización sigue subiendo y el balance registra nuevos beneficios, lo que impulsa a los inversores a nuevas compras, estableciéndose así una espiral infinita de crecimiento sin que la empresa tenga que mover un dedo.

Pero lo mismo sucede también en el caso contrario. Al principio de una crisis financiera muchas empresas se ven obligadas a declarar pérdidas aunque sólo haya bajado la cotización de sus acciones y eso induce nuevas ventas, porque el balance empeora continuamente. El proceso es especialmente fatal para los bancos, que están obligados, sea cual sea su situación, a tener disponible una determinada proporción de capital propio y si desciende su cotización en bolsa se ven obligados a vender acciones (a precios y más bajos) para mantener a salvo el balance.

Según sean las reglas que se sigan para hacer el balance la situación de una empresa puede ser muy distinta: así los activos totales del Deutsche Bank aumentaron durante el año fiscal 2008-2009 hasta nada menos que 2,2 billones de euros, aunque eso se debiera a las normas IFRS para el balance. Según las cuentas GAAP, el mayor banco alemán aparecía con unos activos totales de 1 billón de euros. La diferencia casi inimaginable de 1,2 billones de euros se debía en parte a que las dos reglas contables tratan de forma muy diferente los derivados que se utilizan como seguro, pero nos llevaría demasiado lejos explicarlo aquí en detalle.

Durante el mismo año fiscal el Deutsche Bank reconoció unas pérdidas antes de impuestos de 5.700 millones de euros, pérdidas que no habría sufrido si hubiera lanzado al mercado sus propios títulos de deuda como hacen los bancos estadounidenses. Merrill Lynch, Morgan Stanley o el Citigroup obtuvieron gracias a esa forma de valoración ganancias de entre 3.600 y 4.200 millones de euros. Los beneficios del Deutsche Bank, de alrededor de 400 millones de euros, quizá habían sido con otras reglas contables de 5.500 millones de euros, pero si optó por esa contabilidad restrictiva no fue libremente y en cualquier caso no lo hizo por motivos éticos ni pretendiendo una mayor transparencia, sino únicamente para evitar correcciones futuras si el valor de mercado de sus títulos de deuda volvía a subir. De una u otra forma esos números sólo sirven para promocionar una determinada imagen, y si bien los bancos pueden mostrarse bajo una u otra luz, siempre hacen uso de la desinformación.

La posibilidad de anotar en el balance los títulos de deuda propios a su valor de mercado es escandalosa, ya que cuando el mercado valora a la baja la solvencia de un banco aumentan sus resultados, al descender el valor de recompra del propio pasivo: en el mercado los compradores de, digamos, bonos del Hypo Real Estate, pagarán menos por esos títulos porque el riesgo de insolvencia del banco ha subido. Pero si el Hypo Real Estate introduce en su balance como pasivo esos bonos a su valor de mercado, más bajo, el efecto resulta posi-

tivo. El *Frankfurter Allgemeine Zeitung* explicaba: «En último término lo mejor para la empresa sería ser insolvente, porque sus propios compromisos de pago (pasivo) tendrían entonces un valor nulo.»¹⁰

Pero no basta con eso. Muchos bancos poseen naturalmente también títulos de deuda —compromisos de pago de otros deudores— que anotan como activos (posesiones) en su balance. Hasta ahí, todo normal. En 2008 y 2009 había muchos bancos en Estados Unidos y en todo el mundo que, según la contabilidad del «valor razonable», eran insolventes y habrían debido cerrar sus puertas, ya que habían comprado demasiados títulos basura y en consecuencia habría habido que corregir drásticamente a la baja el valor de sus activos. Para que esto no sucediera, se suavizaron inopinadamente las reglas. Los bancos podían ahora anotar en sus balances los títulos adquiridos al precio de compra, aunque su valor hubiera menguado mucho. En definitiva, se aplicaba así un doble rasero a un lado y otro del balance. En una discusión con el vicepresidente del Banco Nacional austríaco le dije que eso me parecía un fraude institucionalizado, pero no parece que compartiera mi opinión.

EL MISTERIO DE LA CONTRACCIÓN DEL CAPITAL PROPIO

Ofreceré todavía un ejemplo más del caprichoso y opaco juego de números de la economía. En 2008 las empresas del DAX obtuvieron en conjunto beneficios, lo que sin duda suena gratamente, pero lo curioso es que al mismo tiempo se con-trajo notablemente su capital propio. Al ignorante le da igual y el experto conoce el truco, pero el ciudadano medianamente instruido queda atónito.

Al acabar el año (fiscal) las empresas dan a conocer normalmente un balance en el que aparecen su patrimonio, deudas y capital propio al día de cierre, se comparan ganancias y pérdidas y se documentan los ingresos y gastos durante el período en cuestión así como el flujo de efectivo (actividades

operativas, de inversión y de financiación). Cuando una empresa obtiene beneficios y no los reparte entre los socios o accionistas —por ejemplo, en forma de dividendos—, los accionistas, de forma que el capital propio aumenta en la medida de la ganancia embolsada. Dicho de otra forma: «beneficios» menos «pago de dividendos» igual a «aumento del capital propio».

Según la concepción tradicional de la contabilidad resulta, pues, extraño que una empresa obtenga beneficios y al mismo tiempo se reduzca su capital propio. ¿Cómo puede ser esto?

La solución de la adivinanza está en las Normas Internacionales de Contabilidad IFRS, según las cuales las posiciones en el balance deben estimarse por su «valor razonable» y modificarse por tanto cada vez que ese «valor razonable» cambie, por ejemplo cuando determinados títulos incluidos en el balance hayan perdido claramente valor como consecuencia de las circunstancias del mercado, como pasó en 2007 con muchos productos titulizados. Pero algunas empresas del DAX no registraron esos cambios como pérdidas, sino como disminuciones del capital propio «no relacionadas con las ganancias». Teóricamente puede suceder que al final del año siguiente esos mismos títulos deban valorarse más alto y aparezca entonces en el balance un aumento del capital propio sin que la empresa haya movido un dedo.

Al hacer el balance con las normas de contabilidad del Código Comercial alemán eso no podía pasar, ya que había que registrar las correspondientes posiciones atendiendo al coste de adquisición o al valor de mercado, según cuál fuera el menor de los dos. Si disminuye el valor de un ítem del balance se produce una amortización, de forma que disminuyen los beneficios del año correspondiente; pero no puede haber una «revalorización» ni por tanto tampoco un beneficio meramente contable, ya que el valor más alto sólo se registraría si el activo en cuestión se vende efectivamente por ese precio más alto (principio de realización).

Puede que la contabilidad alemana tradicional tuviera sus inconvenientes, pero ofrecía transparencia y seguridad. El prin-

cipio del valor contable «razonable» genera en cambio falta de transparencia e inseguridad, ya que cuando la economía va bien aumenta el valor de muchos títulos y las empresas y bancos que los han comprado pueden anotar esa subida como beneficios adicionales, pero en tiempos de recesión la contabilidad del «valor razonable» da lugar a mayores pérdidas. Así pues, las fluctuaciones del ciclo bursátil se amplifican y la economía se desestabiliza.

La ley que regulaba en otro tiempo la contabilidad propiciando claridad, exactitud e integridad, esto es, el Código Comercial Alemán (HGB), ¡ha sido sustituida obligatoriamente por un sistema contable al servicio de la desinformación!

Actualmente algunos científicos, empresarios y políticos piden que se acabe con esa locura contable y se vuelva a una contabilidad conservadora basada en el principio del menor valor que se utilizaba en Alemania, Austria y Suiza hasta 2002, y que es esencialmente más fácil, unívoco y estable que el «valor razonable» anglosajón. Wolfgang Bieg, profesor de contabilidad en la Universidad de Saarbrücken, estima que para el 95 por ciento de los balances no puede haber un valor más «razonable», por lo que inició una campaña por la restauración del principio de menor valor.¹¹

Pero además de la contabilidad hay muchas otras posibilidades para presentar los datos económicos de forma que salgan beneficiadas las empresas y no la claridad y la verdad. Las fusiones y adquisiciones permiten de algún modo incorporar o dejar fuera los beneficios, según convenga. Alrededor del cambio de milenio el consorcio mixto General Electric comenzó a comprar y vender cada año docenas de empresas. No cabe asombrarse de que el consorcio satisficiera casi siempre los objetivos del plan y las expectativas de los analistas, ya que en tales transacciones siempre hay cierto margen de maniobra para modificar los números en un sentido o en otro. Pero no era oro todo lo que relucía: tras la renuncia del supergestor Jack Welch en 2001 el valor de las acciones de la estrella de la bolsa de los años ochenta y noventa bajó de 60 dólares en el otoño de 2000 a 7 dólares a primeros de marzo

de 2009.* En los informes anuales se habla a menudo de los «resultados de las divisiones subsistentes», pero una cobertura continua se hará cada vez más difícil debido al creciente número de fusiones y adquisiciones.

Otro método para embellecer los balances son los llamados «estados financieros pro-forma», de los que las fábricas y empresas sustraen —de forma totalmente legal— todo lo que en su opinión no reproduce fielmente su cuenta de resultados, y en los que incluyen cuanto les favorece, comunicando a continuación esos datos a los portales financieros. Quien quiere saber cómo le va realmente a la empresa, debe mirar los informes de la SEC, ya sean los importantes informes anuales «10-K» o los trimestrales «10-Q», disponibles en el portal gubernamental www.sec.gov; pero esa consulta exige bastante más sabiduría y paciencia que la de los brillantes informes publicados por las empresas.

ANALISTAS: IMPORTANTES COLABORADORES EN LA ECONOMÍA DE LA DESINFORMACIÓN

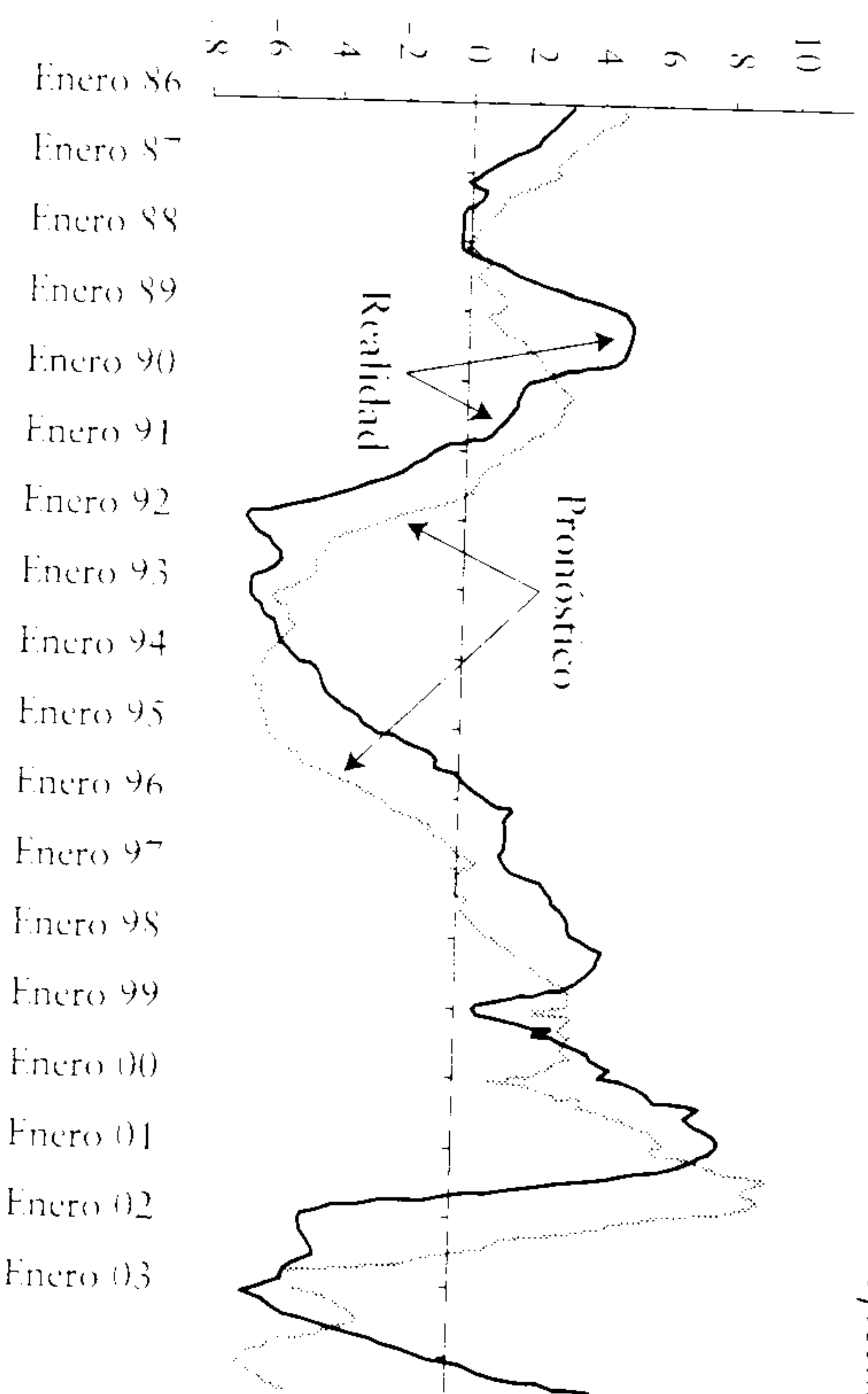
Quien todavía crea que puede obtener de los analistas financieros un juicio objetivo sobre las empresas se equivoca notablemente. También los analistas forman parte de la economía de la desinformación, aunque su papel en ella sea de segundo orden, y a ella contribuyen tanto en lo que hace a la valoración de las empresas cotizadas en bolsa como en la de títulos de cualquier otro tipo.

Los bancos dan empleo a los analistas bursátiles para mantener despierto el interés por los títulos. Mi colega de Princeton, Michael Lewis, lo dijo ya en 1991: «Hay analistas capaces de cualquier cosa, pero no de analizar los títulos-valores». ¹² En Alemania tuvieron que pasar todavía quince años hasta que se realizó el primer estudio científico sobre el tema. En

* A mediados de febrero de 2010 cotizaba a poco más de 16 dólares. (N. del t.)

2006 Mathias Hotz presentó en la Universidad de Jena su tesis con el título «Información y desinformación del inversor de capital por los analistas de finanzas»,¹³ en la que detallaba cómo los inversores de capital eran más bien desinformados que informados por los analistas financieros. Hotz se mostraba especialmente crítico con las normas legales con respecto a la responsabilidad civil y penal de las infracciones contables, y dudaba que las garantías de los inversores de capital hubieran mejorado algo gracias a las nuevas leyes—aprobadas tras la implosión de la burbuja tecnológica en 2001—, como la Sarbanes-Oxley, también conocida como Ley de Reforma de la Contabilidad Pública de Empresas y de Protección al Inversor-nista.¹⁴ Desde el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2007 sabemos que aquellos esfuerzos fueron inútiles. Las posibilidades del sector financiero de falsificar el estado de las empresas y de la economía mediante trucos contables más o menos legales son mayores que nunca.

Pronósticos de los analistas y realidad: aumento de los beneficios



James Montier, estrategia global para mercados financieros en la Société Générale francesa y que antes lo fue en la división de inversiones del Dresdner Bank (Dresdner Kleinwort, absorbida por el Commerzbank en septiembre de 2009), mos-

traba en su éxito editorial *Behavioural Finance*¹⁵ que las valoraciones y recomendaciones de los analistas siempre van por detrás del desarrollo real. Cuando aumentan los beneficios, los analistas elevan algo más tarde sus expectativas, y cuando, por el contrario, comienzan a caer, los analistas siempre tardan cierto tiempo en «anunciarlo» en sus valoraciones.

Ese comportamiento es muy lógico. Si un analista hace un pronóstico distinto del de sus colegas, podría tener razón; pero si se aleja demasiado de ellos no puede esperar nada bueno: si acierta, quizá un par de palabras de reconocimiento o un pequeño aumento de sueldo (bastante improbable), y como mucho la envidia de algunos colegas; pero si se equivoca, las consecuencias para él serán funestas: quedará marcado como inexacto o poco fiable. La conformidad es, por tanto, muy conveniente; o para decirlo con palabras de Warren Buffett: los lemmings (*Lemmini*) y su gregarismo tienen muy mala fama, pero nunca se ha visto que se le pidan cuentas a uno de ellos.¹⁶

Hay otra razón más por la que no se debe confiar en los analistas: los análisis de títulos-valores son caros, y por eso los analistas sólo estudian aquellas empresas que, por decirlo así, están en el centro del interés (y que podría ser muy enojoso no tener en cuenta), o aquellas con las que su banco puede hacer negocios. En la mayoría de los casos hay algún tipo de sociedad de compensación—pública u oculta—, ya que los análisis son caros.

Como alternativa, las empresas también pueden encargar un examen a una compañía «independiente» como Independent Research, Vara Research, German Business Concepts o Perfor-maxx. En tal caso, quien paga directamente a la compañía de analistas es la propia empresa objeto de estudio, por lo que no cabe depositar mucha confianza en éste; por otra parte, tales investigaciones «independientes» tampoco es que sean peores que la que puede realizar un banco, que también se hace pagar directa o indirectamente ese tipo de servicios por sus clientes.

Hay excepciones, sin duda: por ejemplo, Pierre Drach, fundador y jefe de Independent Research, como también Michael Vara, que puso en pie Vara Research. Conozco a ambos per-

sonalmente y tengo muy buena opinión de ellos. Hacen bien su trabajo. Sin embargo me gustaría que en esta República hubiera más analistas realmente independientes y a los que no pagara directa o indirectamente la empresa cuyas cuentas deban examinar.

Por otra parte, la mayoría de los analistas son jóvenes que quieren hacer carrera y que han elegido ese trabajo para «practicar». Si lo hacen bien acabarán siendo gestores de fondos o en algún otro puesto directivo. Jana Henze señalaba en su tesis «¿Qué ofrecen los analistas financieros?»¹⁷ —una investigación empírica de varias decenas de miles de casos— tres características para juzgar su calidad:

1. Los analistas son tanto mejores cuanto más tiempo llevan ejerciendo su profesión (en los grandes bancos esto es muy poco habitual, ya que los analistas quieren mejorar de puesto).
2. Los analistas son tanto mejores cuantas más empresas y sectores examinan (tales generalistas son escasos en los grandes bancos).
3. Los analistas son tanto mejores cuanto más pequeña es la empresa para la que trabajan (por eso se deberían ignorar los análisis del Deutsche Bank, el Commerzbank o la UBS).

Junto a los analistas bursátiles también desempeñaron un papel esencial en la gestación de la crisis financiera las agencias de valoración de riesgo. Que lo ignoraran absolutamente es algo muy natural que casi habría dar por supuesto, ya que de no ser así tampoco se habría producido el crash. En último término son las agencias de valoración las que juzgan cuán segura es o no una empresa. Esas valoraciones son utilizadas luego por los participantes en el mercado de capitales para estimar su relación inversión-riesgo y decidir los correspondientes intereses por los créditos y bonos.

Las agencias de valoración como Moody's, Standard & Poor's o Fitch están envueltas en un velo de secreto. Sus ana-

listas están sometidos a reglas muy estrictas; pero nadie sabe en realidad cómo elaboran sus valoraciones, ya que no se lo cuentan a nadie. En cualquier caso, a partir de Estados Unidos se han desarrollado en todo el mundo unas escalas que conocen todos los que se interesan un poco por la bolsa. Para Moody's hay ocho niveles y para Standard & Poor's siete, pero ambas escalas se reducen en pocas palabras a dos niveles: «grado de inversión» (comprar) y «grado de no inversión» (no comprar).

Cuadro comparativo de las escalas de Moody's y Standard & Poor's

Moody's		Standard & Poor's	
Grado de inversión	Grado de no inversión	Grado de inversión	Grado de no inversión
Aaa	Ba1	AAA	BB+
Aa1	Ba2	AA+	BB
Aa2	Ba3	AA	BB-
Aa3	B1	AA-	B+
A1	B2	A+	B
A2	B3	A	B-
A3	Caa1	A-	CCC+
Baa1	Caa2	BBB+	CCC
Baa2	Caa3	BBB	CCC-
Baa3	Ca	BBB-	CC
	C		C
	WR		D

LAS AGENCIAS DE VALORACIÓN Y SU PODER DE MERCADO

Ultimamente las agencias de valoración han obtenido mediante sus análisis un poder de mercado que conviene tener en cuenta, ya que en principio sustituyen, o al menos acompañan, a las valoraciones de solvencia de determinadas institu-

ciones o inversores. Cuantos más agentes competentes desisten de esa evaluación del riesgo, más poder ganan las agencias de valoración. Los bancos renuncian a sus propios análisis debido a los costes, y con ello ceden una parte decisiva de sus competencias y de su justificación. Como consecuencia, surge en el sector financiero una actitud correctora que da lugar a una especie de economía capitalista centralmente planificada.

En los países anglosajones el sistema tiene cierta justificación, ya que en ellos los bancos no solían ejercer tradicionalmente esa competencia. En el sistema bancario de Centroeuropa y Japón la valoración externa era un cuerpo extraño, ya que los bancos conocían de antemano a las empresas en las que confiaban. Se conocían los riesgos de las empresas deudoras y no se necesitaba ningún análisis externo. Esto no evitaba a los bancos alemanes o japoneses cometer errores (a veces incluso muy graves), pero sustituir sus propias competencias por agencias centrales de valoración era como querer expulsar al diablo pidiendo ayuda a Belcebú. Sea como sea, también aquí en Alemania se recurrió cada vez más desde la década de 1980 a las agencias de valoración, quizá para asegurarse más o para aliviar en parte ese trabajo. Hasta bien entrada la década de 1990 ese sistema combinado funcionó relativamente bien.

Pero tal como explicaba en el anterior apéndice, con el rápido crecimiento del segmento de los derivados financieros estructurados ese sistema acabó perdiendo pie. Hasta el 60 por ciento de los productos financieros estructurados de alto riesgo recibieron la mejor calificación, AAA o Aaa.¹⁸ A la vista de las pérdidas billonarias sufridas, se puede hablar de un fracaso absoluto de las agencias de valoración, algo que se entenderá mejor teniendo en cuenta que en la fase culminante de la burbuja inmobiliaria esas agencias obtuvieron hasta un tercio de sus beneficios mediante el «visto bueno» de productos estructurados. El conflicto de intereses entre un juicio objetivo y los intereses (honorarios) subjetivos era evidente.

Sin embargo, las valoraciones de las grandes agencias, esos carteles anglosajones opacos y excluyentes, siguen decidiendo

el funcionamiento de las grandes empresas de todo el planeta.

Y lo que es todavía peor: deciden también la política económica de muchos estados, que también se han convertido, mediante la emisión de títulos de deuda pública, en una parte muy importante del mercado de capitales, con riesgos y posibilidades parecidas a los de las empresas privadas. En el invierno de 2008/2009 la agencia de valoración Moody's advirtió de repente que la crisis financiera en Europa oriental podía extenderse también a la occidental. Esa advertencia concernía especialmente a Austria, porque las acciones de empresas muy comprometidas en Europa oriental estaban claramente perdidas y, como consecuencia, la sobrecarga de riesgo sobre los créditos austríacos había subido y los derivados del crédito como los seguros frente a créditos fallidos (los llamados *Credit Default Swaps*) alcanzaban alturas sobrecogedoras. El gobierno austríaco se desentendió a partir de ese momento de las garantías estatales para los bonos de empresas industriales, argumentando que la situación financiera ya crítica del estado austríaco podía verse aún más amenazada. El director del Instituto Austríaco de Investigación Económica, Karl Aiginger, dirigió duras críticas a las agencias de valoración y su «factor restrictivo» sobre la política: que Austria tuviera que pagar en los mercados financieros más que España e Italia era a su juicio «un chiste malo».¹⁹

Resulta asombroso que una economía en definitiva sólida y considerada de mediano tamaño como la austríaca se viera en peligro de perder su calificación AAA, mientras que una economía arruinada como la irlandesa sólo se veía en el mismo momento degradada a la AA+, esto es, un escalón más bajo, y la decrepita economía inglesa conseguía incluso mantener la calificación AAA.

En caso de que se considere que las valoraciones sirven para algo, lo que habría que hacer es crear una agencia continental europea financiada por los estados. Como alternativa a un sistema absolutamente fracasado sólo puede ser mejor. Desgraciadamente, los políticos europeos no han reunido hasta hoy valor suficiente para hacerlo.