# PROBLEMÁTICA CON LAS CREDIT RATING AGENCIES (CRAs)

El sistema financiero suele presentar una prociclicidad basada en la asimetría de información que existe entre los prestatarios y prestamistas que se denomina “acelerador financiero”[[1]](#footnote-1). Este proceso se da tanto en la fase expansiva como contractiva del ciclo económico. En la fase contractiva, cuando los valores de las garantías se reducen, se contrae a su vez la oferta crediticia haciendo que se encarezca el financiamiento incluso para aquellos proyectos que podrían resultar rentables, profundizando la depresión económica. Por el contrario, en momentos de expansión económica el financiamiento para proyectos se incrementa, se reduce su precio, generando mayores estímulos a la economía.

La pandemia del coronavirus es el ejemplo perfecto de shock exógeno negativo que no solo redujo el nivel de actividad de la economía real, sino que además incrementó los niveles de incertidumbre dentro de todos los sectores, tanto reales como financieros. En este caso, la llegada de un shock negativo tomó la forma de crisis sanitaria y provocó una contracción abrupta en la economía real debido principalmente a la reducción de circulación e incertidumbre generalizada. Esta situación repercutió en el mercado financiero reduciendo los valores de las garantías e incrementando la falta y asimetría de información, reduciendo los volúmenes de financiamiento y dejando en evidencia el efecto del acelerador financiero.

Las calificaciones de las tres grandes agencias, Moody's, Fitch y S&P, son uno de los determinandes de la confianza y credibilidad, y por lo tanto determinan el costo de financiamiento en el mercado internacional para empresas y gobiernos. De este modo, sus informes y calificaciones generalmente toman el rol de catalizador de esta dinámica procíclica de la economía financiera sobre la real.

Este efecto responde a diversas causas, pero afecta principalmete a los países y las firmas en períodos recesivos. En primer lugar, las agencias calificadoras suelen presentar análisis más volatiles y con mayor periodicidad durante los momentos recesivos que durante los períodos de crecimiento. El mayor nivel de revisiones genera a su vez, mayores variaciones en sus analisis, otorgando un nivel volatilidad más elevado y por lo tanto se incrementa la incertidumbre. Asimismo, al tratarse de un mercado oligopolico, donde tres agencias son las que controlan el mercado, los análisis suelen presentar un importante nivel de correlación, llevando a que una mala calificación por parte de una de las agencias, puede desencadenar sucesivas caídas en las calificaciones de las otras, provocando un mayor incremento en el costo de financiamiento tanto público como privado. Por último, la calificación que obtienen los países suele imponerse como un “techo” para las empresas nacionales. Esto impacta de manera negativa particularmente a las firmas de países emergentes y en desarrollo que en momentos de caída de la calificación de los países se ven afectadas negativamente, más allá de su situación.

Durante la crisis de COVID se ha bajado la calificación que numerosos países tienen con sus deudas públicas y privadas. La necesidad de los gobiernos de dar respuesta a la crisis sanitaria llevó a que en muchos casos se cambiara diamentralmente la estrategia de los gobiernos respecto a la utilización del gasto y su endeudamiento. Sin embargo, las calificaforas de riesgo no actuaron del mismo modo, de hecho mantuvieron intactas sus metodologías sin tomar el cuenta la implicancia y relevancia de esta crisis, llevando a que muchos países tuvieran reducciones en su calificación. Estas reducciones tienen por lo tanto, un efecto procíclico ya que imposibilitan a los países a continuar realizando las políticas necesarias para afrontar este shock exógeno global.

## El impacto de las bajas de calificación crediticia en el contexto de la Debt Service Suspension Initiative (DSSI)

En el marco de DSSI, comenzó una discusión por las implicancias que las CRAs provocan en la implementación de esta iniciativa. Respecto la implementación de la DSSI con acreedores oficiales bilaterales, las agencias calificadoras habían establecido que no tendría implicancias negativas en los ratings. Sin embargo, una de ellas, Moody’s, reaccionó negativamente ante la solicitud de Angola, Cameroon, Cote d’Ivoire, Etiopia, Pakistán, y Senegal a la DSSI con acreedores oficiales. La agencia calificadora puso estos países bajo una revisión crediticia negativa (“on a negative credit watch”) para determinar si lleva a cabo un dowgrade crediticio. La decisión depende de que el sector privado se sume también en la iniciativa y si durante este período de revisión se determina si el haber aplicado a la DSSI con acreedores oficiales bilaterales implica una mayor probabilidad de que estos países hagan un default de sus deudas con privados[[2]](#footnote-2).

Luego, si bien parece estar saldada la discusión de que en el caso de acreedores oficiales bilaterales aplicar a la DSSI no tiene implicancias negativas en la calificación crediticia, en la práctica pareciera haber ciertos desafíos que deben ser aún discutidos. En relación con la implementación de la DSSI con acreedores del sector privado, las tres agencias calificadoras (Moody’s, S&P, Fitch), han establecido que aplicar a la DSSI sí puede tener un impacto negativo en la calificación crediticia (al menos temporalmente). Esto lleva a que los países elegibles de la DSSI no la soliciten al sector privado, limitando su alcance.[[3]](#footnote-3)

## Discusión general de la a pro-cíclicidad de las CRA’s en los grupos de trabajo del G20

En los grupos de trabajo del G20 – el Framework Working Grpup (FWG) y el International Financial Architecture Working Group (IFA) - ha habido una discusión más general sobre la prociclicidad de las agencias calificadoras de riesgo sobre todo en este tipo de crisis sistémicas, que ha tenido un especial impacto en los países emergentes. Si bien este fue un tema abordado tras la crisis financiera internacional, aún queda espacio para mejorar el actuar y alcance que las CRAs tienen. Argentina junto a otros emergentes ha empujado esta agenda en diversos grupos de trabajo (IFA y FWG). En FWG se ha dado más lugar a esta discusión, dado que se circuló un non-paper a mediados de año para impulsar el tema. En este non-paper, criticaba el hecho de que las CRAs no hayan adaptado sus metodologías para posibles imapctos negativos a los ratings de países en el contexto del COVID y proponía incluir el tema en el ‘Plan de Acción’ del G20; documento del G20 que formula compromisos concretos que son monitoreados en su implementación.

Sin embargo, el non-paper no logró generar momentum y el tema de la metodología de la procícilicidad de las CRAs no fue incluído en el Plan de Acción.[[4]](#footnote-4)

1. Fisher (1933), Gertler (1995), Kiyotaki y Moore (1997), Bernanke et al (1999), Gertler, Gilchrist y Natalucci (2006). [↑](#footnote-ref-1)
2. Por ejemplo, estos son los argumentos esbozados por Moodys para poner bajo revisión la clasificación crediticia de Côte d'Ivoire's (misma que para los otros países): *“The decision to place Côte d'Ivoire's ratings on review for downgrade reflects Moody's assessment that the country's participation in the G20 Debt Service Suspension Initiative (DSSI) raises the risk that private sector creditors will incur losses. The suspension of debt service obligations to official creditors alone would be unlikely to have rating implications. However, the G20's call on private sector creditors to participate in that initiative on comparable terms raises the risk of default on privately-held debt under Moody's definition. The government has stated its commitment to comply with all of its contractual obligations vis-a-vis private sector creditors and does not intend to extend the DSSI to them. However, this contrasts with a call by the official sector for commercial creditors to contribute to debt service relief.*

*Consistent with Moody's approach globally, the review period will allow Moody's to understand the significance of the statement in the DSSI term sheet that private sector creditors should participate on comparable terms. The review will assess whether Côte d'Ivoire's participation in that initiative will indeed be implemented without private sector participation, in which case the rating will likely be confirmed at the current level; or, if not, what lower rating would be consistent with expected losses.”* (ver [acá](https://www.moodys.com/research/Moodys-places-Cte-dIvoires-Ba3-ratings-on-review-for-downgrade--PR_425737)) [↑](#footnote-ref-2)
3. Existen otros desafíos de implementación de la DSSI, que impidió la implementación a más países (14 ya expresaron que no quieren participar). Por ejemplo, que aplicar a la DSSI **disparé “cross default clauses**” en otros tipos de deuda sobre todo comerciales. El Banco Mundial y el FMI están trabajando sobre este desafío, y en su último reporte del 14 de Julio, establecieron que el IIF está preparando un borrador del “waiver” que se podría usar para estas cláusulas. [↑](#footnote-ref-3)
4. La única referencia que se hizo sobre posibles implicancias negativas en los ratings fue en el compromiso 6, bajoelpilar 3, que lee “*We remain committed to following the FSB’s principles on the response to COVID-19. We ask the FSB to continue to monitor, assess, and where appropriate address, potential vulnerabilities in the global financial system, including the lessons from its forthcoming holistic review of the market turmoil in March; and to deepen its analysis of vulnerabilities relating to the solvency of non-financial corporates and to the procyclicality of credit rating downgrades*.” [↑](#footnote-ref-4)