

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

T E S I S

**LAS AGENCIAS CALIFICADORAS Y SU FUNCIÓN EN LA ACUMULACIÓN
FINANCIERA CONTEMPORÁNEA**

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE LICENCIADO EN

ECONOMÍA

P R E S E N T A:

ELMER IVÁN SÁNCHEZ RABADÁN

DIRECTOR DE TESIS: DR. ALEJANDRO CÉSAR

LÓPEZ BOLAÑOS



CIUDAD UNIVERSITARIA, D.F. ENERO 2015



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

LAS AGENCIAS CALIFICADORAS Y SU FUNCIÓN EN LA ACUMULACIÓN FINANCIERA CONTEMPORÁNEA

Contenido del trabajo

Introducción	4
Capítulo 1. La construcción del capitalismo financiero y el desempeño de las ACR en el proceso	19
1.1 Estado de bienestar y monetarismo.....	20
1.2 La acumulación por desposesión: el énfasis en los aspectos Financieros.....	46
Capítulo 2. Las agencias calificadoras	53
2.1. ¿Qué es una ACR?.....	53
2.2. Origen de las ACR.....	56
2.3. ¿Qué es una calificación?.....	58
2.4. ¿Qué evalúa?.....	67
2.5. ¿Cómo lo evalúa?.....	71
2.6 ¿Para qué evalúan?.....	72
2.7 ¿Para quién evalúan?.....	72
2.8. ¿Para qué sirve una ACR en la financiarización?.....	73
Capítulo 3. Desempeño de las ACR durante la crisis de 2007	92
3.1 Crisis 2007-2013.....	92
3.2. El desempeño de las ACR durante la crisis de 2007.....	102
3.3. Otorgamiento de calificaciones positivas a naciones con alta Fragilidad financiera.....	107
Conclusiones	125
Bibliografía	129

AGRADECIMIENTOS Y DEDICATORIA

Me gustaría agradecer y dedicar el presente trabajo a mis padres Elmer y Magdalena, por todo el apoyo, comprensión y amor que me han brindado durante toda mi vida, y que sin ellos, sin intención de sonar trillado, esto y muchas cosas no hubieran sido posibles.

Me gustaría también agradecer a mis hermanos Diego y Magdalena, con quienes han estado siempre conmigo, y que al igual que mis padres siempre me han brindado mucho amor y apoyo.

A Silvia y Margarita Rabadán, quienes me brindaron el apoyo de cualquier tipo para lograr cumplir este proyecto.

También me gustaría agradecer a los grandes amigos que conocí en mi paso por la facultad, que hoy más que amigos, son mis hermanos ya que hemos compartido grandes momentos dentro y fuera de las aulas, tales como risas, llanto e infinidad de sentimientos, y gracias a ellos he logrado ver la vida de otra manera. Gracias León Vargas, Carlos Calles, Abraham Brigido, Karla Picoche, Rebeca Morales, Diana Miranda y Carolina Sosa.

Quiero hacer mención especial de Norma Angélica Caro, quien fue un apoyo incondicional durante este proyecto, tuvo la fortaleza de soportarme después de verme trabajar durante muchas horas, siempre encontrando la manera de hacerme sentir apoyado. Quiero agradecerle por todas las experiencias que he tenido la oportunidad de vivir a su lado.

Agradezco enormemente al Dr. Alejandro López Bolaños, quien me asesoró sabia y pacientemente para lograr concluir con éxito esta tesis; y en quien encontré, más allá de un tutor, a un gran amigo que me apoyó en un momento en el cual era difícil encontrar orientación adecuada para su redacción.

Finalmente, deseo mostrar mi gratitud con la Universidad Nacional Autónoma de México, la cual me otorgó grandes amigos, experiencias, conocimiento y un cambio de visión sobre el mundo.

INTRODUCCIÓN

¿Cuál es la papel de las agencias calificadoras en el proceso de financiarización de la economía?

El presente trabajo desea mostrar al lector cuales son los principales mecanismos para la medición del riesgo país, se mencionará que es este indicador, también se analizará el funcionamiento de diversas agencias de calificación crediticia, las variables y mecanismos que toman en cuenta para evaluar este tipo de riesgo, así como las consecuencias que estas notas traen consigo.

Se optó por analizar este tema dada la importancia que han adquirido las calificaciones otorgadas por las agencias, se pretende revisar si éstas muestran objetivamente la solvencia en un gobierno, corporación o instrumento financiero.

La investigación será de gran utilidad puesto que tiene como objetivo identificar cuáles son las variables que se consideran más importantes al momento de valorar una nota emitida por una agencia de calificación crediticia. Se espera mostrar de manera clara el papel de estas y el impacto que tienen sus análisis sobre los agentes evaluados, así como el papel que han jugado en el proceso de financiarización de la economía.

Con respecto a la delimitación del objeto será mostrar el desempeño que han tenido las agencias calificadoras en el proceso de financiarización de la economía, dicho análisis se enfocará únicamente a tres agencias calificadoras (Standard & Poor's, Fitch y Moody's), ya que hasta mediados del 2014 éstas abarcan aproximadamente 95% de este mercado.

En relación a la delimitación del tiempo, será ilustrativo tomar un rango de quince años para el presente caso; sin embargo, con el objetivo de contextualizar la investigación se mostrarán gráficas que comprenden años entre 1940 y 2013, empero, el análisis más profundo es presentado en el capítulo tres donde se examinan años seleccionados entre 1998 y 2013 donde se muestran fenómenos interesantes como la crisis de las hipotecas *subprime* y la crisis de deuda del

bloque de países conocido como PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España), se estudiará el comportamiento de las agencias calificadoras y si sus notas verdaderamente reflejaron las situaciones de los países analizados, o únicamente propiciaron las condiciones necesarias para la financiarización.

Las agencias calificadoras, más allá de propiciar un mercado “eficiente”, en el cual se efectúan operaciones con agentes totalmente informados, donde se toman decisiones óptimas al momento de realizar inversiones, minimizando costos y riesgos, han facilitado el fomento de reformas necesarias para dar legitimidad y fuerza al proceso de financiarización de la economía, dando preferencia a agentes económicos específicos.

El poder obtenido por las agencias de calificación crediticia ha sido reforzado por organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), sumado a la credibilidad otorgada por diversos gobiernos, de esta manera logran preservar los intereses del capital financiero, y, a pesar de ser entes meramente autónomos, las calificadoras responden a intereses específicos al realizar evaluaciones sesgadas y controversiales; tal manera de operar ha ocasionado estragos en la economía internacional sin que éstas entidades asuman algún tipo de responsabilidad en las consecuencias generadas por las evaluaciones llevadas a cabo.

El presente trabajo cuenta con un objetivo general y cuatro particulares; el primero de ellos es demostrar que las agencias calificadoras de riesgo han jugado un papel preponderante en el proceso de financiarización de la economía, al traer consigo consecuencias importantes en la economía global.

Con respecto al primer objetivo particular, es mostrar al lector los conceptos fundamentales para entender la terminología utilizada en cuestiones financieras, tales como el concepto de riesgo y las clasificaciones de éste, al poner especial énfasis en las cuestiones financieras, se efectuará una primera aproximación al concepto de riesgo país y sus implicaciones, así como el papel de las agencias calificadoras de riesgo en dicho proceso.

El segundo objetivo particular consiste en introducir al lector en el proceso de transición del modelo keynesiano al monetarista sin dejar de lado la mención de las características principales de ambas corrientes, así como las causas que empujaron a la búsqueda de un cambio de paradigma del modelo económico por parte de los gobiernos e instituciones internacionales para enfrentar la problemática presentada a nivel internacional a partir de la década de los setentas del siglo XX. También se pretende mostrar el comportamiento de los bancos centrales en este proceso.

Con respecto al tercer objetivo, éste se enfocará en realizar un análisis sobre el origen de las agencias calificadoras de riesgo y la evolución que han tenido en el papel que desempeñan dentro de los mercados internacionales y, cómo a raíz de momentos económicos cruciales han implementado la estrategia necesaria para convertirse en instituciones imprescindibles globalmente. En dicho objetivo, aparte de revisar brevemente la historia de dichas instituciones, también se pondrá énfasis en mostrar los principales mecanismos de evaluación por parte de las agencias, ¿a quién evalúan?, ¿qué es una nota de calificación crediticia?, ¿qué reflejan las notas? Así como la mención de algunos productos financieros evaluados por éstas.

Finalmente, se realizará un análisis sobre el desempeño de las agencias calificadoras de riesgo durante la crisis financiera de 2007, se llevará a cabo una breve reseña del impacto de la crisis en EU y en los países miembros de la zona euro conocidos como PIIGS, y del cómo, tras realizar evaluaciones positivas a diversas entidades y productos financieros la realidad reflejó condiciones totalmente contrarias a las notas otorgadas por las agencias, poniendo en duda su credibilidad.

Previo a entrar de lleno en la investigación se incluirán algunos conceptos que se manejarán en el presente trabajo, esto con el propósito de facilitar el entendimiento del mismo para el lector no iniciado en el tema.

Mecanismos para entender la medición del riesgo país.

El riesgo país se refiere al riesgo crediticio que tiene un país con respecto a otro; quiere decir que un país no tiene la capacidad de cumplir las obligaciones con su contraparte, éste es evaluado por las agencias calificadoras de riesgo, quienes realizan evaluaciones cuantitativas y cualitativas, prestan atención mayormente al rendimiento de los bonos de deuda emitidos por dicho país. Otras agencias toman en cuenta también variables como cuestiones sociales, políticas o fiscales por nombrar algunas.

Es importante mencionar que las calificaciones emitidas por las agencias repercuten en las inversiones efectuadas en diversos países, es por esto que se deben elaborar con seriedad y cautela ya que afectan directamente la economía y la sociedad de naciones enteras; es por esto que algunas calificaciones otorgadas han generado controversia porque numerosas ocasiones no reflejan lo que sucede realmente en algún gobierno o empresa. Por tales motivos los entes evaluados recurren a cierto tipo de prácticas para obtener notas favorables.

En el caso de los países, para ser agentes de crédito implementan las reformas necesarias recomendadas por las calificadoras y organismos internacionales para mejorar su nota. Con respecto a las empresas, éstas recurren a mecanismos como alteración de estados de resultados para mostrar que su situación es favorable y que cuentan con gran solvencia. Otro tipo de evaluación que hacen las agencias calificadoras es el relacionado a productos financieros, los cuáles para ser evaluados positivamente son respaldados con otros activos financieros, éstos casos se evaluarán en párrafos subsecuentes.

A continuación se definirá que se entiende por riesgo y se mencionarán características de algunos riesgos financieros; empero, se dará mayor énfasis al crediticio ya que es el que compete al hablar de riesgo país.

Se puede definir riesgo como la probabilidad de que algo no salga como se tiene esperado, puede ser de manera positiva o negativa, también puede definirse como la incertidumbre sobre cuál será el resultado de algún evento, se dice que

no es necesariamente negativo pues existe la probabilidad de tener recompensas o pérdidas, lo último sirve como incentivo para tomarlos, dicho concepto es aplicado en diversos campos, pero en la presente investigación abarcará el tema de los riesgos financieros, específicamente el crediticio en su modalidad de riesgo país. La síntesis de los riesgos financieros asociados al riesgo país se presentan en el esquema número uno.

Esquema 1. Tipos de Riesgo Financiero



Fuente: Elaboración propia con datos de Bonás et. al. (207:7-9)

Para entender lo expuesto en el esquema uno es pertinente definir cada uno de los conceptos plasmados en éste. Primeramente, el riesgo de tipo de interés es aquel donde el precio de algún título financiero puede sufrir fluctuaciones a causa de variaciones en los tipos de interés, generando potenciales pérdidas a los inversionistas.

Ignacio López, en del sitio de web de la revista expansión define al riesgo de tipo interés cómo:

El riesgo de tipo de interés o riesgo de intereses es el que se deriva de las fluctuaciones en los tipos de interés de los activos y pasivos que cualquier agente económico mantiene en cartera. Las posibles causas de variación de los tipos de interés, de forma resumida, se exponen a continuación: (<http://www.expansion.com/diccionario-economico/riesgo-de-tipo-de-interes.html>)

- Política monetaria de control de la cantidad de dinero en circulación.
- Déficit público, compitiendo con el sector privado por los recursos disponibles.
- Tasa de inflación, como explicación del tipo nominal.
- Tipos de interés exteriores

Por otra parte, el riesgo operativo contempla las fallas implicadas en el proceso productivo de un país, ya sea fallas en los sistemas, suministros o individuos que impida llevar a cabo el proceso productivo.

En relación al riesgo de mercado, éste evalúa circunstancias que pueden afectar las negociaciones internacionales tales como incertidumbre ante la volatilidad de precios, fluctuaciones en las tasas de interés, episodios de inflación y tipo de cambio en los mercados globales, dichos eventos pueden repercutir en los oferentes y demandantes de mercancías, servicios y títulos a nivel global, al originar grandes ganancias o pérdidas a los inversionistas.

Con respecto al riesgo de convertibilidad de divisas, Dans Rodríguez (2007:9:10) lo define como aquel donde existe la probabilidad de que en una economía no exista la cantidad de divisas suficientes para convertir su moneda local en la que su deuda se encuentre denominada y así facilitar su transferencia, además, si existen suficientes divisas se es capaz de hacer frente a las obligaciones con acreedores en el extranjero.

El riesgo de volatilidad implica factores de variación que relacionadas a fluctuaciones de los tipos de interés o de los tipos de cambio o de cualquier otro factor que pueda generar volatilidad en una inversión.

Para definir el riesgo de inflación, puede decirse que éste es consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo a causa de un alza en la inflación, repercutiendo en las inversiones realizadas, principalmente en los mercados financieros.

En relación al riesgo de liquidez, se puede decir que se presenta si el grado de solvencia del emisor del bono disminuye, será difícil para un inversor que desee vender antes del vencimiento encontrar compradores a un precio adecuado. Generalmente, los bonos son más líquidos durante el periodo inicial posterior a su emisión ya que es cuando se realiza el mayor volumen de negociaciones en dicho bono.

El de riesgo de crédito es aquel al que los agentes se exponen ante la posibilidad de que la contraparte se vea imposibilitada para pagar sus obligaciones adquiridas (deudas).

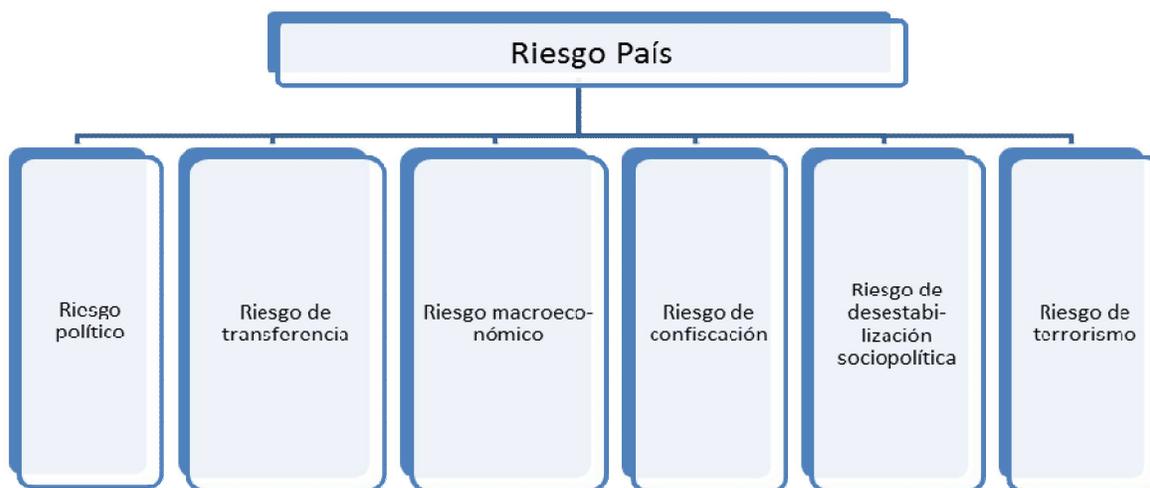
De acuerdo a Bonás, et al (2007:10) existen dos interpretaciones en la definición de riesgo de crédito, la primera hace referencia al hecho de que la contraparte de un crédito no cumpla con las obligaciones financieras adquiridas. La segunda interpretación es cuando existe una disminución en el valor de los activos de la contraparte, por lo tanto la calificación crediticia continúa deteriorada aun cuando se haya pagado lo acordado.

Si la definición anterior se traslada a negociaciones internacionales implica la incertidumbre de impago por parte de una nación. La imposibilidad de cubrir sus obligaciones con su contraparte cobra importancia en las últimas décadas por lo que se creó la medición de un tipo de riesgo específico para estas situaciones, no solo implica el comercio de bienes, sino también en servicios y productos financieros, que como se describirá en párrafos subsecuentes, son estos últimos los que más preponderancia tienen al evaluar este tipo de riesgos.

Finalmente, el riesgo país, es el relacionado a las transacciones internacionales, generalmente abarca las operaciones de inversión extranjera directa e indirecta entre naciones, además, toma en cuenta circunstancias económicas, políticas y sociales dentro de los países; este riesgo se encuentra relacionado al riesgo soberano; en diversas ocasiones ambos son tomados como sinónimos, sin embargo, no son lo mismo, mientras que el riesgo país muestra las circunstancias presentadas en una nación que ponen en riesgo determinada inversión, el soberano es aquel que califica y evalúa los bonos emitidos por las naciones, éste es evaluado por las agencias calificadoras de riesgo.

Dado que el tema del presente trabajo implica el análisis de las agencias calificadoras de riesgo, vale la pena mencionar cuales son los principales componentes a evaluar por parte del riesgo país, que en éste caso es lo asociado al riesgo soberano, y que sirven como referencia al momento de construir una evaluación crediticia por parte de las agencias calificadoras de riesgo.

Esquema 2. Tipos de Riesgo Implícitos en el Riesgo País



Fuente: Elaboración propia con datos de Dans Rodríguez (2012: 9-16)

El esquema dos permite complementar el primero, pues al analizar ambos se puede construir una definición más concreta de riesgo país, pues el primer esquema considera lo referente a cuestiones de mercado, mientras que los conceptos incluidos en el segundo apartado revisan lo relacionado a temas sociales.

Tal como menciona Dans Rodríguez (2012:9-16), el riesgo político se refiere a la estabilidad política que existe dentro del país evaluado, enfocándose a la seguridad en las inversiones (directas y de cartera) y propiedades extranjeras, así como certidumbre de repatriación de capitales, tomando en cuenta la posibilidad de inestabilidad social.

El de transferencia dicta la posibilidad de no poder repatriar capitales al exterior ya sea por cuestiones normativas (en el país donde se realizó la inversión) o a falta de dicha divisa en la economía de origen, pudiendo ocasionar que un deudor no pueda hacer frente a sus compromisos financieros aun cuando tenga los recursos para a hacerlo.

El riesgo macroeconómico contempla que un deudor se vea imposibilitado para hacer frente a sus obligaciones financieras, no por falta de solvencia, sino por inestabilidad en el sistema dentro del cual este funciona, al quedar expuesto a las crisis que se puedan presentar dentro de éste.

Con respecto al riesgo de confiscación, comenta que es el caso donde existe la posibilidad que el Estado transfiera la propiedad privada a manos de éste, muchas veces sin otorgar una indemnización o que ésta sea mucho menor al valor de los activos de la empresa o propiedad.

Dans Rodríguez (2011:11) comenta al respecto lo siguiente:

Las tres acciones gubernamentales, confiscación, expropiación y nacionalización, se refieren a acciones legales o administrativas que pueden

producir una minoración en los derechos de propiedad o un cese de las actividades de la empresa [...]La expropiación es la transferencia de la titularidad de los activos que ejercen las autoridades del país receptor sobre la inversión directa y a favor del Estado en virtud de un derecho que les ha sido conferido por la justicia. El riesgo para el inversor radica bien en la no percepción de una indemnización económica o justiprecio o bien en la percepción de una indemnización injusta, inferior a la que correspondería legalmente. La confiscación es una expropiación ilegal. En este caso las autoridades del país que ha acogido a la inversión no están ejerciendo un derecho conferido por Ley al transferir al Estado la titularidad de los activos.

La nacionalización consiste en la transferencia de la titularidad de las acciones de la empresa extranjera al Estado. Puede llevarse a cabo en términos de expropiación o de confiscación.

Los riesgos de Expropiación, Confiscación y Nacionalización no afectan a las operaciones comerciales, de manera que estamos ante una modalidad de riesgo específica de las inversiones directas.

Finalmente, otros tipos de riesgo están relacionados a inestabilidad por cuestiones políticas o sociales, dentro de los cuales se puede incluir el terrorismo, guerra y rebeliones, tales circunstancias pueden afectar la inversión, dichas situaciones pueden tener orígenes internos o externos.

Dans Rodríguez (2011:12:13) explica lo siguiente:

La “guerra” es el conflicto armado entre dos o más naciones o entre bandos de una misma nación que utilizan la violencia para ganar el derecho a gobernar o a constituirse como Estado o a apropiarse de un recurso ajeno, como por ejemplo un territorio [...]Una “rebelión” es una revuelta contra el Estado que hace referencia a una actitud individual con connotaciones legales contempladas en el ordenamiento jurídico. Es importante incidir en el hecho de que la rebelión es una acción casi personal. Si adquiriera un carácter colectivo, entraríamos en la categoría de insurrección. La “insurrección” se define como el levantamiento o la rebelión colectiva de una nación o un pueblo. De nuevo, en este caso nos estamos refiriendo a la insurrección contra el poder político. Cuando se logra el objetivo político y tiene lugar, por ejemplo, un cambio en las Instituciones Públicas o un cambio de gobierno, el término entra en la categoría de “revolución”[...]Con el

terrorismo cabe preguntarse en qué medida se puede o se debe tratar la combinación del componente político y el componente criminal. La actividad terrorista es una acción criminal penada por las leyes de casi todos los países. Las motivaciones suelen ser de índole religioso, ideológico o nacionalista. En última instancia, desembocan en reivindicaciones políticas que son las que acaban canalizando las protestas, dado el deber de la clase gobernante de gestionar de una u otra manera todas las cuestiones que suscitan las manifestaciones terroristas.

Como se mostró, el riesgo país trae consigo intrínsecamente diversas circunstancias, pero, ¿Cómo se puede definir dicho concepto?, en términos prácticos es la situación en la cual una nación no logra obtener recursos suficientes para cumplir sus obligaciones financieras en el extranjero, al depender de diversos factores como los mencionados en los esquemas uno y dos.

Las notas emitidas por las calificadoras para evaluar el riesgo soberano son frecuentemente utilizadas al momento de realizar transacciones internacionales, con el tiempo estas empresas han cobrado bastante importancia, pues en la economía mundial es cada vez más frecuente la interacción entre los agentes abriendo el mercado exterior, dentro de éste se realizan operaciones de todo tipo, ya sea inversión directa, de cartera u otorgamiento de créditos. Tras la apertura y expansión de estos negocios resulta importante estudiar características económicas, políticas, legales y sociales de las entidades con las cuales se establecerá una relación ya que los inversores exponen su capital, y entre menor incertidumbre exista mayor será la probabilidad de obtener rendimiento y recuperar su inversión. Evidentemente, entre más riesgoso sea el lugar donde realicen tales operaciones mayor será la tasa de retorno, dado que el beneficio es proporcional al riesgo asociado.

Sebastian Díaz et al (2008:4), basandose en los trabajos de (Zopounidis y Pardalos, J. 1984). Calverley (1990), define riesgo país de la siguiente manera:

El riesgo país, en general, se define como la probabilidad de que un país falle en generar suficiente moneda extranjera para pagar sus obligaciones a acreedores externos (Zopounidis yPardalos, J. 1984). Calverley (1990) lo define

como las pérdidas potenciales financieras y económicas debido a las dificultades que fluyen desde el ambiente político y macroeconómico de un país. El riesgo país también se haya definido como el grado de estabilidad económica y política de una nación. En los mercados se le suele definir como la sobretasa a pagar por un país entre la diferencia de una canasta de bonos del país en cuestión y el bono del Tesoro Americano (T-Bond).

Una razón por la cual los agentes se interesan en invertir en países con alto riesgo es debido al incentivo de obtener mayores rendimientos, pues al invertir en estos países es probable que la tasa de interés de los retornos sea elevada, dichas operaciones se guían ante la premisa de las inversiones “ante mayor riesgo mayor rentabilidad”. Sin embargo, las bajas notas crediticias implican que las naciones deudoras obtengan altas tasas de interés al solicitar créditos internacionales o emitir deuda, además, los condicionamientos para otorgarles recursos son más estrictos, es por esto que siempre buscarán mejorar las calificaciones que se les otorgan.

Las notas emitidas por las agencias calificadoras de riesgo son de vital importancia para los inversionistas extranjeros pues es el primer y muchas veces único elemento a tomar en cuenta al momento de colocar sus recursos, de esta manera pueden sondear los mercados donde se encuentra su capital, además, teóricamente sirve como parámetro al mostrar cómo se comportan los mercados de cualquier tipo, con la finalidad de orientar a los agentes para tomar la mejor decisión al momento de invertir.

Sin embargo, ¿Cuál es la mejor metodología para medir este indicador tan importante?; la respuesta no sencilla, existen diversas agencias calificadoras que se enfocan a dar notas crediticias a gobiernos, empresas y productos financieros, cada una maneja diversas metodologías, algunas se enfocan meramente a cuestiones de rendimiento de bonos del gobierno local, otras observan también variables como la estabilidad social o política. Existen mecanismos cuantitativos, cualitativos y mixtos para medir el riesgo país. Sin embargo, ninguna de las calificadoras evaluadas revela su metodología ya que consideran que es un

secreto empresarial. A pesar de que cada una tiene su propio método, teóricamente el fin es el mismo, mantener informados y actualizados a los inversores para que estos tomen la mejor decisión posible y optimizar su beneficio.

Las calificadoras son conocidas por diversos nombres, estos pueden ser agencias de crédito, agencias de calificación de riesgos o agencias de rating, para el presente trabajo se utilizará en lo subsecuente el término ACR (agencias calificadoras de riesgos).

La medición del riesgo país inicialmente se aplicó en naciones emergentes bajo el argumento de que dentro en éstas existe mayor incertidumbre al momento de realizar inversiones. Sin embargo, a través de los años las ACR procuraron evaluar un mayor número de entidades al evaluar su capacidad de pago; gradualmente todos los países, niveles de gobierno, productos financieros y corporaciones fueron analizados por las ACR con la finalidad de realizar inversiones menos riesgosas.

Básicamente, una ACR es una empresa que a petición de uno de sus clientes se da a la tarea de evaluar productos financieros, activos o condiciones propicias para la inversión. Diversas fuentes que se retomaran al momento de definir que es una ACR argumentan que el trabajo de las ACR es significativo dado que brindan información valiosa al buscar referencias sobre el rendimiento de algún instrumento financiero, la inversión en una determinada empresa o gobierno así como la voluntad y capacidad de pago de un deudor, tales operaciones favorecen la eficiencia del mercado, disminuyendo costos al mostrar de manera simplificada un abanico de opciones, presentando las que podrían ser las alternativas de inversión más atractivas para cada agente económico, menguando el riesgo de potenciales pérdidas. Se argumenta también que el trabajo de las ACR no únicamente facilita el trabajo para los inversionistas, sino que también brinda oportunidades a países o empresas pequeñas abriéndolos al mercado de capitales y de esta manera incrementar las posibilidades de inversión, creando escenarios potenciales en los cuales puede mejorar la calidad de vida de la población, así como abrir puertas a las empresas en el mercado global. Sin

embargo, en el presente trabajo se pondrá en duda la veracidad de todos los argumentos mencionados con anterioridad, que corresponden a una precepción enteramente operacional del mercado.

Supóngase que determinado gobierno tiene la intención de emitir deuda para obtener recursos económicos o desea solicitar un crédito y recurre a una ACR para ser evaluado, una vez realizado el análisis ésta emite los resultados, los cuales pueden servir como orientación para fijar las tasas de interés que otorgará la entidad acreedora y calcular el rendimiento de los bonos que emitirá dicho Estado. En realidad, este proceso no únicamente implica la emisión de la nota, sino que viene acompañada de previsiones del ente evaluado, así como un conjunto de recomendaciones a aplicar en sus políticas públicas para obtener mejores notas futuras y ser objeto de nuevos préstamos, que no necesariamente implican mejores condiciones de vida para la población del agente evaluado.

Los ingresos de las ACR provienen de agentes que solicitan ser evaluados, empero, esta afirmación no es del todo cierta pues existen dos mecanismos para recaudar ingresos por parte de las ACR; el primero aplica para las tres principales ACR, mejor conocidas como las *Big Three*: Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings; éstas obtienen sus ganancias gracias a los pagos realizados por las emisoras de crédito, pues con las notas publicadas facilitan el trabajo y sobre todo reducen los costos para estas últimas, tales reportes son en su mayoría de acceso público. El segundo mecanismo lo utilizan las ACR más pequeñas, consiste en suscripciones a informes, los cuales no son de acceso público y pueden ser vistas tras cubrir una cuota.

Ambos métodos causan controversia porque los intereses de las emisoras de crédito son grandes e implican grandes sumas de dinero, existiendo la posibilidad de perversión del proceso de calificación mediante sobornos para beneficiar o afectar a los entes evaluados. Otra polémica que trae consigo la primera metodología es la posibilidad de chantaje por parte de las ACR con los agentes, que a cambio de sumas de dinero o implementación de políticas

económicas de cierto corte manipulan perversamente las notas. El presente trabajo prestará atención únicamente al primer mecanismo.

Un ejemplo de la primera metodología es el caso de la empresa energética *Enron*, donde sus notas parecían saludables pocos días antes de que ésta se declarara en quiebra, y cuyo caso se mencionará en el presente trabajo. Otra situación que se retomará en párrafos subsecuentes es el de los países miembros de la Euro zona conocidos como *PIIGS* (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España), los cuales, previo a la crisis de 2007 presentaban calificaciones crediticias altas, sin embargo, al desatarse los problemas financieros quedó evidenciado que las notas que les habían otorgado no reflejaban verdaderamente la situación de dichas naciones.

A pesar de las controversias que existen alrededor de la ACR éstas siguen siendo el punto de referencia por excelencia al momento de tomar una decisión de inversión. Michel Gálvez, el sitio web del grupo financiero Actinver argumenta que hasta el 7 de julio de 2012 existen poco más de 74 ACR, sin embargo, vale la pena recordar que la mayor parte de este mercado es controlado por tres ACR, que son Standard & Poor's, Moody's Investors Service y Fitch Ratings, las tres tienen su sedes en los principales centros financieros internacionales.

El gran poder que hoy en día poseen estas tres ACR ha generado controversia y desconfianza a nivel internacional, porque más de una ocasión han mostrado prácticas corruptas y evidentes conflictos de interés; es por esto que alrededor del planeta existen proyectos para vigilar de manera más estricta el desempeño éstas, además, se considera la posibilidad de crear ACR que realicen evaluaciones de manera más transparente y autónoma, evitando calificaciones truculentas, que más allá de traer consigo beneficios para unos cuantos pueden generar evaluaciones eficientes que cumplan con el espíritu original de este tipo de empresas.

CAPÍTULO 1.

LA CONSTRUCCIÓN DEL CAPITALISMO FINANCIERO Y EL DESEMPEÑO DE LAS ACR EN EL PROCESO

Este capítulo pretende mostrar al lector la transición del llamado Estado de bienestar que en este caso es de tipo Keynesiano, el cual quedó eclipsado por el dominio de la teoría monetarista; el primero fue implementado posterior a la segunda guerra mundial, dando vida al período conocido como “edad de oro del capitalismo”. Sin embargo, entre otras cosas, éste llegó a su límite tras la crisis del capitalismo extendida a nivel global durante la década de los setenta del siglo XX, dando pie a un cambio de paradigma capitalista de ese tiempo, donde el eje principal de la política económica dejaría de darle prioridad al bienestar social de los trabajadores y de la población en general, abriéndose al libre mercado, la desregulación y dándole mayor importancia al manejo de la oferta monetaria.

Se describirá cómo se gestó el triunfo del modelo monetarista; la manera en que las instituciones y postulados de dicha teoría sustentada en el auge del mercado libre y el predominio de las finanzas en la actividad económica modelaron la nueva manera de hacer política. Muchos de estos cambios no pudieron ser posibles sin la intervención de los bancos centrales de carácter autónomo y de las ACR, que funcionaron como legitimadoras de dicho proceso.

Finalmente, se analizará el fenómeno de financiarización como fase superior del proceso de desregulación y como mecanismo predominante para incrementar el rendimiento de la tasa de ganancia sin exponerse “aparentemente” a riesgo alguno ya que todo esto se generó fuera de la esfera de la producción. Cabe destacar, que tal proceso no se dio de un día a otro, sino que el sistema económico se transformó gradualmente en un ente favorecedor del desarrollo de la financiarización; el papel de las ACR fue vital en el ascenso y predominio de ésta, y de ahí la importancia de recuperar este análisis con la finalidad de explicar

el funcionamiento de las finanzas en el capitalismo contemporáneo y la injerencia de las ACR en dicho proceso.

1.1. Estado de bienestar y monetarismo

Al término de la segunda guerra mundial, se generó una fase dentro del modo de producción capitalista conocida como “edad de oro”, definida por un alto crecimiento económico e incremento en el bienestar general, donde, la sociedad y la economía funcionaban con base en un modelo de Estado benefactor de tipo keynesiano, que se analizara en párrafos subsecuentes. Eric Hobsbawm (1998:15-16) define esta etapa como:

A una época de catástrofes, que se extiende desde 1914 hasta el fin de la segunda guerra mundial, siguió un período de 25 o 30 años de extraordinario crecimiento económico y transformación social, que probablemente transformó la sociedad humana más profundamente que cualquier otro período de duración similar. Retrospectivamente puede ser considerado como una especie de edad de oro, y de hecho así fue calificado apenas concluido, a comienzos de los años setenta.

Durante este período, se dejaron atrás políticas monetarias de corte clásico que habían cobrado fuerza durante la etapa conocida como la “*Belle Époque*”, periodo económico comprendido desde la última década del siglo XIX hasta del inicio de la primera guerra mundial. Carlos Marichal (2010:53) argumenta que:

Esta expresión se refiere a los tres decenios de expansión económica mundial que precedieron a la primera guerra mundial.

Fue un tiempo de capitalismo de *laissez faire* cuando se dieron condiciones que favorecían el libre movimiento de mercancías, dinero y personas a escala global: se podía viajar por toda Europa sin pasaporte y se produjeron enormes migraciones desde el viejo continente a Norte y Sudamérica y a Oceanía. Los flujos internacionales eran facilitados por el establecimiento de redes modernas de transportes (ferrocarriles y vapores) y de telecomunicaciones (telégrafos) en la mayoría de los países.

Complementando lo que señala Marichal, estas medidas fundamentadas en la teoría monetarista aseguraban que cualquier tipo de intervención en la economía por parte del gobierno generaría desequilibrios. Sin embargo, tras finalizar la primera guerra mundial, tanto la capacidad productiva como la estructura social de las naciones se encontraban devastadas; los gobiernos buscaban alternativas para enfrentar dicha problemática. La “Belle Époque” había llegado a su fin, y además de las consecuencias del conflicto bélico como devastación de los territorios y escasez de productos y materias primas, las naciones se enfrentaron a numerosas crisis económicas y sociales. Por ejemplo, Marichal (2010:87) argumenta que sucesos como la pandemia de “gripe española” causó millones de muertes afectando gravemente a países como Gran Bretaña, Francia, España y Estados Unidos solo por nombrar algunos. La economía rusa también se encontraba devastada tras la revolución, además, la reestructuración geopolítica presentada tras el final de la guerra generó gran desempleo en Europa, pues imperios como el austrohúngaro habían desaparecido, lo que cambió para siempre la dinámica económica y política internacional.

Marichal (2010:89) atribuye a tres factores la dificultad para encontrar un equilibrio económico en esa época:

En primer lugar, desde fines de 1918 los mecanismos de regulación del comercio y la producción que habían sido utilizados durante la guerra por todos los países beligerantes fueron desmantelados con una premura exagerada[...]. En segundo lugar, esta desregulación se vio acentuada por la enorme demanda generada por miles de empresas en todos los continentes que se preparaban para el relanzamiento de la economía en épocas de paz y, en consecuencia, los precios subieron como la espuma [...]. Finalmente, la inflación también era el resultado del extraordinario aumento de la emisión monetaria experimentada durante la guerra y la inmediata posguerra; la circulación de una formidable masa de papel moneda empujó los precios hacia arriba.

El fin de la primera guerra mundial trajo consigo consecuencias devastadoras en la economía mundial, es por esto, que se emplearon diversas políticas públicas y económicas para reconstruir la infraestructura productiva y

combatir los procesos inflacionarios generados tras el conflicto, esto se realizó entre otras cosas con el mediante la flexibilización del crédito para fomentar la inversión. La incipiente intervención por parte del Estado para la reconstrucción fue vital.

Durante la posguerra, el economista británico John Maynard Keynes mostró gran interés en generar propuestas para la implementación de políticas que evitaran un colapso mayor dentro de las economías golpeadas tras la contienda, Keynes, quien fuera autor de diversas obras de gran relevancia para el pensamiento económico publicaría en 1919 *Las Consecuencias Económicas de la Paz* donde realizó una fuerte crítica a las medidas tomadas en el tratado de Versalles, desde su punto de vista, esto acentuó las heridas de guerra entre los países participantes, minando la reconstrucción de Europa; y en 1936 con su libro *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* donde analiza entre otras cosas las condiciones económicas que prosiguieron tras la crisis posterior al crack de 1929, como desempleo, quiebra de empresas y caída de la producción en todos los sectores económicos.

Keynes propuso una serie de políticas alternativas al liberalismo preponderante de la época y las plasma en su Teoría General, en ella pone atención al ingreso, el empleo y la demanda agregada; argumenta que la crisis económica existente es causada, entre otras cosas, por un exceso de oferta de bienes; el economista inglés propone la creación de empleo a través de la inversión pública, mediante la construcción de puentes, carreteras, presas y todo tipo de obras de esta índole, a través de esto la sociedad obtendría mayores ingresos propiciando una mejora en la renta de las familias, trayendo consigo un incremento en demanda(demanda efectiva)de bienes y servicios, lo que se traduciría a su vez en un incentivo a la inversión; al aumentar el ingreso una parte de éste sería destinado al pago de impuestos, lo que equilibraría el déficit público, generando un círculo virtuoso estabilizador de la situación económica y social.

Maynard Keynes se mostró muy crítico ante los postulados de la economía clásica al argumentar que el libre mercado no genera equilibrios con pleno uso de

todos los factores de la producción, pugnó por mayor intervención, planificación y manejo de la economía por parte del Estado, así como la reactivación de ésta mediante el ingreso, pues este era el mejor vehículo para incentivar la demanda efectiva, que tal como se puede inducir del párrafo anterior es el nivel global de demanda dentro de una economía, y mantiene activo el engranaje del proceso productivo.

Gran parte del trabajo de Keynes coincide con el realizado por el economista británico William Beveridge, quien en 1942 publicara el *Report Beveridge (Report to the Parliament on Social Insurance and Allied Services)* donde plasmó ideas sobre seguridad social y cómo aplicarlas para cubrir las necesidades de la población; Beveridge aseguraba que el ser humano tiene que enfrentar cinco grandes gigantes: miseria, enfermedades, ignorancia, escasez y la desocupación.

Keynes y Beveridge nunca trabajaron juntos, sin embargo, las aportaciones de ambos fueron construyendo políticas más sólidas dado su carácter multidisciplinario, las ideas económicas eran de corte keynesiano y las sociales de Beveridge, dando lugar a un modelo de Estado de bienestar que refleja ideas de ambos autores. Si bien la prioridad de Keynes no era el bienestar social, las políticas que propuso para reactivar la economía traían consigo beneficios para los trabajadores.

Liliana Beatriz Constante (2005:146) argumenta que las principales políticas Keynesianas tienen el siguiente carácter:

- a) Expansivas (o de crecimiento) en el plano económico: creación de empresas públicas principalmente en ramas industriales como las comunicaciones, la minería y la siderurgia o en la construcción naval, y las grandes obras públicas.
- b) Redistributivas en el plano social: redistribución de las rentas, salario mínimo; pago de vacaciones, escala móvil de salarios (ligada a la evolución de la inflación garantizando el valor real de los salarios), pensiones por jubilación, limitación de la jornada laboral.

También implica un cierto tipo de política fiscal basada en impuestos sobre la renta y disminución del peso relativo de los impuestos indirectos en los ingresos de la hacienda pública.

Anterior al modelo keynesiano existieron otros tipos de Estado benefactor, éstos se adecúan a la evolución del sistema productivo y las necesidades presentes de la sociedad; existen antecedentes de esto desde mediados del siglo XIX. Constante (2005:136:137) argumenta:

El reconocimiento a Lorenz Von Stein (1850) como precursor de la idea del Estado Social [...] La primera formulación de la doctrina del “welfare economics” se debe a la escuela de Cambridge.

Otros antecedentes de la existencia de un Estado benefactor son observados en Suecia antes de 1920, según Constante (2005:138) dichas medidas comprendían: “Un sistema de seguridad social bien desarrollado, precios de apoyo a la agricultura y un sistema muy estructurado de cooperativas agrarias y de consumo”.

Como se puede observar, los postulados de Keynes y Beveridge no son pioneros en el modelo de Estado Benefactor, existen casos que casi cien años antes ya pugnaban por un Estado social; sin embargo, el origen de dicho concepto, como modelo para paliar efectos que el capitalismo traía sobre la sociedad surgió en la Alemania de Bismarck a finales del siglo XIX:

Tal como lo menciona Constante (2005:138), en Alemania, entre 1884 1887 el Reichstag adoptó diversas de leyes que otorgaban protección elemental bajo la forma de seguros en previsión de accidentes, enfermedades, ancianidad e invalidez.

Otro momento importante donde el Estado benefactor colaboró al combate de la crisis fue con el New Deal implementado en Estados Unidos (EU) por el presidente Franklin D. Roosevelt. Entre 1933 y 1938 se aplicaron medidas que más tarde coincidirían con algunos elementos keynesianos, tales como el

incremento del gasto público y el otorgamiento de mayores atribuciones al gobierno sobre la economía, para de esta manera reactivarla.

Tras lo anterior, los postulados de la economía como pleno empleo se contradijeron con la situación propiciada por la crisis, además, problemas tales como el cierre de fábricas, crisis de sobreproducción, caída de precios y pobreza no lograron ser solucionados por el mercado, de esta manera el gobierno se vio forzado a intervenir para paliar la situación.

El modelo de Estado benefactor en EU fue aplicado tras la gran depresión económica engendrada a raíz del crack financiero de 1929, tal situación trajo consigo el rompimiento de paradigmas que hasta ese momento preponderaban en el capitalismo para el manejo de los desequilibrios del mercado, generando un cambio en la forma de enfrentar los problemas acarreados por la crisis. A pesar de que Keynes publicó la *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* en 1936 las políticas adoptadas en años previos eran de ese corte.

Tales políticas son también conocidas como keynesianas o keynesianismo, las cuales dictan la importancia de la política fiscal expansiva (mediante reducción de impuestos y elevación de gasto por parte del gobierno) ya que de esta manera se repercute positivamente en la producción y el empleo, además, también pone especial énfasis en una política monetaria expansiva mediante el aumento de la oferta de dinero, sumado a esto se fomenta la participación activa del Estado en la dirección de la economía así como la implementación de diversas políticas públicas.

Cuadro 1. Características principales del llamado Estado de Bienestar de tipo keynesiano

Característica	Descripción
1.-Creación de Empresas Públicas	<ul style="list-style-type: none"> • El Estado toma el control de aquellos sectores estratégicos para el desarrollo de un país, como el energético.
2.-Regulación Económica	<ul style="list-style-type: none"> • El gobierno fija tasas de interés adecuadas para fomentar la inversión. • El Estado maneja el tipo de cambio y la cantidad de dinero circulante, en función de sus políticas de desarrollo, sin importar que esto genere inflación. • Pone especial atención en el ingreso, ya que al aumentar este también se incrementa la demanda efectiva. A su vez esto incentiva la inversión. • El gobierno no privatiza, sino hace concesiones en diversos sectores, por ejemplo, en México el caso de Telmex y Televisa • El Estado incentiva el gasto público y lo emplea en caso de recesión. • Se fomenta la creación de empresas públicas. • Implementación de incentivos fiscales para montar empresas, como subsidios en impuestos o facilitación de trámites burocráticos de diversa índole.
3.-Impuestos Progresivos	<ul style="list-style-type: none"> • Los impuestos son proporcionales a los ingresos. • Existen algunas exenciones fiscales en algunos sectores de la población como en artículos de primera necesidad. • Impuesto sobre algunos bienes de lujo.

4.-Política Social	<ul style="list-style-type: none"> • El Estado desarrolla una amplia red de beneficios a la clase trabajadora, principalmente en cuestiones de seguridad social como: Salud, vivienda, educación y algunos subsidios en alimentos o medicamentos. Además, la prestación de servicios de esparcimiento como campos deportivos o lugares de descanso.
5.- Derechos Laborales	<ul style="list-style-type: none"> • Se generan una serie de derechos laborales, como la obligación del Estado a crear fuentes de empleo y un ambiente digno dentro de estos, así como estabilidad laboral, posibilidad de crear sindicatos y adherirse a estos, derecho a huelga y negociaciones con los patrones. También asegura el otorgamiento de seguridad social a los familiares de los trabajadores.
6.-Proteccionismo	<ul style="list-style-type: none"> • El Estado da prioridad a la industria y producción nacional, poniendo barreras a la importación e inversión extranjera en sectores estratégicos como el energético.

Fuente: Elaboración propia, con base a Arrizabalo (2014) y Harvey (2007).

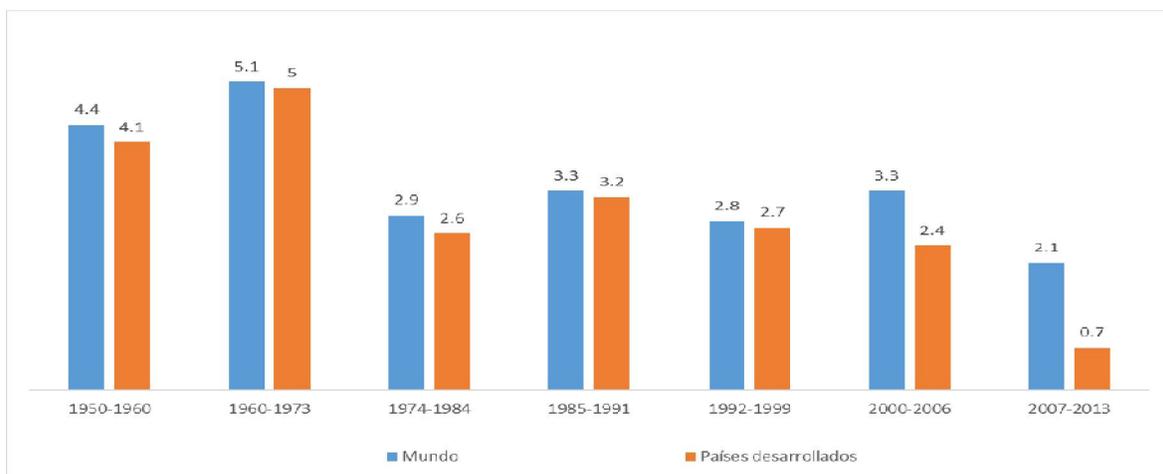
En la edad de oro del capitalismo, no únicamente se generó un cambio con respecto a la intervención del Estado en la economía, sino que diversos sectores como la organización del trabajo, las tecnologías y el tamaño del mercado mostraron signos de innovación. Tal y como lo señala Xavier Arrizabalo (1997):

En el periodo posbélico se da una renovación de la base tecnológica y energética, se consolidan cambios apenas apuntados anteriormente en la

organización del trabajo (fordismo), se intensifica la intervención del Estado, se innovan los sistemas de transporte y comunicaciones así como las redes de distribución y comercialización, tienen lugar modificaciones en la estructura de la demanda (fruto de la fuerza del movimiento obrero organizado) y se genera un nuevo escenario internacional caracterizado por la hegemonía de EU en el que se profundiza la división internacional del trabajo preexistente. Todas estas transformaciones, interrelacionadas, dan lugar a lo que Palazuelos y otros (1986) conceptualizan como “modelo de acumulación posbélico”.

Las políticas de corte keynesiano mostraron gran eficiencia, tanto en cuestiones sociales como en la producción y el comercio. Xabier Arrizabalo (1997) a partir de la información que aportan Palazuelos (1986) y Maddison (1991) arguye que durante el Estado de bienestar, el PIB de los países más desarrollados creció a mayores tasas que en ciclos anteriores. Sin embargo, posterior al colapso de dicho sistema, este indicador cae, afectando también al PIB mundial, empero, tras la aplicación de políticas monetaristas a raíz de la crisis de los años setenta, podemos observar un crecimiento cada vez menor en las economías desarrolladas (ver gráfico 1).

Gráfico 1.- Tasa de crecimiento promedio anual de la economía mundial y países desarrollados 1950-2012 (porcentaje).



Fuente: Elaboración propia con datos de United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).

El modelo de intervención Estatal de tipo keynesiano cobró bastante fuerza durante los años subsecuentes, manteniéndose vigente hasta mediados de los setentas, cuando tras diversos fenómenos, este modelo pareció insuficiente para afrontar los desequilibrios del capitalismo surgidos a finales de tal década.

Arrizabalo (1997) comenta que:

En la segunda mitad de los años sesenta comienzan a aflorar algunos elementos indicativos de las dificultades que encuentra la economía capitalista para mantener el ritmo de crecimiento de los años anteriores. El agravamiento de esas dificultades deriva en los primeros años setenta en la explosión de una profunda crisis, manifestada en multitud de indicadores: estancamiento de la producción, la inversión, y la productividad, inflación, desempleo, desequilibrios internacionales (comerciales, financieros y monetarios), etcétera.

¿Qué dio lugar a estas situaciones? Primeramente, se presentó un incremento en la competencia internacional. Países como Alemania y Japón habían logrado renacer tras la posguerra Marichal (2010:171), convirtiéndose en naciones altamente industrializadas capaces de hacer frente al poder de mercado estadounidense, propiciando una baja en la producción en este último, o cual se tradujo en una caída en la tasa de ganancia y un incremento sustancial del desempleo.

La recuperación tan repentina de estas naciones se debió entre otras cosas a que en 1971 el patrón oro, vigente desde los acuerdos de Bretton Woods llegó a su fin en agosto de ese año. EU había tenido gastos excesivos durante la guerra de Vietnam y necesitaba expandir el gasto, algunos especialistas recomendaron al presidente Richard Nixon, devaluar el dólar para seguir manteniendo el patrón oro, de esa manera podrían ajustar su balanza de pagos y equilibrar sus reservas en el metal preciado; sin embargo, el mandatario optó por tomar medidas propuestas por la corriente económica monetarista, con esto el gobierno estadounidense anunció su salida del patrón oro el 15 de agosto de 1970, desde ese momento los dólares existentes alrededor del planeta quedaron respaldados únicamente por la credibilidad de la economía estadounidense, las naciones no se presionaron por

mantener balanzas comerciales equilibradas, eran libres de importar y exportar productos sin tener una contrapartida para mantener balanzas de pago estables, ayudando a mercados como el japonés y el alemán.

Sumado a la baja en la tasa de ganancia y el incremento en la competencia internacional, a finales de octubre de 1973 los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciaron un embargo petrolero como represalia a quienes apoyaron al Estado Israelí durante la guerra del Yom Kipur, suscitada unas semanas antes del incremento en los petroprecios, siendo los principales afectados las naciones con alto grado de industrialización. Evidentemente, al elevarse los precios internacionales del crudo se ocasionó un alza generalizada en los costos de producción y venta de diversos productos derivados de éste.

Ante la baja en la producción, cuantiosos trabajadores se encontraron desempleados, lo que generó una caída en la demanda agregada y propició estancamiento económico, al mismo tiempo, el incremento en el precio del petróleo encareció el costo de fabricación de diversos bienes, sobre todo en EU, donde la mayor parte de su economía residía en la industria pesada y requería grandes volúmenes del crudo para mantener activa su producción, llevando a un alza en los precios de las mercancías. Dichos fenómenos dieron nacimiento a un nuevo fenómeno definido como “estanflación”, explicada como aquella situación en la cual en un determinado momento se generan condiciones de estancamiento económico e inflación a la par.

Félix Jiménez (1999:8) hace referencia a la inflación y desempleo generados en EU a partir de la década de los setentas del siglo XX:

Las razones por las cuales la inflación y el desempleo en Estados Unidos se elevan conjuntamente en el período 1970-1996, son las siguientes: por un lado, la fuerte elevación de los precios del petróleo durante la década de los 70, presionó al alza los costos de producción de las empresas y, por tanto, el de la inflación. Por

su parte, la elevación de los precios contrajo la demanda agregada y, por tanto, los niveles de empleo, aumentando así la tasa de desempleo.

Con respecto al escenario económico presentado a inicios de la década de los setentas, las medidas keynesianas, que treinta años atrás habían sido eficientes para batir los efectos de la guerra empezaron a mostrar dificultades para enfrentar la problemática económica que se estaba gestando, especialmente la inflación. Teóricos como Milton Friedman y Frederick Von Hayek pusieron en tela de juicio las políticas promovidas por el economista británico.

En ese momento, empezó a gestarse un cambio en el modelo capitalista, se implementaron reformas en diversas áreas, todas influenciadas por la escuela monetarista, teniendo como eje central el combate a la inflación, y sumado a los cambios en la dirección de la política monetaria lograr recuperar en la tasa de ganancia observada en años previos. A diferencia de las políticas keynesianas, el monetarismo tenía como principal objetivo el desarrollo del libre mercado, apartando de vista la cuestión social dado que esta era vista como un impedimento para lograr la eficiencia económica, según esta escuela, el mercado tiene la capacidad de ajustar las variables de manera automática, incluso los salarios de los trabajadores. Con la implementación de estas políticas se dio por sentado el principio del fin de “la edad de oro” del capitalismo.

Milton Friedman en su obra *Moneda y desarrollo económico* (1979:2) argumenta lo siguiente con respecto a las nociones del monetarismo:

“la noción central del monetarismo es que la moneda incide sobre las fluctuaciones económicas a corto plazo de la economía y sobre la inflación, o sea la tendencia de los precios. Parte de la noción central-rasgo que más le distingue del enfoque Keynesiano-, es que lo que importa es la cantidad de dinero (...) y no las tasas de interés, las condiciones del mercado monetario, las condiciones de crédito, y cosas por el estilo”

Michael W. Clune (2013) menciona lo siguiente con respecto al monetarismo:

Los monetaristas consideran que el control sobre la oferta monetaria debe ser el principal mecanismo de los gobiernos para moderar las fluctuaciones de la economía nacional, contrario a la opinión (derivada de John Maynard Keynes) según la cual la intervención monetaria como la fiscal podrían (y deberían) ser utilizadas para domar los ciclos económicos. Los patronos intelectuales de estas políticas monetaristas, Milton Friedman y sus fieles de la Heritage Foundation, el American Enterprise Institute y departamento de economía de la Universidad de Chicago, se inclinaron a creer también en el poder del libre mercado para organizar la sociedad de manera más eficiente que el Estado.

Arrizabalo (1997) refiriéndose a las políticas de ajuste implementadas para enfrentar la crisis de los setentas:

El objetivo de estas medidas que conforman los planes de ajuste es la citada recomposición de las condiciones que permiten la valorización del capital. Para ello, se tratan de utilizar dos mecanismos. Por una parte, la ampliación de los espacios de acumulación y ganancia a costa del sector público (mediante las privatizaciones) y de la ruptura de los marcos regulatorios nacionales (a través de la apertura y desregulación externa). Por otra parte, el ensanchamiento de los márgenes de ganancia de todos los sectores (vía recortes sociales, desregulación laboral, etcétera).

Las políticas implementadas para enfrentar la crisis, cobraron mayor importancia a finales de la década de los setenta e inicios de los ochenta, los principales gobiernos impulsores de esto fueron el de Gran Bretaña al mando de Margaret Thatcher en 1979 y el estadounidense dirigido por Ronald Reagan a partir de 1981. Ambos mandatarios aplicaron cual receta las recomendaciones de la escuela monetarista; un punto de inflexión en el funcionamiento de la economía internacional; desde ese momento, la desregulación, el libre comercio y mantener baja la tasa de inflación se convertirían en los ejes rectores del capitalismo occidental.

El objetivo principal de dicho proceso era la recuperación de la tasa de ganancia para valorizar el capital a nivel internacional, la clase capitalista inició la

búsqueda de nuevas maneras de resarcir las pérdidas obtenidas en ese período, sin embargo, no imaginaban lo que este proceso traería consigo.

La escuela monetarista, partiendo del supuesto de libertad, no solo de los individuos, sino también del mercado, tuvo justificación suficiente para fomentar la liberalización y eliminación de regulaciones que de alguna manera bloqueaban a lo que ellos consideran el “triumfo de la libertad” en la economía.

En el presente trabajo no se pretende estar en desacuerdo con el concepto libertad, sin embargo, éste puede llegar a tener diversas connotaciones de acuerdo a quien lo cita. La libertad, tal y como se interpretó en Estados Unidos propició la intervención de éste en diversos países para imponer reglas de convivencia adecuadas de acuerdo a los valores preponderantes en nuestro vecino país del norte.

David Harvey (2007:12) argumenta al respecto lo siguiente:

La idea de libertad, se inserta en la tradición estadounidense desde hace largo tiempo, ha desempeñado un notable papel en los Estados Unidos en los últimos años. El “11 de septiembre” fue interpretado de manera inmediata por muchos analistas como un ataque contra ella. “Un mundo pacífico en el que crece la libertad”, escribió el presidente Bush en el primer aniversario de aquel fatídico día, “al servicio de los intereses a largo plazo de Estados Unidos; que refleja la pertenencia de los ideales estadounidenses y que une a los aliados de este país”. “La humanidad”, concluía. “sostiene en sus manos la oportunidad de ofrecer el triunfo de la libertad sobre todos sus enemigos seculares” y “Estados Unidos recibe con alegría sus responsabilidades al mando de esta gran misión”. Este lenguaje fue incorporado al documento titulado Estrategia de Defensa Nacional Estadounidense que fue emitido poco después. “La libertad es el regalo del Todopoderoso a todos los hombres y mujeres del mundo” dijo posteriormente añadiendo que “en tanto que la mayor potencia sobre la tierra, nosotros tenemos la obligación de ayudar a la expansión de la libertad”.

La libertad predicada por Estados Unidos y sus corporaciones tiene diversas aristas que van enfocadas a intereses económicos, políticos y financieros. En este caso, como en muchos otros, la libertad es subjetiva y ambivalente, dando lugar a debates de índole filosófico en los cuales no se adentrará el presente trabajo.

Históricamente el gobierno estadounidense ha incursionado en los sistemas económicos, políticos y sociales de algunas naciones bajo el argumento de preservar la libertad, sin embargo, detrás de esto, el interés principal de esta potencia es la implementación del modelo neoliberal, que básicamente, mediante la expansión de los mercados permite mantener en constante crecimiento la tasa de ganancia de las elites empresariales y financieras. Estas expediciones son realizadas de diversas maneras, ya sea financiando gobiernos alternativos como en Chile en 1973, a los Estados electos de manera democrática, intervenciones militares como la guerra de Vietnam (1959-1975), o en su sentido más básico mediante acuerdos políticos y comerciales, tal es el caso mexicano, donde a cambio de reformas estructurales y acceso a sus recursos naturales se le permite el comercio. En todos los casos anteriores, el argumento principal es la preservación de la libertad.

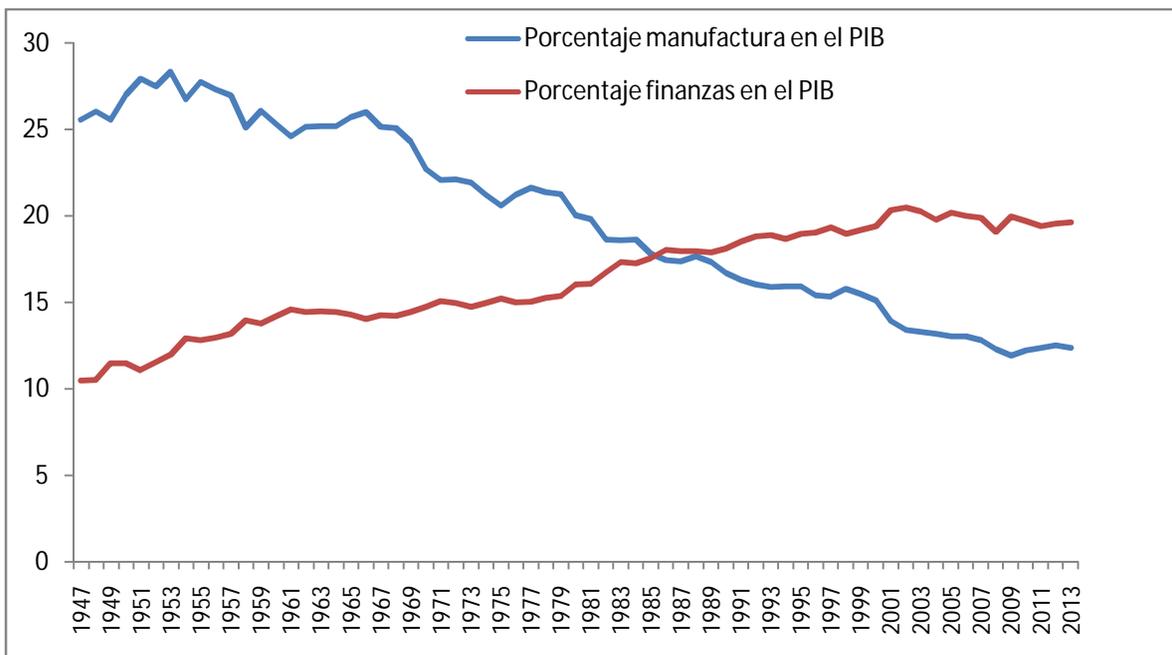
Todo lo anterior sirvió para sembrar las condiciones necesarias para un modelo de acumulación capitalista y el desarrollo de la financiarización de la economía, donde la libertad que prevalece es la del más fuerte, en este caso Estados Unidos y las potencias económicas, quienes, una vez interconectados a las demás naciones y con la ayuda de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y El Banco Mundial (BM) fomentaron la liberalización de los mercados, desregulación de sectores estratégicos, autonomía del banco central, así como la incursión de empresas multinacionales en estos países, propiciando concentración de capitales. Como se observará en páginas subsecuentes, son las ACR las que le dan sello de legitimidad a este intervencionismo, mostrando un carácter político por parte de éstas.

En este punto se logra observar el vital papel que jugó la escuela monetarista durante el proceso de financiarización de la economía; el sistema capitalista necesitaba una base teórica sólida y seria para sustentar las políticas fomentadas para el bienestar económico del planeta; Milton Friedman de la universidad de Chicago venía trabajando con esta teoría que posteriormente sería conocida como monetarismo y de la cual es considerado su padre intelectual, sus principales postulados dictan libertad de mercado y el control de oferta monetaria, criticaba al keynesianismo infiriendo entre otras cosas que éste únicamente era efectivo en épocas de contracción en las que solo la política fiscal tenía repercusiones en la demanda, sin embargo, subestimaba el papel de la oferta monetaria, hecho que limitaba la teoría keynesiana. Aseguraba que el carácter “paternalista” del Estado generaba fluctuaciones económicas y que mantenía a empresas que eran poco competitivas; bajo los esquemas monetaristas estas empresas deberían desaparecer para dar lugar a mercados más eficientes.

El monetarismo cobró importancia y seriedad en la década de los setentas, Frederick Von Hayek recibió el premio Nobel de economía en 1974 y Friedman en 1976, ambos eran considerados los mayores expertos en política económica a nivel global durante esta época; con el favor de las ACR, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, el gobierno estadounidense fomentó la implementación de estas medidas a aplicar alrededor del planeta.

La desregulación económica no se llevó a cabo únicamente en el sector productivo, sino que el mercado financiero comenzó a cobrar gran importancia en esta época, las innovaciones tecnológicas permitieron mayor volumen y velocidad de transacciones financieras, a finales de los setenta, el software y el hardware existentes permitían realizar transacciones de manera prácticamente inmediata, además soportaban grandes volúmenes de datos; sumado a las reformas aplicadas en el sector financiero desde los setentas propició una globalización de las finanzas. Con esto, el sector financiero empezaría a cobrar mayor importancia que el productivo durante los años subsecuentes (Véase gráfico 2).

Gráfico 2. Participación porcentual del sector manufacturero y financiero como porcentaje del PIB estadounidense 1947-2013



Fuente: Elaboración propia con datos de la oficina de análisis económico del Ministerio de Comercio de Estados Unidos. http://www.bea.gov/industry/gdpbyind_data.htm

Tal como se observa en el gráfico 2, tras la implementación de medidas monetaristas la economía se enfocó mayormente al sector financiero, dicho proceso queda evidenciado en la economía estadounidense, donde actualmente las finanzas tienen mayor participación en la composición del PIB que las cuestiones productivas, y dada su condición de potencia económica mundial, dicha nación fomenta la proliferación de un economía internacional basada en este rubro.

Gradualmente se gestaron cambios significativos en políticas públicas, primero en países desarrollados como EU y Gran Bretaña; posteriormente, esto se aplicó prácticamente a nivel internacional; dichos cambios implicaron reformas en seguridad social, cuestiones laborales y modificaciones sustanciales en el manejo de la política monetaria.

Vale la pena recordar que todo lo anterior, se implementó con el objetivo de recuperar la tasa de ganancia previa a las crisis de los setentas, sin embargo, a

pesar de que se han obtenido grandes incrementos en la tasa de ganancia, no es gracias sector productivo sino que la mayor parte es consecuencia de la financiarización, que si bien aumenta la ganancia también hace más frágil la estructura de los mercados financieros internacionales, trayendo consigo consecuencias que repercuten en la economía mundial tal y como se observó en diversas crisis como la asiática en 1997 y la hipotecaria en 2007.

Calos Morera y José Antonio Rojas Nieto (2010:274) mencionan que no sólo la financiarización de la economía trató de recuperar la tasa de ganancia, sino que también se generaron nuevos procesos para recuperar y aumentar el nivel de la misma:

Las mutaciones en el proceso de trabajo se expresaron en el llamado proceso de desterritorialización-reubicación del proceso de producción a otras zonas de la economía mundial con salarios menores- impulsado en los noventa. Sin embargo, la mayor estrategia para recuperar la tasa de beneficio en Estados Unidos fue la llamada financiarización sobre la base del endeudamiento externo y la sobreexpansión crediticia.

El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial tuvieron poca preponderancia en la economía internacional tras su creación durante los acuerdos de Bretton Woods, pero, tras el cambio de paradigma económico que se presentó luego de la crisis de la década de los setentas, las políticas económicas cambiarían, dando mayor importancia al mercado que a la sociedad, sumado al crecimiento del sector financiero, que poco a poco vendría ganando terreno en los años venideros; estos organismos le dieron legitimidad a tales procesos, quienes a partir de ese momento fueron los encargados de brindar y condicionar préstamos, así como gestionar las deudas y proponer la política económica de corte monetarista, primeramente en países emergentes y años más tarde a nivel mundial.

A pesar de que las políticas implementadas y fomentadas por el Fondo Monetario internacional y el Banco Mundial son interpretadas como las más propicias y eficientes para el desarrollo y crecimiento de los países, en la mayoría

de los casos, el saldo tras diversos años de implementación de éstas han demostrado que generan más deficiencias de las que evitan, propiciando estancamiento y endeudamiento, sobre todo en países subdesarrollados.

Óscar Ugarteche (2010:73) argumenta lo siguiente con respecto a las políticas implementadas por ambos organismos en las últimas décadas:

Lo que salta a la vista es que los resultados de lo que se hizo en dos décadas y media no son prometedores. Si bien es cierto que la inflación está controlada y que los presupuestos son mejor administrados, la falta de resultados en cuanto a empleos, sueldos y crecimiento del PIB per cápita señalan que las políticas presentan fallas.

Tal y como lo menciona Ugarteche, las políticas económicas implementadas a partir de las dos últimas décadas del siglo XX han minado el progreso de los países, si bien existe crecimiento en términos cuantitativos como una baja tasa de inflación o menor déficit en diversas áreas, se sacrifica el desarrollo en otros campos más allá de lo económico; afectando la situación laboral, cobertura de seguridad social, soberanía nacional y diversos puntos de vital importancia para el progreso integral de una nación.

A continuación, se muestra un cuadro con las principales características de la escuela monetarista:

Cuadro 2. Principales características del Monetarismo

Características	Descripción
	<ul style="list-style-type: none"> • La economía debe moverse con las fuerzas del mercado, este ajusta automáticamente la oferta y demanda de bienes y servicios. • Se aboga por cero intervenciones del Estado en la economía, evitando monopolios u oligopolios por parte de éste, además, se fomenta la

<p>1.-Promueve menor intervención Estatal</p>	<p>desaparición de un Estado paternalista con respecto a los trabajadores y empresas ya que los sindicatos, derechos laborales y subsidios a empresas generan distorsiones en el mercado.</p> <ul style="list-style-type: none"> • El gobierno únicamente debe intervenir para mantener la oferta monetaria estable. • El sector privado de la economía es por naturaleza estable. Las distorsiones de la economía son principalmente el resultado de políticas del gobierno.
<p>2.-El punto central del monetarismo es fomentar la libre competencia.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La intervención del Estado mediante proteccionismos, subsidios y concesiones distorsiona el funcionamiento efectivo del mercado, el monetarismo aboga por una libre competencia donde no existan restricciones de ninguna índole, de esta manera los mercados ajustaran la oferta, demanda y precios propiciando un mercado más eficiente.
<p>3.-Eliminar el déficit público.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Evitar que el gobierno gaste más de lo que tiene, la escuela monetarias estipula disminuir el gasto social, que según ellos es un lastre económico, el mercado ajustara las variables automáticamente.
	<ul style="list-style-type: none"> • La inflación es un fenómeno monetario

<p>4.-Eliminar la inflación.</p>	<p>y se manifiesta por el incremento del dinero en circulación.</p> <ul style="list-style-type: none"> • El componente de los salarios. Los monetaristas dicen que los salarios no son un medio de subsistencia, sino un costo laboral, y al incrementarse se elevan los costos de producción, trasladando estos al consumidor final y por ende generando inflación. • Se debe evitar que el gasto dentro de la sociedad sea menor que el de las reservas de dinero con las que cuenta un país, ya que al exceder las reservas el dinero extra pierde valor propiciando inflación. • La emisión del dinero debe ajustarse al crecimiento económico estimado que se produce en el país ya que de otra manera se emite dinero que pierde valor generando inflación.
<p>5.-Política monetaria restrictiva</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Baja emisión de dinero • Control de la tasa de interés • Banco central deja de ser prestamista de última instancia y se convierte en un banco de banco comerciales
<p>6.-La oferta de dinero es la influencia dominante sobre la renta nominal.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En el corto plazo, la oferta de dinero influye sobre las variables reales. • El dinero es el factor dominante que ocasiona movimientos cíclicos en la producción y el empleo. • En el largo plazo, la influencia del dinero se ejerce principalmente sobre el nivel de precios y otras magnitudes nominales. • Las variables reales, como producción

	y empleo, son determinadas por factores reales, no monetarios.
7.-La libre competencia abarca también el mercado laboral.	<ul style="list-style-type: none"> • Los trabajadores son únicamente portadores de la mercancía mano de obra, y al despojarlos de los beneficios otorgados por el Estado de bienestar, este mercado es más eficiente ya que cuestiones como seguridad social o derechos laborales distorsionan el buen funcionamiento de este sector generando distorsiones en el proceso productivo. • La plena ocupación del trabajo es un principio inalcanzable. Hay una desocupación natural e intentar disminuirla genera inflación.

Fuente: Elaboración propia

Al entrar en vigor de estas políticas, una de las primeras acciones que se llevaron a cabo fue propiciar la autonomía de los bancos centrales, bajo el espíritu de que de esta manera los intereses personales (principalmente electorales) de gobernantes en turno tendrían nula injerencia sobre la política monetaria, de esta manera se evitarían futuros desequilibrios económicos causados por un manejo irresponsable de ésta. Sin embargo, como se verá adelante esta medida tenía objetivos más profundos que únicamente evitar la intervención directa del gobierno en la elaboración de dichas políticas.

Los bancos centrales jugaron un papel muy importante en la transformación del sistema internacional tras los procesos de crisis generados en la década de los setentas, y, a través de su autonomía se fortaleció la desregulación financiera dando paso a que éste tomara atribuciones como prestamista de última instancia además de controlar de la inflación (misión principal de Paul Volcker tras la crisis de estanflación de los setentas) y controlar la oferta monetaria. Con este tipo de prácticas se podía tener mayor control sobre la política monetaria de las naciones y que ésta fuera acorde con lo propuesto por las ACR, el FMI y el BM.

Con respecto al control de la inflación que tiene como misión el banco central, Papadatos (2011:214) retoma la postura de la economista estadounidense Anna Schwartz, quien fue colaboradora de Milton Friedman:

Schwartz argumentó que la mayor amenaza para la estabilidad financiera, especialmente para el sector bancario, proviene de cambios inesperados en la tasa de inflación. Por tanto, al promover la estabilidad de los precios, el banco central “hará más por la estabilidad financiera que a través de una reforma del seguro de depósitos o la rerregulación”. Si el banco central se enfocara en la inflación baja, reduciría posiblemente la probabilidad de auges de préstamos (provocados por la alta inflación) y las recesiones (provocadas por deflaciones o desinflaciones inesperadas).

Demophanes Papadatos (2011:207) argumenta que el objetivo de mantener baja la inflación pretende preservar los intereses financieros a costa del deterioro de los demás sectores sociales y que existe una gran tendencia a desplazar el papel del banco central más allá del control de la inflación con el fin de evitar que los capitales se devalúen, atribuyéndole funciones de prestamista y creador de mercado de última instancia.

Los bancos centrales mostraron poco interés en las consecuencias que estas políticas acarrearán al resto de la población, ya que, con tal de mantener una baja tasa de inflación y los precios de los activos de la élite financiera se mantuvieran estables; se sacrificó el bienestar social, dejando claro que los bancos centrales muestran mayor preocupación por defender los intereses de

grandes banqueros que en crear políticas monetarias que en verdad enfrenten problemas como el desempleo, distribución equitativa del ingreso e incentivos a la demanda agregada por mencionar algunos. De esta manera los bancos centrales jugaron un papel preponderante al afianzar la política monetaria que dio empuje a la financiarización de la economía.

Los supuestos manejados por los monetaristas hacen referencia a la correlación existente en inflación y desempleo, sin embargo, son cuestionables, éstos dictan que existe una tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés). Sin embargo, Papadatos (2011:216-217) argumenta con pruebas realizadas por el economista Pakistani Anwar Shaikh lo siguiente:

Shaikh ha formulado tres objeciones: en primer lugar, durante la mayor parte del periodo de la posguerra, el aumento de los niveles promedio de desempleo en los países de la OCDE estaba directamente asociado con una caída de las tasas de crecimiento promedio de la producción. En segundo lugar, los países de la OCDE no hay correlación histórica general entre el desempleo e inflación; ésta pudo haberse presentado en el periodo 1975-1991, pero el patrón exactamente opuesto parece haberse mantenido durante 1964-1974; en tercer lugar, la inflación parece estar relacionada con el crecimiento económico, lo que significa que el bajo crecimiento está asociado con una inflación más alta.

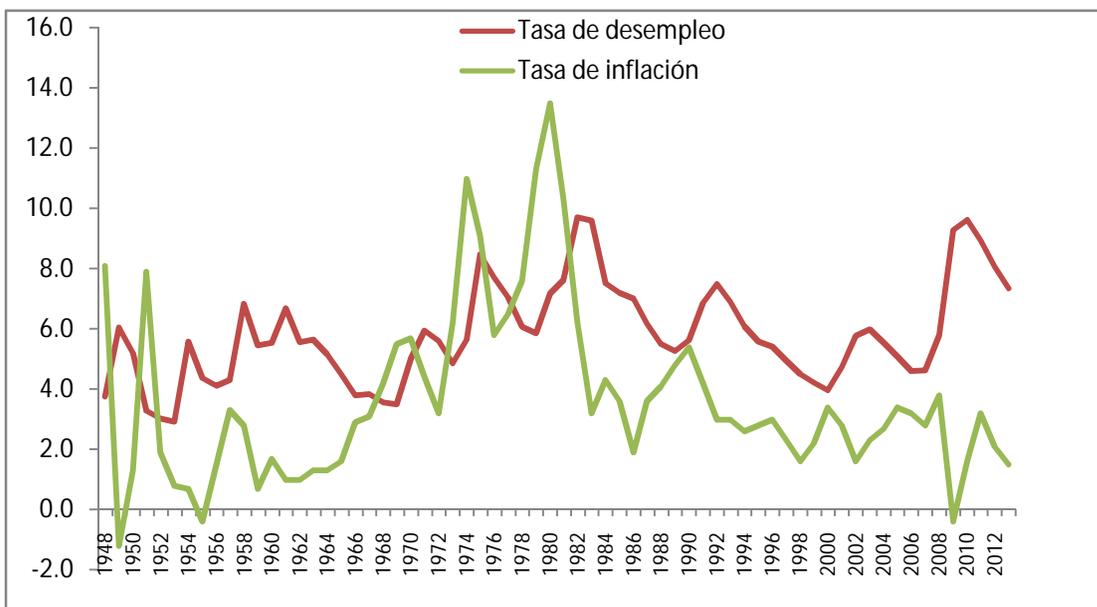
Vale la pena destacar que para la escuela monetarista existe desempleo voluntario, el de tipo involuntario es de carácter transitorio y que si se fuerza el pleno empleo se generará inflación, por eso es necesaria una tasa natural de desempleo, sin embargo, esto repercute sobre las condiciones de numerosos trabajadores y sus familias.

Félix Jiménez (1999:21) argumenta al respecto lo siguiente:

La piedra angular de esta proposición friedmaniana es la tasa natural de desempleo. Cuando el mercado de trabajo se encuentra en equilibrio, es erróneo creer que no existe desempleo, pues, como ya fue señalado, existe el llamado “desempleo natural o friccional” cuya explicación se encuentra en la movilidad existente en el propio mercado de trabajo: en todo momento se están cerrando empresas y creándose otras nuevas provocando constantes movimientos de

trabajadores y que constituyen desempleos temporales[....]De acuerdo con Friedman la política no puede desviar sistemáticamente de su nivel natural, a la tasa de desempleo. Esta proposición es conocida como la “*superneutralidad del dinero*”. El razonamiento es el siguiente: supongamos que el gobierno decide reducir la tasa de desempleo con una política monetaria consistente en elevar la cantidad de dinero a una tasa constante. Como consecuencia del *Shock* de demanda agregada provocado por esta política, se produce una elevación de los precios que reduce los salarios reales y, consecuentemente, produce un exceso de demanda en el mercado de trabajo, finalmente el exceso de demanda en el mercado de trabajo conllevará nuevamente a una tasa natural de desempleo.

Grafico 3. Tasa de desempleo e inflación EU 1948-2013



Fuente: Elaboración propia con datos de U.S. Bureau of Labor Statistics, consultado en <http://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet> y la calculadora de inflación de Estados Unidos <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/>

Tal como se observa en el gráfico 3, el gran interés de los bancos centrales por mantener una baja tasa de inflación y una tasa natural de desempleo se evidencia en la tendencia de la serie, a partir de la implementación de éstas medidas se nota una relación inversa entre ambas variables.

Es pertinente mencionar las principales funciones de la banca central en el proceso de financiarización de la economía, Papadatos (2011:223-224):

El dinero se ha vuelto por completo dinero bancario dependiente del dinero del banco central (billetes de banco y depósitos), que a su vez ha sido respaldado principalmente por instrumentos públicos de deuda; lo cual después facilitó el desarrollo del control de la inflación. Los bancos centrales han sido liberados de la obligación de resguardar sus reservas de oro; con ello, han adquirido una mayor discrecionalidad al otorgar préstamos, emitir su propio dinero y, por encima de todo, determinar los tipos de interés.

Stiglitz (2012: 366) Argumenta lo siguiente con respecto al impacto de las políticas del banco central en la población:

En cuanto los salarios comienzan a recuperarse, los bancos centrales, con su inquebrantable atención a la inflación, agitan el fantasma del aumento de precios. Aumentan los tipos de interés y encarecen el crédito, a fin de mantener el desempleo a un nivel innecesariamente alto. Con demasiada frecuencia consiguen estrangular el aumento salarial, con la consecuencia de que la productividad ha estado aumentando seis veces más deprisa que los salarios.

Es evidente que el papel de los bancos centrales es guardar los intereses de los grandes capitalistas perjudicando a un gran sector de la población, sumado a esto el FMI y el BM condicionan los préstamos otorgados a países, quienes deben ejecutar ajustes estructurales que “propicien” estabilidad y por ende certeza de pago. Además, esto aumentará las posibilidades para adquirir créditos futuros por lo que a las naciones les parece conveniente realizar dichas modificaciones. En un inicio los principales entes evaluados por los organismos internacionales y las ACR eran países en vías de desarrollo, recién independizados o gobiernos de cualquier índole; dichas organizaciones no discriminaban, incluso mandaban grupos de especialistas a elaborar políticas económicas en estos lugares, un ejemplo de esto es cuando Milton Friedman acudió a asesorar Augusto Pinochet para implementar políticas económicas en Chile. A la vez que obtenían deudores por todo el mundo, el FMI con el apoyo de las ACR propiciaron la mundialización del modelo monetarista.

Otro proceso que fue vital en el desarrollo de la financiarización de la economía fue el desempeño de la banca, Según Costas Lapavitsas (2011:66), los

bancos comerciales gradualmente tomaron atribuciones exclusivas de la banca de inversión, era tan grande la cantidad de créditos otorgados que se expusieron a falta de liquidez, optaron por titularizar deuda para obtener recursos, sin embargo, como veremos más adelante, tales acciones tuvieron repercusiones fatales para el sistema financiero. Tanto la solvencia de los títulos como de los trabajadores solicitantes de créditos necesitaban ser evaluados, es por eso la gran importancia que toman las ACR en este tipo de economía y que no eran necesarias durante el Estado de bienestar pues existían pocas restricciones al crédito y se ofrecían bajas tasas de interés, en cuestiones sociales, el gobierno se encargaba de satisfacer las necesidades básicas (educación, salud, pensiones, etc.) de la población.

1.2. La acumulación por desposesión: el énfasis en los aspectos financieros

Con todo lo anterior, vale la pena hacer referencia al término “acumulación por desposesión” acuñado por el intelectual británico David Harvey, éste se puede definir como una reedición de la acumulación originaria descrita por Marx y que de acuerdo a Harvey es un proceso originado a partir de la década de los setentas, cuando en Estados Unidos se generó un exceso de oferta de sobreproducción y en consecuencia también en la oferta de trabajo, traduciéndose en desempleo local y caída en la tasa de ganancia, ante esto, el gobierno optó entre otras cosas por trasladar su producción a diversos lugares del planeta donde dichas mercancías fueran demandadas y así recuperar la tasa de ganancia, sin embargo, tales medidas no fueron suficientes para reestructurar el capitalismo estadounidense, sin embargo, si modificaron la estructura económica y social de aquellas naciones donde se establecieron. Además, EU ha condicionado las relaciones de comercio, obligando a sus contrapartes a realizar reformas económicas y políticas a cambio de preservar las relaciones comerciales. Gradualmente otras potencias como Alemania y Japón optaron por implementar tales medidas, añadiendo la exportación de modelos de producción y capital financiero para utilizar el capital sobreacumulado.

Al implementarse procesos de traslado de producción, las asimetrías entre diversas economías fueron más evidentes, ocasionando que aquellas más desarrolladas tomaran la batuta a nivel internacional, y en especial Estados Unidos, quien al poseer la moneda hegemónica en el ámbito mundial prácticamente exportó devaluación, un ejemplo de esto es cuando instituciones financieras estadounidenses la indujeron en el Este y Sudeste asiático en 1997-1998.

Otro elemento de este proceso se relaciona al poco interés de los grandes capitales por la protección de los trabajadores, evitando la redistribución de la ganancia equitativamente, concentrándose todos los beneficios en los dueños del capital, esto va de la mano con las políticas públicas adoptadas a nivel internacional, y que gracias a las ACR, el FMI y el BM se han logrado implementar los mecanismos necesarios para preservar los intereses de los grandes capitalistas, esto a cambio de privatización de derechos obtenidos por la clase trabajadora, tales como la seguridad social donde cuestiones tales como servicios de salud, educación y retiro son constantemente limitados en diversas partes del mundo .

Lo que verdaderamente cambió el paradigma en la recuperación de la tasa de ganancia más que el traslado de la producción, fue la desregulación financiera, donde la banca comercial empieza a realizar operaciones propias de los bancos de inversión, se dedican a realizar préstamos a nivel internacional, obviamente respaldados por el FMI, el BM y las ACR.

Harvey (2004:108) comenta al respecto lo siguiente:

El régimen se desarrolló a través de las crisis. “El FMI cubre el riesgo y asegura que los bancos estadounidenses no pierdan (los países pagan mediante ajustes estructurales, etc.) y la fuga de capitales provenientes de crisis localizadas en el resto del mundo termina reforzando el poder de Wall Street”. Como efecto de esto, el poder económico norteamericano se ha proyectado hacia el exterior (en

alianza con otros, siempre que fuera posible); se ha forzado la apertura de los mercados, particularmente los de capital y de flujos financieros (actualmente un requisito para integrar el FMI) y se han impuesto otras prácticas neoliberales (culminando con la OMC) sobre buena parte del resto del mundo.

El hecho de basar el crecimiento económico en el sector financiero implica dificultades a nivel global, dado que no solo es la inversión improductiva la que ayuda a crecer la economía, sino que el mundo de las finanzas trae consigo episodios de especulación, generando volatilidad en los precios de materias primas, granos y títulos bursátiles, gestando burbujas especulativas y crisis económicas como la observada en 2007.

Vale la pena añadir los argumentos utilizados por Harvey (2004:113-114) para hacer referencia al proceso contemporáneo de acumulación por desposesión:

Como lo resaltaron Lenin, Hilferding y Luxemburgo, el sistema de crédito y el capital financiero han sido factores que influyeron significativamente en la depredación, el fraude y el robo. Las promociones bursátiles, los esquemas de ponzi, la destrucción estructurada de activos a través de la inflación, el vaciamiento a través de fusiones y adquisiciones, la promoción de niveles de endeudamiento que aun en los países capitalistas avanzados reducen a la servidumbre por deudas a poblaciones enteras, por no mencionar el fraude corporativo, la desposesión de activos (el ataque de los fondos de pensión y su liquidación por los colapsos accionarios y corporativos) mediante la manipulación de crédito y acciones, todos estos son rasgos centrales de lo que es el capitalismo contemporáneo.

Con base a lo anterior, Harvey argumenta que este proceso se divide en cuatro fases:

- 1.- Privatización y mercantilización de las empresas públicas.
- 2.- Financiarización.
- 3.- Gestión y manipulación de la crisis.
- 4.- Redistribución Estatal de la renta.

El primer punto puede explicarse mediante la privatización de servicios básicos como salud, educación, vivienda o ahorro para el retiro; una vez realizado esto se procede a la expropiación financiera de los trabajadores a través de créditos bancarios para satisfacer esas necesidades fundamentales, además de la expropiación, los servicios de la banca como intereses y comisiones generan mayores ganancias para estas instituciones. Con respecto a la gestión y manipulación de la crisis, instituciones como el FMI y el BM coludidas con ACR y los gobiernos llegan a acuerdos donde se otorgan créditos, calificaciones y “proyectos de nación” a aquellos Estados que cubran ciertos requisitos solicitados por estos organismos internacionales y que implican mayormente reformas que ayudan a preservar el sistema que estos últimos respaldan. Finalmente, las redistribuciones Estatales que consisten en fomentar reformas que propicien una asignación distinta de los recursos, generalmente enfocadas al beneficio de pequeños grupos de poder.

El académico Marco Antonio Merchand Rojas hace un breve recuento sobre estos elementos que constituyen el proceso de acumulación por desposesión:

Cuadro no. 3- Características principales del proceso de acumulación por desposesión

<p>1. Privatización y mercantilización</p>	<p>Todos estos procesos suponen una transferencia de activos de la esfera pública y/o popular a los dominios de lo privado y de los privilegios de clase (suministros de agua, telecomunicaciones, transporte, el sistema de provisión social gestionada por Estado del bienestar: viviendas sociales, educación, asistencia sanitaria, el sistema de pensiones).</p>
<p>2. Financiarización</p>	<p>La fuerte oleada de financiarización que arranco después de 1980 ha estado marcada por un talante especulativo y depredador. La desregulación permitió al sistema financiero convertirse en uno de los principales centros de actividad redistributiva a través de la</p>

	<p>especulación, la depreciación, el fraude y el robo. El sistema financiero adoptó entre sus principales instrumentos de promoción comercial de acciones, el Sistema Ponzi, destrucción de activos estructurados, etc.</p>
<p>3. Gestión y manipulación de la crisis</p>	<p>La difusión de “la trampa de la deuda” como principal instrumento de acumulación por desposesión. La creación, gestión y manipulación de la crisis a escala mundial ha evolucionado hacia el fino arte de la redistribución deliberada de la riqueza desde los países pobres hacia los ricos. Por ejemplo, el impacto que tuvo en México el incremento de los tipos de interés decidido por Volcker, a pesar de proclamar su papel como noble líder en la organización de “operaciones de rescate” para mantener en funcionamiento la acumulación de capital global.</p>
<p>4. Redistribuciones estatales</p>	<p>El Estado, una vez neoliberalizado, se convierte en el primer agente en la aplicación de las medidas redistributivas, invirtiendo el flujo de la riqueza, desde las clases altas hacia las clases más bajas, producido durante los años del liberalismo embridado (constreñimientos sociales y políticos por un entorno regulador que restringía la estrategia económica e industrial en los años setenta). El proyecto neoliberal consiste en desembridar el capital de estos constreñimientos.</p>

Fuente: Merchand Rojas (2013:118)

Alejandro López (2013:276) comenta lo siguiente:

En EU, la solución a este problema vendría desde el monetarismo, elevando las tasas de interés a niveles sin precedentes, hasta tal punto que la inflación de dos dígitos se le contrapusieron tipos de interés de esa misma magnitud.

Esto redujo la demanda de créditos y a partir del inicio de la década de 1980 se bajaron sustancialmente los gastos de inversión de las empresas; esto a su vez produjo un incremento del desempleo el cual llegó a una tasa de 9.7% en 1982, cuando en toda la década de 1970 promedió 6.2 por ciento.

Otra de las principales soluciones para enfrentar la caída en la tasa de ganancia y bajos niveles de inversión productiva fue el despojar u obtener parte del salario de los trabajadores. Gradualmente, la economía empezó a basarse en el crédito y el sobreendeudamiento, el control de los salarios ocasionó que ingreso personal de los trabajadores perdiera poder adquisitivo abriendo campo a la financiarización de la economía.

Alejandro López (2013:280-281) argumenta lo siguiente:

La reducción de costos mediante la flexibilización laboral permitió a las corporaciones apropiarse de una masa creciente de trabajo impago que se valorizó en los mercados financieros, de modo que el desplazamiento de las inversiones de dicho excedente hacia la esfera financiera provoca una fuerte caída de la actividad económica, en consecuencia se comprime la tasa de ocupación y se presionan a la baja los salarios.

Al caer la actividad económica, la demanda de trabajo era menor y tal como lo menciona Alejandro López (2013:303), los patrones retomaron el control del costo del trabajo. Sin embargo, al caer este, los salarios de la clase trabajadora fueron insuficientes para cubrir sus necesidades básicas y las de sus familias, viéndose forzados a cubrir ese diferencial de costos mediante créditos al consumo.

No solo la caída del ingreso afectó a la clase trabajadora, sino también la disminución de servicios relacionados a la seguridad social impactó a este sector. Muchas veces siendo necesario un desembolso por parte de las familias para la cobertura de este tipo de servicios.

Es de vital importancia comprender los cambios que sufrió el capitalismo durante el siglo XX dado que la economía mundial sufrió altibajos, principalmente a partir de la década de los setentas, de esta manera el sistema enfrentó reformas enfocadas a desarrollar una economía basada en las finanzas cuyo fin último era el de recuperar la tasa de ganancia perdida durante esos años, propiciando una economía de corte neoliberal, y donde las ACR, el FMI y el BM jugaron un papel vital facilitando la implementación las reformas requeridas para la legitimización de dicho modelo y beneficiando a unos pocos. Sin embargo, tales políticas tuvieron gran repercusión en las condiciones de vida del resto de la población.

CAPÍTULO 2.

LAS AGENCIAS CALIFICADORAS

Introducción

En el presente capítulo se abordará la labor de las ACR, se realizará una reseña sobre sus orígenes y cómo fueron adquiriendo el poder que ostentan en la actualidad. El apartado consta de tres secciones, la primera hace referencia a la definición de una ACR, al dar cuenta de sus principales funciones, la forma cómo califican, qué reflejan dichas notas y por qué califican. La segunda sección pretende responder las preguntas ¿Qué y a quién evalúan las ACR?

Finalmente, se menciona el papel que han tenido las ACR en el proceso de financiarización de la economía, el cómo fueron cobrando gran importancia a través del siglo XX hasta convertirse en las grandes empresas que conocemos hoy, se menciona también la interconexión existente entre éstas y diversas empresas transnacionales, lo que claramente propicia conflictos de interés en más de un caso.

2.1. ¿Qué es una ACR?

Para llevar a cabo un análisis concreto del papel que han jugado las ACR en el proceso de financiarización de la economía es pertinente mostrar de manera clara sus funciones y características, a partir de esto, se podrá realizar una evaluación del desempeño positivo y normativo al respecto.

Las ACR, generalmente se identifican como aquellos agentes que evalúan el riesgo implicado al invertir en diversas entidades económicas, toman en cuenta factores como antecedentes crediticios, nivel de endeudamiento, y capacidad de pago por nombrar algunas. A través de los años, las ACR han obtenido prestigio a nivel internacional, hecho que las ha convertido en la referencia más confiable para la evaluación en primer plano al momento de invertir en instrumentos financieros emitidos por algún gobierno, empresa o activos bursátiles de diversa naturaleza, ya que las ACR elaboran numerosos análisis sobre cada uno de estos.

Con respecto a los gobiernos, examinan la situación económica, política, geográfica y social preponderante en diversos niveles de gobierno dentro de los países analizados; en cuanto a las empresas, Werner Rügemer (2013:109) afirma que se toma en cuenta la calidad en la gestión, número de trabajadores y la capacitación de estos, contabilidad, productividad, marketing, así como los clientes y proveedores. Finalmente, con respecto a los activos financieros se analiza la situación del gobierno o empresa que emite deuda, así como los colaterales asociados a éstos. Entiéndase como colaterales a aquellos productos financieros que respaldan el adeudo original, en caso de no ser cubierto éste, el colateral se tomará como pago de la deuda.

En base a las definiciones formales sobre el papel de las ACR, se puede decir que los resultados que arrojan los análisis de las ACR facilitan la toma de decisiones más eficientes al momento de invertir en algún ente económico o producto financiero, traduciéndose en una reducción en cuanto al riesgo de fracasar en tales operaciones, así como ahorro en costos con respecto a un estudio de mercado independiente. Sin embargo, como se mostrará a través del presente trabajo, la función real de las ACR dista mucho de ese concepto, ya que, más allá de mostrar imparcialidad e información eficiente, sus reportes (muchas veces no solicitados) muestran resultados controversiales y cuya metodología no puede ser expuesta por razones de secreto empresarial, además, las consecuencias que esto arroje no son de interés para las ACR. Diversos hechos han puesto en tela de juicio su desempeño en más de una ocasión y las repercusiones que sus calificaciones tienen en la economía global. Pareciera ser que el fin último de estas es darle viabilidad al modelo de acumulación financiera.

A continuación, se analizarán algunas definiciones formales sobre que es una ACR:

Para el Banco de México (BANXICO) las ACR son:

Instituciones especializadas en la evaluación del riesgo de crédito de valores emitidos por instituciones financieras, empresas y gobiernos.

Al respecto, la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) las define como:

A credit rating agency assesses the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments. (Las agencias de calificación crediticia evalúan la solvencia de un deudor como una entidad o con respecto a los valores o instrumentos del mercado monetario específico.)

En la definición de la National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ):

Firms that compile information on and issue public credit ratings for a large number of companies. (Empresas que recopilan información y emiten calificaciones públicas para un gran número de empresas).

Securities and Exchange Commission of Sri Lanka (SEC):

“Credit Rating Agency” means a person engaged in the business of assessing and evaluating the credit-worthiness of any issue of listed securities or securities to be listed with particular regard to the issuers’ ability to perform any obligations imposed on the issuer thereon.(Es una persona dedicada al negocio de la evaluación y la evaluación de la capacidad crediticia de las emisiones de valores o valores enumerados que se enumeran en particular con respecto a la capacidad de los emisores para llevar a cabo todas las obligaciones impuestas)

India Ratings & Research (Ind-Ra):

The agency also publishes ratings, scores and other relative opinions relating to financial or operational strength. (La agencia también publica clasificaciones, puntuaciones y otras opiniones relativas relacionados con la solidez financiera u operacional.)

Tras analizar las definiciones anteriores, es notorio que ninguna de esta muestra de forma clara y concreta que es y que hace una ACR. Durante el proceso de búsqueda de definiciones se pudo constatar que son escasas y ambiguas, por lo tanto, es necesario construir una definición que explique claramente el papel de estas. El principal trabajo técnico de una ACR es la evaluación de un riesgo de crédito cuya definición se analizó en la primera parte del trabajo.

En párrafos subsecuentes, se mostrará cómo las ACR toman más atribuciones que únicamente la evaluación de un simple riesgo crediticio, llevan a cabo diversas tareas como la elaboración de instrumentos de política económica, y mediante recomendaciones fuerzan a diversos entes a aplicar tales políticas.

2.2.- Origen de las ACR

Previo a indagar sobre el verdadero papel que juegan las ACR, es pertinente analizar su origen y responder a las preguntas ¿por qué y cómo evalúan?

En sus inicios, las principales ACR conformadas por Standard & Poor's (S&P), Moody's Investors Service y Fitch Ratings (en lo subsecuente se referirá a ellas como las *Big Three* o *las Tres Grandes*, pues a mediados del 2014 abarcan 95% de este mercado) no tenían la influencia y poder que poseen hoy en día; sus primeros pasos los dieron a finales del siglo XIX y principios del XX en los incipientes mercados de valores y ferrocarrilero estadounidenses.

Desde finales del siglo XIX, la incursión del ferrocarril cambió por completo el panorama de las comunicaciones y el comercio, principalmente en Estados Unidos, sin embargo, pocos imaginaron que en años posteriores el alcance del ferrocarril repercutiría en los mercados internacionales. Acortó distancias y logró incentivar el comercio en zonas en las que años atrás eran inimaginables dichas transacciones, la industria del acero, textil y agrícola lograron extender su alcance gracias al ferrocarril, la tasa de ganancia en estos sectores se incrementó, fomentando mayor actividad en la bolsa de Nueva York la cual funcionaba desde 1816, pero no fue hasta ese momento cuando empezó a ser pieza clave en la economía estadounidense.

En los primeros años del siglo XX, con el fin de poder tomar decisiones más acertadas, surgieron diversas empresas dedicadas al análisis de las principales

industrias, hacían evaluaciones sobre los corporativos donde era más conveniente invertir ; recibían pagos de quienes deseaban adquirir acciones y especular con ellas.

Es importante destacar que, además de los interesados en diversas industrias, un gran número de individuos pusieron atención en el incipiente mercado ferroviario, tenían intenciones de invertir en empresas dedicadas a tender vías a lo largo del territorio estadounidense, sin embargo, pocas se mantenían a flote, hecho que traía consigo riesgo al momento de colocar su dinero en éstas.

Según Werner Rügemer (2013:32), lo anterior incentivó la creación de manuales informativos sobre el mercado ferroviario, esto permitiría a aquellos aventureros tomar decisiones más eficientes al invertir en estas empresas:

Henry William Poor empezó a editar anualmente, desde 1868, el Manual of Railroads, un informe anual sobre los ferrocarriles. En 1906, Luther Lee Blake fundó la Standard Statistics Bureau. Poco después, John Moody fundó, en 1909, el Moody's Investor Service; su manual se llamaba Moody's Analyses of Railroad Investments. Finalmente, John Knowles Fitch fundó en 1913, la Fitch Publishing Company. Todos ellos, durante las primeras décadas, se dedicaron a vender manuales, revistas y cuadernos informativos sobre las compañías ferroviarias.

Como se puede constatar, el origen de las ACR más importantes en nuestros días fue muy incipiente, incluso, es muy probable que los propios fundadores no imaginaran las repercusiones que sus empresas tendrían sobre la economía mundial durante el resto del siglo XX, y particularmente su injerencia en el desempeño de los mercados financieros. Tras los mecanismos mencionados, puede observarse que las ACR desde sus inicios han estado en la “punta de lanza” de la economía al buscar mayores ganancias, y gracias a esto su participación e influencia a nivel internacional tomaría gran importancia a partir de ese momento.

2.3. ¿Qué es una calificación?

Es aquella nota que otorgan las ACR, ya sea a una empresa pública o privada, así como a diferentes niveles de gobierno o productos financieros de diversa índole. Generalmente las calificaciones de las ACR están representadas por una combinación de letras y signos, cada empresa ACR tiene sus propios métodos y notaciones para evaluar.

Ángel Boixadós (2013:192-193) define lo siguiente como calificación o nota:

Como tales se entienden las notas o valoraciones que se realizan sobre la capacidad de repago de una deuda por parte de un deudor. En los mercados internacionales de crédito, bajo esta denominación se esconden unas simples letras que determinan la capacidad de endeudarse de un determinado emisor y el coste que debe pagar. Para los inversores suponen una medición del riesgo que se asume al comprar determinados valores.

La calificación muestra el riesgo asociado por invertir en alguno de los organismos o productos antes mencionados, mide la solvencia que tengan para cumplir sus obligaciones financieras. El hecho de tener una calificación, en especial de las tres principales ACR, genera mayor confianza en el mercado.

En los siguientes cuadros se hace un recuento de la nomenclatura de las notas que realizan las tres ACR más grandes del mercado.

Cuadro 4.- Notas a largo plazo ACR.

Agencias Calificadoras				
	S&P	Moody's	Fitch Ratings	
Grado de Inversión	AAA	Aaa	AAA	
	AA+	Aa1	AA+	
	AA	Aa2	AA	
	AA-	Aa3	AA-	
	A+	A1	A+	
	A	A2	A	
	A-	A3	A-	
	BBB+	Baa1	BBB+	
	BBB	Baa2	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	
	Grado Especulativo	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB
BB-		Ba3	BB-	
B+		B1	B+	
B		B2	B	
B-		B3	B-	
CCC+		Caa1	RD	
CCC		Caa2		
CCC-		Caa3		
CC		Ca		
C		C		
Default (Incumplimiento)	D	-----	D	
No solicitada	NR	-----	NR	

Fuente: Elaboración propia con datos de:

https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsi_code=LIME

https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004

https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_In=5&detail_In=500

Cuadro 5. Significado Notas de Largo Plazo Agencias Calificadoras

Standard & Poor's	
AAA	Una obligación calificada como "AAA" tiene la máxima calificación asignada por Standard & Poor's. La capacidad del emisor para cumplir con los compromisos financieros de la obligación es sumamente fuerte.
AA	Una obligación calificada como "AA" se diferencia de las obligaciones de mayor calificación sólo en un pequeño grado. La capacidad del emisor para cumplir sus compromisos financieros derivados del Bono es muy fuerte.
A	Una obligación calificada como "A" más susceptible a los efectos adversos de los cambios en las circunstancias y condiciones económicas, que las obligaciones con calificaciones más altas. Sin embargo, la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros de la obligación sigue siendo fuerte.
BBB	Una obligación calificada como "BBB" exhibe parámetros de protección adecuados. Sin embargo, las condiciones económicas adversas o cambios coyunturales probablemente conduzcan a una capacidad debilitada del emisor para cumplir con los compromisos financieros de la obligación.
BB; B; CCC; CC; y C	Obligaciones con una calificación "BB", "B", "CCC", "CC" y "C" se considera que tienen características especulativas significativas. "BB" indica el menor grado de especulación y "C" el más alto. Mientras que tales obligaciones probablemente tendrán algunas características de calidad y de protección, estas pueden ser superadas por grandes incertidumbres o importantes exposiciones a condiciones adversas.
BB	Una obligación calificada como "BB" es menos vulnerable a la falta de pago que otras emisiones especulativas. Sin embargo, se enfrenta a graves incertidumbres o exposición a condiciones comerciales, financieras o económicas adversas que podrían conducir a una capacidad inadecuada del deudor.
B	Una obligación calificada como "B" es más vulnerable a la falta de pago que los calificados como "BB", pero el deudor presenta capacidad para cumplir con sus compromisos financieros de la obligación. Negocios, condiciones financieras o económicas adversas probablemente pongan en peligro la capacidad del deudor para cubrir sus obligaciones.
CCC	Una obligación calificada como "CCC" es actualmente vulnerable a la falta de pago, esta depende de negocios y condiciones económicas favorables para el deudor, de esta manera podrá cumplir con los compromisos financieros de la obligación. En caso de negocios y condiciones económicas adversas, es probable que el deudor no tenga la capacidad para cumplir con los compromisos financieros de la obligación.
CC	Una obligación calificada como "CC" es muy vulnerable a la falta de pago. La calificación

	<p>“CC” se utiliza cuando aún no se ha producido una suspensión de pagos, sin embargo, Standard & Poor’s prevé que el cese de pagos es casi una realidad, independientemente de cuándo se presente este.</p>
C	<p>Una obligación calificada “C” es altamente vulnerable a la falta de pago, se prevé que la obligación tiene una menor antigüedad relativa o menor recuperación final en comparación con las obligaciones que tienen una calificación superior.</p>
D	<p>Una obligación calificada “D” refleja mora o en incumplimiento de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbridas, se utiliza la categoría de calificación “D” cuando los pagos sobre una obligación no se hacen a la fecha de vencimiento, a menos que Standard & Poor’s considere que tales pagos se realicen dentro de cinco días hábiles en caso que no exista un período de gracia, o dentro de los primeros treinta días naturales posteriores a una fecha de gracia fijada. La calificación de "D" también se utilizará en la presentación de una petición de banca rota o la adopción de medidas similares, donde la suspensión de pagos es una certeza virtual.</p>
NR	<p>Esto indica que no se ha solicitado la calificación, o que no hay información suficiente sobre la cual basar una nota, o de que Standard & Poor’s no califica una obligación en particular debido a sus políticas internas.</p>

*Las notas de 'AA' to 'CCC' pueden ser modificadas con la adición de un signo positivo (+) o negativo (-) para mostrar la posición relativa dentro de las principales categorías de la calificación.
Fuente: Elaboración propia con datos de:
https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsi_code=LIME

Cuadro 6. Notas a largo plazo Moody's

Moody's	
Aaa	Las obligaciones calificadas como "Aaa" se consideran de la más alta calidad, están sujetas al nivel más bajo de riesgo de crédito.
Aa	Las obligaciones calificadas como "Aa" son juzgadas como de alta calidad y están sujetas a un riesgo de crédito muy bajo.
A	Las obligaciones con una calificación "A" son juzgados como grado medio-alto y están sujetas a un riesgo crediticio bajo.
Baa	Las obligaciones con una calificación "Baa" se consideran de grado medio y están sujetas al riesgo de crédito moderado y, como tal, pueden poseer ciertas características especulativas.
Ba	Las obligaciones calificadas como "Ba" son juzgados como especulativas y están sujetas a importantes riesgos crediticios.
B	Las obligaciones con calificación "B" son consideradas especulativas y están sujetas a un elevado riesgo de crédito.
Caa	Las obligaciones con nota "Caa" son juzgadas como especulativas y de mala reputación, están sujetas a un riesgo de crédito muy elevado.
Ca	Las obligaciones con una calificación "Ca" son altamente especulativas, con algunas perspectivas de recuperación del capital e intereses. Es probable que se encuentren cerca de la suspensión de pagos.
C	Las obligaciones con una calificación "C" valoradas como más bajas y están típicamente en suspensión de pagos, con pocas perspectivas de recuperación de principal o intereses.

* Moody's añade los modificadores numéricos 1, 2, y 3 a cada clasificación crediticia genérica comprendida entre Aa y Caa.

-El modificador 1 indica que la obligación está situada en el extremo más alto de su categoría de calificación genérica.

-El modificador 2 indica una clasificación de rango medio.

-El modificador 3 indica una situación en el extremo inferior de cada categoría genérica.

-Adicionalmente, un indicador "(hyb)" se añade a todas las calificaciones de instrumentos híbridos emitidos por bancos, aseguradoras, compañías financieras y firmas de valores.

Fuente: Elaboración propia con datos de:

https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004

Cuadro7. Notas a largo plazo Fitch

Fitch Ratings	
AAA	Las calificaciones “AAA” denotan la más baja expectativa de riesgo de impago. Estas notas son asignadas en casos excepcionales donde existe una fuerte capacidad de pago para los compromisos financieros. Es muy improbable que esta capacidad se vea afectada negativamente por acontecimientos previsibles.
AA	Las calificaciones “AA” denotan un riesgo de impago muy bajo. Indican muy fuerte capacidad de pago de los compromisos financieros. Esta capacidad no es muy vulnerable a acontecimientos previsibles.
A	Las calificaciones “A” indican una expectativa de bajo riesgo de impago. La capacidad de pago de los compromisos financieros se considera fuerte. Esta capacidad puede, sin embargo, ser más vulnerable a las condiciones empresariales o económicas adversas que en el caso de las calificaciones más altas.
BBB	Las calificaciones “BBB” indican que las expectativas de riesgo de impago son bajas. La capacidad de pago de los compromisos financieros se considera adecuada, pero las condiciones empresariales o económicas adversas tienen más probabilidades de afectar esta capacidad.
BB	Las calificaciones “BB” indican una vulnerabilidad elevada al riesgo de impago, particularmente en el caso de los cambios adversos en las condiciones económicas o de negocio en el tiempo; sin embargo, existe flexibilidad empresarial o financiera que soporta el servicio de los compromisos financieros
B	Las calificaciones “B” indican que el riesgo de incumplimiento de pago está presente, pero un limitado margen de seguridad permanece. Los compromisos financieros Actualmente se están cumpliendo; Sin embargo, esta capacidad de pago es vulnerable a un deterioro en el entorno empresarial y económico.
CCC	La suspensión de pagos es una posibilidad real.
CC	La suspensión de pagos de algún tipo es probable.
C	La suspensión de pagos es inminente o inevitable, o el emisor se encuentra en punto muerto. Las condiciones que son indicativas de una nota “C” para un emisor incluyen: <ul style="list-style-type: none"> • A. El emisor haya ingresado en un período de gracia o cura tras el impago de una obligación financiera. • B. El emisor haya realizado una renuncia negociada temporal o acuerdo de suspensión después de un incumplimiento de pago de una obligación financiera.
RD	Las calificaciones “RD” indican que un emisor que, en opinión de Fitch Ratings ha experimentado un incumplimiento de pago de un bono, un préstamo u otra obligación

	financiera, pero que no ha entrado en declaraciones de quiebra u otro procedimiento de liquidación formal, y que dicha empresa continua en operación. E
D	Las calificaciones "D" indican un emisor que, en opinión de Fitch Ratings ha entrado en declaración de quiebra u otro procedimiento de liquidación formal, o que ha dejado el negocio.

*Los modificadores "+" o "-" pueden ser añadidos a una nota para denotar el estatus relativo dentro de las principales categorías de calificación. Dichos sufijos no se agregan a la categoría de Largo Plazo "AAA", o para categorías de Largo Plazo que estén por debajo de "B".

Fuente: Elaboración propia con datos de:

https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_In=5&detail_In=500

Cuadro 8.-Notas a Corto plazo de las *Big Three*

		Agencias Calificadoras		
		S&P	Moody's	Fitch Ratings
Grado de Inversión	A-1		P-1	F1
	A-2		P-2	F2
	A-3		P-3	F3
Grado Especulativo	B		NP	B
	C			C
	D			RD
				D

Fuente: Elaboración propia con datos de:

https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsi_code=LIME

https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004

https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_In=5&detail_In=500

Cuadro 9. Significado Notas de Corto Plazo de las *Big Three*

S&P	
A-1	Una obligación a corto plazo con una calificación "A-1" ' está clasificada en la categoría más alta por parte de Standard & Poor's. La capacidad del emisor para cumplir sus compromisos financieros derivados del Bono es sólida. Dentro de esta categoría, algunas obligaciones se designan con un signo más (+). Esto indica que la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros de estas obligaciones es extremadamente fuerte.
A-2	Una obligación a corto plazo con una calificación "A-2" es algo más susceptible a los efectos adversos de los cambios en las circunstancias y condiciones económicas que las obligaciones más altas categorías de calificación. Sin embargo, la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros de la obligación es satisfactoria.
A-3	Una obligación a corto plazo con una calificación "A-3" exhibe parámetros de protección adecuados. Sin embargo, las condiciones económicas adversas o cambios coyunturales probablemente conduzcan a una capacidad debilitada del emisor para cumplir con sus compromisos financieros.
B	Una obligación a corto plazo con una calificación "B" es considerada como vulnerable y tiene características especulativas significativas. El deudor tiene actualmente la capacidad para cumplir con sus compromisos financieros, sin embargo, se enfrenta a graves incertidumbres que podrían conducir a una capacidad inadecuada para cumplir con sus compromisos financieros.
C	Una obligación a corto plazo con una calificación "C" es actualmente vulnerable a la falta de pago, depende de negocios y condiciones económicas favorables para que este pueda cumplir con sus compromisos financieros.
D	Una obligación a corto plazo con una calificación de "D" se encuentra en mora o en incumplimiento de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbridos, se utiliza la categoría de calificación ' D' cuando los pagos sobre una obligación no se hacen a la fecha de vencimiento, a no ser que Standard & Poor's crea que tales pagos se efectuarán dentro de algún período de gracia establecido. Sin embargo, cualquier período de gracia mayor de cinco días hábiles se tratará como cinco días hábiles. La calificación de "D" también se utilizará en la presentación de una petición de quiebra o la toma de una acción similar y donde el cese de pago sea una realidad virtual.

Fuente: Elaboración propia con datos de:

https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsi_code=LIME

Cuadro10. Calificaciones corto plazo de Moody's

Moody's	
P-1	Los Emisores (o instituciones de apoyo) con la calificación Prime-1 (P-1) tienen una capacidad superior para pagar obligaciones de deuda a corto plazo
P-2	Los Emisores (o instituciones de apoyo) con una calificación Prime-2 (P-2) tienen una fuerte capacidad de pagar obligaciones de deuda a corto plazo.
P-3	Los Emisores (o instituciones de apoyo) con una calificación Prime-3 (P-3) tienen una capacidad aceptable de devolver obligaciones a corto plazo
NP	Los Emisores (o instituciones de apoyo) con una calificación Not Prime (NP) no entran en ninguna de las categorías de calificación Prime.

Fuente: Elaboración propia con datos de:

https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004

Cuadro 11. Calificaciones corto plazo Fitch

Fitch Ratings	
F1	La más alta calidad crediticia a corto plazo. Indica la capacidad intrínseca posible para el pago oportuno de los compromisos financieros; Se puede añadir una "+" para indicar una característica crediticia excepcionalmente fuerte.
F2	Buena calidad crediticia a corto plazo. Buena capacidad intrínseca para el pago oportuno de los compromisos financieros.
F3	Calidad crediticia de corto plazo expuesta. La capacidad intrínseca para el pago oportuno de los compromisos financieros es adecuada.
B	Calidad crediticia especulativa a corto plazo. Capacidad mínima para el pago oportuno de los compromisos financieros, además de una mayor vulnerabilidad en el corto plazo a las adversidades financieras y económicas.
C	Alto riesgo de impago a corto plazo. La suspensión de pagos es una posibilidad real.
RD	Default Restringido. Indica una entidad que ha incumplido uno o más de sus compromisos financieros, a pesar de que continúa cumpliendo con las obligaciones financieras. Generalmente sólo aplicable a la evaluación de instituciones.

D	<p>Default</p> <p>Indica una situación amplia de suspensión de pagos por parte de una entidad, o el incumplimiento de una obligación a corto plazo por parte de esta.</p>
---	--

Fuente: Elaboración propia con datos de:

https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_In=5&detail_In=500

2.4. ¿Qué evalúa?

Las ACR califican prácticamente todo lo relacionado a las operaciones económicas o financieras en las que los agentes evaluados están involucrados, tales como bonos gubernamentales o empresariales, además de diversos productos financieros. Sin embargo, ¿Qué tan confiables son estas notas?, ¿les da legitimidad el posicionamiento de las ACR que realizan la nota?, ¿Reflejan total imparcialidad? más adelante se analiza la respuesta a estas preguntas, así como diversas consecuencias que esto ha traído consigo.

En cuanto a productos financieros Werner Rügemer (2013:109) menciona lo siguiente:

Asignan calificaciones a las acciones y a los certificados, a los créditos y bonos corporativos y soberanos, así como a una cantidad ingente de “productos financieros estructurados” actuales: créditos al consumo e hipotecas titularizados, alquiler de PPP (Partenariados público-privados), *collaterised debt obligations* (CDO, obligaciones de deuda garantizada), *Credit default swaps* (CDS, permutas de incumplimiento crediticio), *asset backed securities* (ABS, valores respaldados por activos), apuestas por los movimientos de las tasas de interés.

Cuadro 12.- Definiciones de algunos productos y conceptos financieros

Producto/Concepto Financiero	Definición
Titulización	Consiste en vender a un inversor los derechos de cobro inherentes a un activo en posesión del banco (una factura, una hipoteca, un préstamo...). Así, el banco saca papel de su balance (con el que ya no puede seguir dando más créditos) y recibe a cambio liquidez, que le permite continuar con el negocio.
Bonos	Los bonos u obligaciones son activos financieros de deuda emitidos por estados, entidades públicas o empresas privadas, con el fin de captar recursos financieros a corto, medio o largo plazo a cambio de proporcionar a los obligacionistas o compradores de estos activos un interés, sea implícito o explícito, y a la devolución del dinero captado en la emisión.
Productos Financieros Estructurados	La característica común a los productos estructurados es la existencia de un activo de referencia al que se vincula la rentabilidad final del producto, o la posible pérdida de capital en su caso. A este elemento externo se le denomina Activo Subyacente, pudiendo utilizarse gran variedad de activos para tal fin: índices bursátiles, acciones individuales, fondos de inversión, materias primas, tipos de cambio o tipos de interés, entre otros.
Productos Derivados	Es un tipo de contrato vinculado a un activo subyacente (que puede ser una mercancía o una acción, un bono, una divisa, un índice, una tasa de interés, entre otros) cuyo precio en el futuro deriva del precio

	actual y las tasas de interés.
Futuros	<p>Un contrato de futuros se puede definir como un contrato o acuerdo vinculante entre dos partes por el que se comprometen a intercambiar un activo (el llamado activo subyacente), que puede ser físico o financiero, a un precio determinado y en una fecha futura preestablecida.</p> <p>Los futuros financieros surgieron como respuesta a la aparición de una volatilidad excesiva en los precios de las materias primas, de los tipos de interés, de los tipos de cambio, etc.</p>
Forwards	Son contratos de futuro específicos mediante los cuales el vendedor se obliga a vender una mercancía determinada en una fecha futura y a un precio pactado en el momento actual. Se diferencia del contrato de futuro típico en que el <i>forward</i> no se negocia en el mercado organizado.
PPP (Partenariados público-privados),	El concepto de partenariado público-privado, se refiere a las relaciones contractuales que se lleven a cabo por parte del mundo privado y el sistema público para suministrar bienes o servicios de carácter público. Donde existen tres grandes categorías de estos bienes para los cuales el mercado solo es deficiente y la intervención del poder público es necesaria: los bienes públicos puros, los bienes generadores de externalidades y los monopolios naturales.
Swaps (permutas)	Son contratos vinculados a la voluntad concreta de las partes en un momento dado, en virtud de los cuales quienes lo suscriben se comprometen a intercambiar

	<p>una determinada cantidad de dinero o bienes y servicios en una fecha futura y en aplicación de una formula preestablecida.</p> <p>Por tanto, en un contrato <i>swap</i> deben concretarse las monedas en que se harán los intercambios de flujos de dinero, los tipos de interés que se vayan a aplicar, las fechas en las que se hará cada pago y la formula que se utilizará para ello.</p>
<p>Opciones</p>	<p>Es un contrato que da a quien lo suscribe el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un producto en un momento futuro y a un precio determinado, y a cambio de lo cual la otra parte, el comprador, paga una prima a quien le vende esa opción. Esa prima es el precio por disponer de esa opción, se cotiza en bolsa y ahí define su precio, aunque este también viene determinado por otras circunstancias que los inversionistas tienen en cuenta a la hora de decidir si lo adquieren o no: la cotización del producto subyacente en el mercado, el precio de ejercicio de la opción, el tipo de interés o el tiempo que queda para el vencimiento.</p>
<p>CDO (<i>Collateralized debt obligations</i>)</p>	<p>Puede traducirse como obligaciones de deuda garantizada. Nacen cuando un banco o cualquier otra entidad tituliza uno de sus activos (un préstamo hipotecario, por ejemplo, que sirve de colateral del CDO) para convertirlo en un producto financiero – el CDO-, pero a base de “trocear” dicho activo en diferentes partes o tramos en función de su solvencia.</p>

CDS (<i>Credit Default Swaps</i>)	Puede traducirse como derivado de incumplimiento crediticio. Es un contrato de seguro para cubrir el riesgo de impago, el comprador se obliga a realizar una serie de pagos a lo largo del tiempo en forma de primas y, por el otro, el vendedor se compromete a cubrir parte o el total del crédito asegurado si este resulta impagado.
-------------------------------------	--

Fuente: Elaboración propia con datos de Navarro (2012:136-143) y <http://www.expansion.com/diccionario-economico/bono.html>
http://www.citibank.com/spain/consumer/spanish/citigold/pdf/formacion_2012_NOTAS_v02.pdf
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/contrato-de-futuro.html>
<http://www.reeditor.com/columna/4833/11/economia/partenariados/publicosprivados/concesiones/el/caso/chileno>

2.5. ¿Cómo lo evalúa?

Las ACR no revelan la dinámica para formular las notas bajo el argumento de que es secreto comercial, pero en general, Rügemer (2013:112-113) infiere lo siguiente:

Se basan principalmente en los balances y presupuestos de los últimos años, en las inversiones, facturación, gastos e ingresos pasados y futuros, en la evolución de la liquidez, créditos, capital social y contratos más importantes. Asimismo se examina la calidad de la gestión, cantidad y cualificación del personal, la contabilidad, el controlling (política de control), los clientes y proveedores, el marketing y la distribución, el entorno del sector y la productividad, o eso dicen las agencias.

Lo anterior es con respecto a las empresas, en el caso de los gobiernos, las ACR toman en cuenta la salud de las finanzas públicas, historial de pago de préstamos por parte de las autoridades, el tipo de política económica y financiera aplicadas por los diversos niveles gubernamentales; también valoran el tipo de gobierno en el poder, además, se presta atención a la situación social preponderante, tales como revueltas sociales o cultura de la sociedad.

Finalmente, al tratarse de productos financieros, estos son evaluados de acuerdo a la capacidad de pago del emisor, ya sea público o privado. Además se toman en cuenta los activos colaterales asociados a dicho producto que puedan respaldar esa deuda.

2.6 ¿Para qué evalúan?

Tal como se observó en la parte introductoria del presente capítulo, las ACR evalúan para evidenciar el riesgo que implica invertir en diversos organismos públicos o privados, así como el relacionado a la inversión en activos financieros.

Dicha evaluación, también viene acompañada de recomendaciones que, en caso de ser implementadas brindan la posibilidad de mejora en la nota. Dada la influencia y credibilidad de las ACR a nivel internacional, los entes evaluados tratan de hacer los ajustes necesarios para la obtención de una futura buena nota.

Sin embargo, tras la presente investigación se puede decir que las ACR evalúan a diversos agentes económicos para que tengan la capacidad de ser objeto de crédito para la banca comercial y de inversión, así como para organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional(FMI) y Banco Mundial (BM), y con base en la nota otorgada se hacen las recomendaciones pertinentes (implementación de políticas económicas de cierto corte, recorte de personal, adopción de diversos productos financieros) para que puedan seguir recibiendo préstamos condicionados por parte de dichas entidades.

2.7 ¿Para quién evalúan?

En un inicio, las ACR evaluaban para los agentes económicos que estaban interesados en invertir o adquirir productos financieros, éstos pagaban por las calificaciones. Sin embargo, en 1971 la agencia Moody's Investors modificó el mecanismo de pago, tanto S&P como Fitch también adoptaron tal criterio; en la nueva modalidad ahora los emisores de deuda serían los encargados de pagar el servicio. Como se observará en párrafos posteriores, esto fue clave en la

desregulación del sistema financiero estadounidense pues contribuyó a desarticular los remanentes del *New Deal*.

El hecho de que los agentes que ofrecieran deuda cubrieran el costo de la nota dio pie a un entramado de relaciones entre los dueños de grandes emporios de todo tipo y las ACR, en donde prevalecía un solo interés, el de obtener mayores ganancias. Al indagar un poco, sale a la luz una red de relaciones existentes dentro del mundo financiero, técnicamente las ACR para sí mismas en muchos casos.

2.8. ¿Para qué sirve una ACR en la financiarización?

El proceso mediante el cual las ACR fueron ganando terreno y obtuvieron una amplia influencia en el proceso de financiarización de la economía no se generó de manera espontánea, sino que es resultado de una serie de eventos suscitados en diversas décadas del siglo XX. Se pueden tomar como momentos clave para este proceso primeramente el crack bursátil de 1929 y en segundo lugar los cambios en la economía global durante los años setenta.

Werner Rügemer (2013:32) comenta lo siguiente:

Los que se interesaban por las acciones y los especuladores podían informarse de que acciones merecía la pena comprar entre las entonces numerosas recién fundadas, que a menudo quebraban en seguida. Paulatinamente, las agencias se ocuparon de otros sectores en los que las sociedades anónimas salían a la bolsa, como por ejemplo el sector textil y del acero.

Así, durante las primeras tres décadas del siglo pasado, las ACR funcionaban como una empresa más en el mercado, sin embargo, el 24 de octubre de 1929 marcó el futuro de estas empresas, este día, mejor conocido como jueves negro, cuando, tras una serie de caídas con oscilaciones en días previos dentro de la bolsa de Nueva York, el pánico generalizado impidió que en esa fecha no existiera repunte, al final de esta jornada bursátil cientos de compañías y millones de personas quedaron en quiebra, dando inicio al periodo

conocido como la gran depresión, fenómeno que azotó la economía estadounidense durante los años treinta del siglo XX.

Según una recopilación realizada en el texto la crisis económica mundial (2009:27), menciona que el economista nacionalizado estadounidense John Kenneth Galbraith atribuye a cinco razones principales al crack de 1929:

1. La pésima distribución de la renta. En 1929 los ricos eran indudablemente ricos...El cinco por ciento de la población con rentas más altas recibió aproximadamente la tercera parte de toda la renta personal de la nación.
2. La muy deficiente estructura de las sociedades anónimas...La empresa norteamericana de los años veinte había abierto sus hospitalarios brazos a un número excepcionalmente alto de promotores, arribistas, sinvergüenzas, impostores y a todas sus supercherías. Pocas veces, en la larga historia de estas actividades, se las ha visto operar como una marea de latrocinios corporativos de tan vastas proporciones.
3. La pésima estructura bancaria. Desde los primeros años del decenio de los treinta, una generación de norteamericanos ha venido oyendo comentarios sobre las prácticas bancarias de los veinte, pronunciados a veces con regocijo, otras con indignación y a menudo con coraje.
4. La dudosa situación de la balanza de pagos.
5. Los míseros conocimientos de economía de la época...Los economistas y todos aquellos que ofrecían consejo económico durante los últimos años veinte y primeros treinta eran fundamentalmente malos economistas y perversos consejeros.

En los meses y años siguientes al crash del mercado de valores, los honorables consejos económicos de los profesionales cargaron su orientación hacia el tipo de medidas más apropiadas para empeorar las cosas.

Tras el crack de 1929, con el fin de enfrentar los efectos de la gran depresión, el gobierno estadounidense liderado por Franklin D. Roosevelt implementó el *New Deal* (1933-1936), que, además de aplicar medias de política pública como apoyos para el desempleo, protección de trabajadores, subsidios y asistencia social, también llevó a cabo reformas de carácter financiero para evitar nuevas crisis como la que se desarrolló en Wall Street

Las consecuencias de la crisis financiera fueron devastadoras, el gobierno estadounidense promulgó diversas leyes, cuya finalidad era tener mayor control sobre el mercado bursátil y las empresas participantes en éste. Para fines prácticos se mencionarán dos leyes. La primera fue promulgada en 1933, decretada como la *Banking Act of 1933* mejor conocida como Ley Glass Steagall, su principal objetivo era separar la banca de inversión de la banca comercial; en sus primeros párrafos, esta regulación enuncia lo siguiente:

Prever la utilización más segura y más eficaz de los activos de los bancos, para regular el control interbancario, para prevenir la desviación indebida de fondos en operaciones especulativas, y para otros fines.

Fuente: http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf

La Glass Steagall proponía que los montos en préstamos e inversiones ejercidos por los bancos miembros de la Reserva Federal (FED), debían ser vigilados, prestando especial atención en que el crédito bancario y las actividades de la banca comercial no fueran transportados al mercado especulativo, esto incluía bienes raíces, materias primas, o cualquier otro propósito incompatible con el mantenimiento de las condiciones de crédito relativas a la banca comercial.

La segunda fue la ley de la reforma financiera de 1934, mejor conocida como la *Securities Exchange Act. Of 1934*, la cual regulaba el comercio secundario (es aquel mercado de valores extrabursátil, donde no existen intermediarios financieros y se realizan transacciones directamente entre dos partes, también es conocido como *Over The Counter* (OTC)) de valores (acciones, bonos y obligaciones) de los Estados Unidos:

Las operaciones con valores llevadas a cabo en mercados over-the-counter se efectúan con un interés público nacional, esto hace que sea necesario establecer regulación y control de estas transacciones, además de las prácticas y los asuntos relacionados a estas, incluyendo transacciones realizadas por funcionarios, directores y titulares de valores.... para eliminar los obstáculos y perfeccionar los mecanismos de un sistema nacional de mercado de valores y un sistema nacional para la compensación y liquidación de operaciones de valores y la salvaguarda de los valores y los fondos relacionados con la misma, y para imponer requisitos necesarios para que dicha regulación sea completa y eficaz, con el fin de proteger el comercio interestatal, el crédito nacional y el poder tributario federal, de esta manera proteger y hacer más eficaz la banca nacional.

Fuente: Sitio web de la U.S. *Securities and Exchange Commission*, consultado en <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

A pesar de crear estas leyes, el gobierno estadounidense no disponía de agentes especializados en la evaluación del tipo de empresas que participaban en el mercado y que habían contribuido en el desarrollo de la crisis. En ese momento es cuando se solicitaron los servicios de las ACR para que monitorearan a dichos entes, tras la promulgación de estas leyes se trataba de poner freno a los abusos a los que agentes económicos se vieron expuestos previo a la gran depresión, y quien mejor para realizar esta labor que las ACR, las cuales tenían cierta experiencia en el ramo. Fue tras esta concesión gubernamental que las ACR empezaron a construir el poder financiero que tienen hoy en día.

En 1934, se creó la Security Exchange Commission, por sus siglas en inglés (SEC), cuya tarea principal es hacer cumplir las leyes antes mencionadas y regular todo lo relacionado a la industria de valores en Estados Unidos. Tal dependencia fue la encargada de otorgar las licencias para supervisar a las empresas y bancos participantes en el mercado bursátil.

Werner Rügemer (2013:34) comenta al respecto lo siguiente:

La SEC confirió licencias a auditores privados, cuya tarea oficial era comprobar anualmente que los balances de bancos y empresas fueran correctos. A las agencias de calificación también se les asignó una tarea oficial durante el

New Deal, pues tenían que evaluar la seguridad de las inversiones por encargo de la supervisora bursátil estatal.

Es cuando el gobierno estadounidense solicita y da su aprobación a las ACR, que su influencia empieza a ser importante, primeramente en ese mercado y posteriormente a nivel mundial. La participación de las ACR permaneció relativamente estática durante las décadas posteriores al *New Deal*. Sin embargo, tal como ya se ha mencionado, la década de los setenta se vio envuelta en una serie de inestabilidades tanto políticas como económicas.

Gracias a esta legislación y a la memoria guardada por la población estadounidense, desde el fin de la segunda guerra mundial hasta la década de los setentas las crisis económicas suscitadas fueron pocas y de baja magnitud. Marichal (2010:138) argumenta que son diversas las razones por las cuales no se produjeron crisis financieras de gran escala entre 1946 y principios de los años 70:

Fue la naturaleza de la nueva arquitectura financiera-el establecimiento de un nuevo marco regulatorio del sistema monetario y financiero internacional- lo que permitió reducir la volatilidad en la posguerra.

Con lo anterior, Marichal explica que, aún antes de finalizar el conflicto bélico los aliados estaban preocupados por evitar que se repitieran los desastres financieros ocasionados por la primera guerra mundial, así que en 1944 se reunieron en el poblado estadounidense de Bretton Woods, donde crearon las condiciones necesarias para un nuevo marco que regulara monetaria y financieramente a las naciones; de esta manera nacieron entre otros organismos, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM).

Otros de los factores que propiciaron la estabilidad económica en dicho periodo fue la firma de diversos tratados comerciales entre países, hecho que garantizó dinamismo en la economía internacional al finalizar la guerra; además, Estados Unidos, quien se convirtió en la gran potencia del siglo XX acaparó el mercado mundial, teniendo la capacidad productiva para satisfacer las necesidades internacionales de bienes cubriendo la demanda generada,

manteniendo altos los niveles de empleo y activo el engranaje de la economía mundial.

Sin embargo, después de ese gran período de auge económico, fenómenos tratados con anterioridad como la caída de la tasa de ganancia que se observó desde finales de los sesentas en la economía estadounidense, la caída del sistema Bretton Woods, las crisis petroleras de 1973/1979, y la guerra de Vietnam (1959-1975) marcaron el inicio del cambio en los paradigmas económicos y políticos a seguir en años posteriores; es de vital importancia señalar que todos estos fenómenos tuvieron su auge en la década de los setentas y que realmente un gran número de eventos importantes tuvieron lugar en pocos años, sentando las bases para un cambio total en la manera en que se manejarían las economías y políticas públicas a partir de ese momento.

Tras los fenómenos suscitados durante la década de los setentas, se generaron crisis de producción, estancamiento económico e inflación, los dirigentes de las principales potencias económicas mostraban preocupación con respecto a la mejor manera de enfrentar estas vicisitudes. En 1975, se llevó a cabo la primera cumbre económica mundial, donde asistieron los ministros de finanzas de Francia, Alemania Occidental, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos; el principal objetivo de la agenda era analizar el comportamiento de la economía mundial y la elaboración de políticas económicas adecuadas para enfrentar la crisis, dando pie al inicio del cambio de paradigma en la economía. En esta reunión se gestó la creación de lo que hoy se conoce como el G-8 que está integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Rusia y que son consideradas como las naciones más industrializadas del planeta.

En el caso estadounidense, entre las medidas adoptadas para el manejo de la economía, en 1975 la *Securities and Exchange Commission* (SEC) otorgó a siete ACR certificados de calidad como organizaciones de calificación estadística reconocidas a nivel nacional (*National Recognised Statistical Rating Organization, NRSRO*), esto les da la facultad para evaluar a diversos entes, esto con el

respaldo y reconocimiento del gobierno de los Estados Unidos. Dentro de estas instituciones reconocidas se encontraban las Big Three, las cuales a través de los años fueron absorbiendo a las otras ACR autorizadas, acaparando el mercado y siendo las únicas evaluadoras. Fue hasta 2003 que una cuarta ACR logró obtener su certificación. Actualmente son diez las certificadas por la SEC, sin embargo, son S&P, Fitch y Moody's las que dominan el mercado.

A pesar de que desde la década de los treinta las ACR tenían cierta participación en el gobierno estadounidense fue a partir de que la SEC las licenció para evaluar que tuvieron facultades de carácter exclusivo, respaldadas por el gobierno para vigilar empresas, gobiernos y productos financieros, gracias a esto afianzaron el poder que poseen hoy en día; y tras las reformas estructurales que posteriormente invalidaron en gran medida las leyes promulgadas durante el New Deal, por lo que la presente investigación considera que se fabricó el escenario perfecto para retomar prácticas especulativas sin restricción, que como se ha observado en años recientes, han tenido consecuencias devastadoras en la economía internacional.

Diversas leyes e instituciones fueron creadas durante la gran depresión para regular las actividades bursátiles, desde sus inicios éstas causaron inconformidad en algunos grupos del mundo financiero, pero fue durante los setentas del siglo XX y las décadas subsecuentes cuando lograron revocar, desaparecer o quitarles atribuciones a varias, lo cual propició controversia entre los reguladores del mercado financiero. Lo anterior permitió que la banca comercial adoptara el modelo de la banca de inversión. Un ejemplo de lo anterior es la desaparición de la Ley Glass-Steagall que permitió la conformación de Citigroup en 1999.

Corinne Crawford (2011:128-129) menciona lo siguiente:

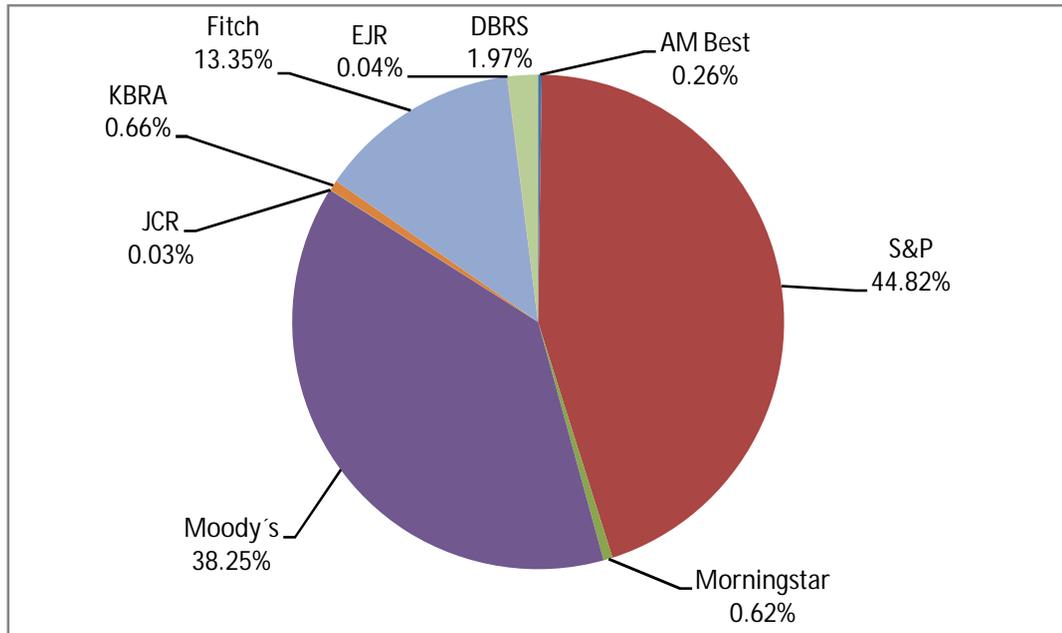
Prácticamente desde el día en que se convirtió en ley, los bancos presionaron en favor de la derogación de la Ley Glass-Steagall. Sin embargo, los esfuerzos de cabildeo para aflojar las restricciones de ésta se incrementaron significativamente en la década de 1970. En los 1980's numerosos proyectos de

ley para derogar la Glass-Steagall fueron propuestos [...] Aunque el Congreso no derogó la Ley Glass-Steagall. En los 80's el Banco de la Reserva Federal reinterpretó secciones de esta ley para permitir que los bancos ganaran hasta un 5% de sus ingresos a través de las operaciones de valores. Para el final de esta década la limitación se elevó a 10% de los ingresos. Además, a los bancos se les permitió practicar pequeñas operaciones de prefinanciación de títulos de valores (underwriting) [...] En 1996, la limitación se redujo de nuevo. Esta vez a los bancos se les permitió ganar hasta el 25% de sus ingresos en las operaciones de valores. Este incremento, en efecto, derogó la Ley Glass Steagall. La fusión entre Citicorp y Travelers Insurance Company que conformo Citigroup en abril de 1998 es vista como el impulso para la derogación formal de esta Ley [...] La legislación que derogó la Ley Glass - Steagall fue aprobada por la Cámara de representantes y el Senado con abrumadoras mayorías, 90 a 8 en el Senado y 362 a 57 en la Cámara.

A pesar de que las *Big Three* hacía tiempo ya contaban con bastante poder, el proceso de desregulación financiera prácticamente les abrió las puertas para operar de manera ilimitada en los mercados internacionales, posicionándose como las calificadoras dominantes del mercado, y tal como muestra en el gráfico 3, el porcentaje de participación de cada una de las ACR reconocidas por la SEC en el mercado de evaluación de riesgos financieros se vio ensombrecido por la preponderancia de únicamente tres de éstas.

Son diversos los elementos a evaluar al momento de seleccionar una ACR como reconocida por la SEC, entre otras cosas debe tener mecanismos eficientes para la evaluación de riesgos, así como contar con la solvencia necesaria para operar.

Gráfico 4. Distribución porcentual del Mercado de ACR Reconocidas por la SEC (A mediados del 2012*)



*En el gráfico únicamente se incluye la participación de nueve de las diez agencias autorizadas, la décima obtuvo su licencia en noviembre de 2012.

Fuente: <http://www.sec.gov/reportspubs/special-studies/nrsro-summary-report-2012.pdf>

Sin embargo, tal y como lo comenta Werner Rügemer (2013:41) los criterios de selección para designar una ACR como NRSRO son un tanto contradictorios, ya que estos generan confusión.

Los criterios que se siguieron para otorgar las licencias a dichas agencias fueron que tuvieran recursos financieros propios para no depender de las empresas a las que asesoraban, el número y la cualificación de los trabajadores y los procedimientos de control interno para prevenir las operaciones de iniciados (*insider trading*).

Al otorgar certificación a las ACR, el gobierno estadounidense estipuló que todas las empresas debían tener al menos notas de dos de éstas para lograr tener acceso a créditos en el mercado de capitales de dicho país, sin embargo, estas notas serían tomadas como verdad absoluta, en caso de que erraran, trayendo

consigo resultados adversos a las compañías o al mercado, no existía ni existe legislación alguna para que las ACR asuman responsabilidad sobre la calificación otorgada. Son diversos los casos en los cuales, tras una mala nota, empresas o gobiernos ven afectada su reputación ante los posibles inversores, trayendo consigo situaciones de baja en la producción, aumento de la tasa de desempleo, incremento de deudas y quiebra de empresas, hechos que tienen repercusiones tangibles en la economía y sociedad del ente evaluado. Sin embargo, muchas veces estas calificaciones son controversiales y no son del todo claras, o si una ACR se equivoca al momento de emitir una nota no existen repercusiones legales sobre ellas, generando una situación de impunidad ante cualquier evaluación incorrecta. Werner Rügemer (2013:131-132) aporta un ejemplo al respecto:

El School District de Jefferson County. Hasta 1993 encargó a Moody's la calificación de sus títulos. Luego rescindió el contrato y dejó de pagar tasas a Moody's, encargó las calificaciones a dos agencias más pequeñas y emitió nuevos bonos.

Dos horas después de que dichos bonos llegasen al mercado, Moody's elaboró una calificación no solicitada, si informar al District School. Esta quedó por debajo de las otras dos agencias, e iba acompañada además de una "perspectiva negativa". Moody's envió la calificación a los medios de comunicación y a sus clientes, y al cabo de unos minutos se había divulgado en todo el mundo gracias al sistema de información electrónico Dow Jones (el índice bursátil de Wall Street). Debido a la autoridad de que goza Moody's, la consecuencia fue que el School District de Jefferson County tuvo que pagar entonces mayores intereses y sufrió unas pérdidas de 769,000 dólares.

El caso contrario, es cuando las ACR emiten una nota de calidad sobre alguna empresa, gobierno o activo financiero, sin embargo, estas no tienen la solvencia necesaria para cubrir sus obligaciones, un claro ejemplo de esto es el del banco Lehman Brothers, tal y como lo menciona Rügemer (2013:183):

Las agencias no comenzaron con el paulatino downgrade de Lehman hasta junio de 2008, aunque siempre dentro del ámbito de la "A", o sea, del investment grade. Todavía en la semana antes de la declaración de insolvencia del 15 de septiembre de 2008, las agencias le otorgaron otro downgrade, aún dentro

del ámbito de la A, aunque esta vez acompañándolo de una “perspectiva negativa”. Todas las agencias actuaron el mismo día, el 9 de septiembre de 2008, y no fue hasta el día de la declaración de insolvencia que situaron a Lehman como non investment grade.

Desde los setentas y ochentas, los gobernantes han incorporado empleados, accionistas o dueños de empresas privadas al sector público, como el caso del ex presidente Gerald Ford, quien nombró a Nelson Aldrich Rockefeller (quien fuera nieto de John D. Rockefeller el fundador de la Standard Oil) como vicepresidente de EU entre 1974 y 1977; o el caso del miembro de la junta directiva de Blackrock, Inc. Cheryl D. Mills, quien hasta febrero de 2013 se desempeñó como Consejero y Jefe de Estado Mayor de la Secretaria de Estado Hillary Clinton. Gracias a este tipo de conexiones, el sector privado y los intereses de los grandes capitales son resguardados desde el sistema político, contribuyendo a que tengan libre acceso al momento de elaborar políticas públicas que les resulten convenientes. Otro elemento que consolidó la unión entre la esfera político y empresarial en Estados Unidos fueron las donaciones realizadas por grandes corporaciones a políticos y partidos, protegidos por la primera enmienda (1789), la cual hace referencia a la libertad de expresión:

El Congreso no hará ninguna ley respecto al establecimiento de una religión, o prohibir el ejercicio libre de la misma; o limitar la libertad de expresión, ni de prensa; o el derecho del pueblo para reunirse pacíficamente, y para pedir al gobierno la reparación de agravios.

Fuente: Primera enmienda de la carta de derechos de la constitución política de Estados Unidos de América, consultado en http://www.archives.gov/exhibits/charters/bill_of_rights_transcript.html

Con la gran interrelación existente entre el sector público y privado, vale la pena retomar a John Kenneth Galbraith (2004:62) en su texto *La economía del fraude inocente*, quien afirmaba que la frontera entre el sector privado y corporativo y el menguante sector público continúa desvaneciéndose.

Al implementarse reformas sobre desregulación financiera, y tras un aumento de participación de las ACR dentro del gobierno, las decisiones que éste toma son gracias a recomendaciones de las primeras, así han podido manipular la situación económica y a los políticos de acuerdo a sus intereses particulares. Se ha engendrado gran colusión entre el capital financiero y el sector gubernamental estadounidense (y global).

Al generarse una situación en la cual la economía empezaba a basarse en el crédito, y observando las grandes ganancias alcanzadas a través de las comisiones e interés generados mediante este método. A partir de ese momento, el grueso de los beneficios no serían gracias al capital productivo sino al especulativo. el gobierno estadounidense, la Reserva Federal (FED), diversos bancos y organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Banco Mundial (BM) redujeron los requisitos para otorgar créditos de diversa índole y de esta manera reforzar el desarrollo de una economía financiarizada.

Además, el ser las operaciones en el mercado financiero más veloces que en el mercado productivo, la velocidad de circulación de las transacciones se incrementó exponencialmente, manejándose grandes sumas de dinero en muy poco tiempo en los mercados financieros. Las ACR fueron esenciales en este proceso ya que daban fe de la calidad de las operaciones y productos envueltos en este entramado.

Rügemer (2013:46) menciona lo siguiente:

Desde la entronización de las agencias, además, los inversores no necesitan ya proceder a exámenes pormenorizados de empréstitos o títulos valores, sino que pueden remitirse directamente a las calificaciones. Esto condujo y sigue conduciendo también a la aceleración de la velocidad de circulación de las transacciones financieras: cada vez son más rápidas e implican mayor riesgo.

No solo los individuos eran agentes de crédito, sino que también en diversos sectores de la esfera empresarial resultó más conveniente la utilización de créditos, ya que descubrieron que a través de la especulación y un sistema financiero basado en el crédito, estas obtenían mayores ganancias.

Rügemer (2013:44) menciona al respecto lo siguiente:

Las empresas podían desgravar los intereses en tanto que gastos deducibles de empresa. A la hora de ampliar o renovar su planta de producción a las empresas les resultaba más barato hacerlo con la ayuda de créditos, en lugar de hacer uso de sus ganancias. De este modo, cada vez se desembolsaba un mayor volumen de ganancias en accionistas y gestores bancarios (bonificaciones, programas de stock options, u opción de compra de acciones a precio fijo), lo cual en parte era posible incluso gracias al aumento del crédito.

Tras el éxito observado en una economía basada en el crédito, los grandes bancos y fondos de inversión, estaban en busca de una ampliación de su base crediticia; para su fortuna, durante prácticamente todo el siglo XX diversos países lograron su independencia o enfrentaron grandes cambios de regímenes; una vez establecido el nuevo orden político, los dirigentes políticos de muchos de estos países requerían recursos económicos para implementar su proyecto de nación, ya fuera democracia, golpe de estado o dictadura; los grandes banqueros, sin importar el destino de esos recursos otorgaron líneas de crédito.

El excesivo otorgamiento de créditos, acompañado de altas tasas de interés ocasionaron que en poco tiempo estas deudas fueran prácticamente impagables, Rügemer (2013:50) afirma que entre 1970 y 1985 las deudas de los países en desarrollo se multiplicaron por doce. Gracias a esta situación, el Fondo Monetario Internacional (FMI) intervino para una refinanciación de la deuda de estos países, sin embargo, les propuso una serie de medidas, especialmente de ajuste estructural en cuanto a venta de empresas públicas o recortes en el gasto social.

Se creó un entramado de conexiones, gran parte de los *Chicago boys* (economistas educados de forma liberal en la Universidad de Chicago bajo los principios de Milton Friedman) fueron nombrados gobernadores y presidentes de bancos centrales, del FMI y BM. Éstos ejecutivos lograron por medio de Kofi Annan quien fuese secretario general de las naciones

unidas entre (1997-2006), que los países en vías de desarrollo fueran evaluados por las tres principales ACR, con la excusa de tener los elementos necesarios para incursionar en los mercados internacionales de manera segura, así como fomentar las reformas necesarias en las naciones para hacerlas más atractivas a la inversión extranjera y obtener líneas de crédito.

En los años setentas la economía mundial atravesaba por momentos difíciles, pues a pesar de que el Fondo Monetario Internacional realizaba esfuerzos por controlar y refinanciar la deuda de numerosos países, que, desde esos años azotaban a diversas regiones del planeta y sumado al endeudamiento excesivo de empresas e individuos propició situaciones de impago. En 1975 los presidentes de los bancos centrales del grupo de los diez (Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza) preocupados por la situación imperante en la economía mundial conformaron el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, Basel Committee on Banking Supervision) en la ciudad Suiza de Basilea, este propuso diversas políticas para tener un mejor manejo del sistema bancario, y de esta forma evitar posibles crisis de endeudamiento. En total hasta la fecha se han realizado tres acuerdos de este tipo, son mejor conocidos como Basilea I publicado en 1988, Basilea II (1999) y Basilea III (2010).

Werner Rügemer (2013: 55-61) argumenta lo siguiente:

En el acuerdo de Basilea I se estableció que para poder operar en el sistema financiero internacional los bancos tenían que disponer de un capital social adecuado, es decir, que se ajustara al riesgo de los préstamos concedidos, las obligaciones compradas y el resto de valores[...]. Con el siguiente acuerdo, Basilea II (1999), la comisión precisó cómo se podía determinar el riesgo real, de acuerdo con la calificación interna del riesgo de los agentes financieros, y como establecer, según esto, la cuantía del capital social del creditor. Se reforzó el papel de las agencias de calificación. Estas normas no son sólo de aplicación a los bancos y empresas, sino también a aseguradoras, fondos de pensiones y otros agentes

financieros [...]Basilea III no es sino la continuación del segundo acuerdo de Basilea e intenta tomar en consideración las experiencias de la crisis financiera; entre otras cuestiones, trata de definir concretamente lo que se entiende por capital social: ¿Cómo distinguir la “fortaleza” o “debilidad” del capitalismo básico? ¿Cómo valorar el capital complementario o las participaciones sin voto?

Al realizar un breve estudio sobre los años en que estas disposiciones se han llevado a cabo así como su contenido, queda evidenciada la insuficiencia de tales medidas para evitar el sobreendeudamiento sistémico y recesiones económicas. Desde 1988 han existido diversas crisis alrededor del planeta, como la crisis asiática de 1997, la burbuja de las punto com a los primeros del siglo XXI y el caso de las hipotecas subprime a inicios de 2007. Aún con la existencia de los acuerdos de Basilea se han generado e incluso incrementado el impacto de estas situaciones.

Con el paso del tiempo los inversores no solo estaban interesados en las empresas, sino también empezaron a darle importancia a los bonos del gobierno, es por esto que poco a poco fueron evaluando todos los niveles gubernamentales. Rügemer (2013:64):

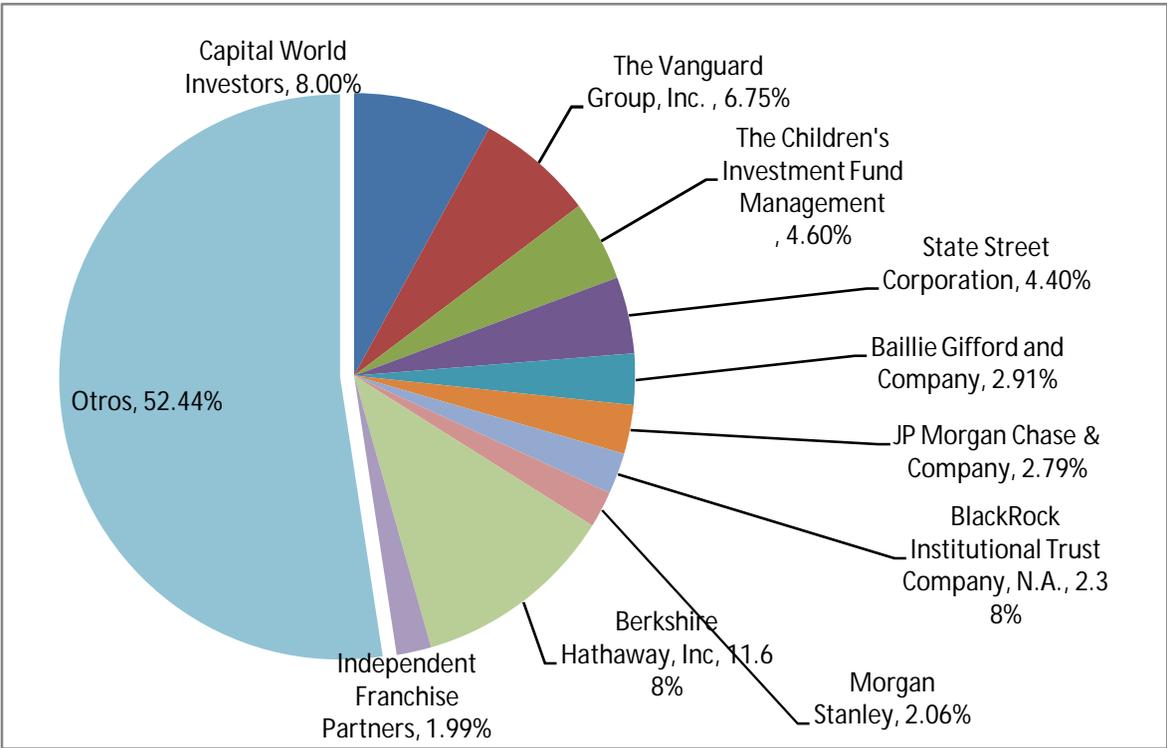
En 1975 las tres agencias calificaron primero a cinco países, y en el año 1980 calificaron a ocho. Ya en 1990 eran 68 los países calificados por las agencias, en 2000 eran 191, y desde 2002, prácticamente todos los países han sido calificados.

A esto se añadieron otras calificaciones para las diferentes unidades económicas en que se ordena un país, dependiendo de la magnitud e importancia económico-financiera.

Este entramado de relaciones políticas y empresariales por parte de las ACR eventualmente llevó a un conflicto de intereses, ya que su red de cobertura era tan amplia que en su momento llegó hasta a los dueños de las mismas, en numerosas ocasiones los dueños de las ACR están relacionados entre sí, o son accionistas de las mismas empresas que evalúan.

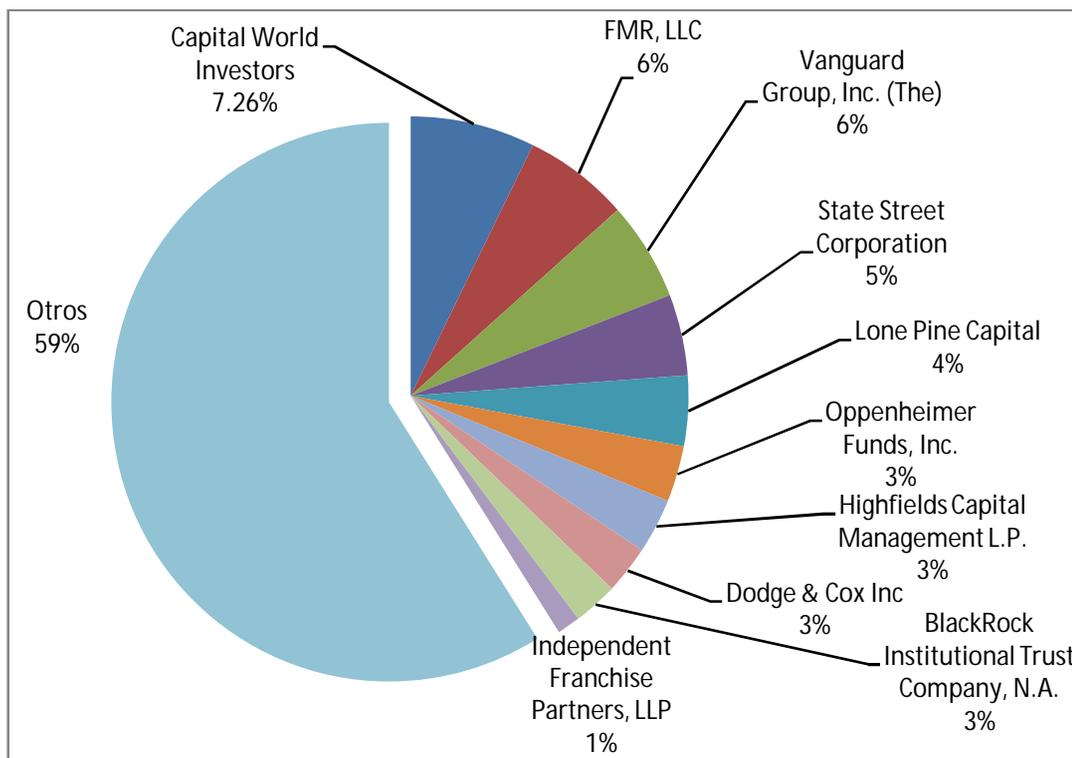
A primera instancia se observa que, las ACR son entes autónomos que asignan notas a empresas e instituciones, y que si bien, atienden en favor de sus propios intereses, el futuro de sus evaluados les es relativamente indiferente. Sin embargo, al pensar en esta autonomía, surge la cuestión sobre a quién le rinden cuentas las ACR. ¿Quiénes son sus dueños? ¿Quiénes son sus principales accionistas?, ¿Existe alguna repercusión directa en las ACR tras realizar determinadas calificaciones? En los próximos cuadros se puede notar la estructura accionaria de las *Big Three*.

Grafico no 5. Composición accionaria Moody's mediados 2014



Fuente: Elaboración propia con datos de Yahoo finanzas, consultado en <https://es.finance.yahoo.com/q/mh?s=MCO>

Grafico no 6.-Composición accionaria McGraw Hill Financial, Inc. mediados 2014



Fuente: Elaboración propia con datos de Yahoo finanzas, consultado en <https://es.finance.yahoo.com/q/mh?s=MHFI%2C+&ql=1>

En los gráficos anteriores podemos observar la estructura accionaria de dos de las *Big Three*, a pesar de no mostrar la identidad de todos los inversionistas se puede ver la participación de los que pueden ser los más representativos. En el caso de Standard & Poor's, se colocó la partición de McGraw Hill Financial ya que esta es la poseedora del 100% de las acciones de esa ACR.

Al indagar sobre quiénes son los propietarios de las ACR, el lector observará que dos de las principales ACR tienen accionistas en común, a saber: *Capital World*, *The Vanguard Group, Inc*, *State Street Corporation*, *Independent Franchise Partners LLP* y *Black Rock Institutional Trust*; a su vez, estas empresas son evaluadas por sus propias ACR, mostrando un claro conflicto de intereses, sin embargo, a falta de regulación en ese ramo no existe algún castigo para ellos e impunemente permiten un engranaje perverso en la economía mundial.

En el caso de Fitch Ratings era innecesario elaborar un gráfico mostrando los principales accionistas, ya que sólo posee dos, el Holding francés *Firmalac* con un 60% de participación, y 40% el gigante de las comunicaciones *Hearst Corporation*, quien entre sus diversos activos cuenta con la participación del 50% de *A+E Networks (History Channel, A&E, Bio)*, un 20% de *ESPN Inc.*, también es dueño de revistas como *Popular Mechanics, Marie Claire, Car and driver* y *Cosmopolitan*.

Como ejemplo ilustrativo, parece pertinente mencionar el caso de uno de los principales accionistas de Moody's, es el caso del holding Berkshire Hathaway Inc. cuyo principal accionista es el empresario estadounidense Warren Buffett, dicho conglomerado cuenta a finales del 2013 (según su página web <http://www.berkshirehathaway.com/2013ar/2013ar.pdf>) con participación en diversas empresas como American Express (14.20%), Coca cola (9.11%), Direct Tv (4.20%), Exxon Mobil Corp (0.90%), Goldman Sachs (2.80%) y Procter & Gamble Company por nombrar algunos.

Tal como se observa en los gráficos como en el cuadro se puede poner en tela de juicio que tan independientes son las ACR, sin embargo, si la presente investigación se da a la tarea de mostrar todos los accionistas de las principales empresas se toparía ante una labor titánica, no obstante, con los datos mostrados se puede dar una buena idea de cómo funcionan las ACR, y que no les es conveniente realizar evaluaciones negativas a empresas copropietarias de las ACR.

No debe perderse de vista que una ACR es una empresa; el objetivo principal de un negocio es obtener beneficios, el trabajo por el cual una ACR de este tipo obtiene sus recursos es precisamente la evaluación y asesoría de empresas, es absurdo que soliciten no depender de las empresas que asesoran. Se deja en duda de que manera obtienen sus recursos propios; sin embargo, el origen de los recursos de estas empresas, queda en evidencia, ya que privilegia las operaciones en los mercados financieros, siendo estas las que arrojan

mayores beneficios a las ACR; además, al revisar quienes son los principales accionistas de estas queda despejada toda duda.

Como se observó en el presente capítulo, las ACR han tenido un papel de vital importancia en la historia económica y financiera desde inicios del siglo XX; si bien en sus inicios estas tenían un mercado acotado, con el paso de los años y su incursión en el sector gubernamental lograron convertirse en pieza clave para darle credibilidad al proceso de financiarización de la economía. Además tras su paso por la esfera pública y privada, las ACR lograron no solo la “credibilidad” en los mercados sino que se homogeneizaron con ambos sectores teniendo una importante participación en la recomendación sobre elaboración de políticas públicas y a su vez tener participaciones accionarias de empresas globales e incluso ser parte estas de numerosas firmas de carácter internacional, turnando perverso el juego del otorgamiento de notas de riesgo.

CAPÍTULO 3.

DESEMPEÑO DE LAS ACR DURANTE LA CRISIS DE 2007

En este capítulo final se hará un recuento sobre las causas de la crisis financiera de 2008, así como su evolución, posteriormente, se realizará un análisis sobre el papel que jugaron las ACR en dicho proceso. Finalmente, se hará un estudio sobre las calificaciones otorgadas a países seleccionados de la Unión Europea durante los últimos años y cuál ha sido su desempeño económico.

3.1 Crisis 2007-2013

La crisis financiera y económica desatada en 2008 es considerada la de mayor impacto a nivel internacional desde el crack de 1929, son diversos los orígenes de ésta, sin embargo, la financiarización de la economía jugó un papel clave en su gestación.

El impacto de la crisis fue amplio debido a la gran interconexión entre los mercados financieros más importantes a nivel mundial, generando un contagio en las principales bolsas y economías de manera global; sumado a la creación de nuevos productos financieros estructurados propició las condiciones perfectas para un colapso económico de magnitudes astronómicas.

Tal como se ha mencionado, las innovaciones en las tecnologías de la comunicación incrementaron el número y velocidad de transacciones realizadas en los mercados financieros, aumentando la interrelación de los mercados dando la posibilidad de realizar operaciones en cualquier parte del mundo de manera instantánea. Si bien estas operaciones se observaron desde fines de los setentas, en la crisis de 2008 esto jugó un papel importante porque facilitó el comercio de activos financieros, y al estallar la burbuja, dichos productos se encontraban en manos de numerosos agentes alrededor del planeta, lo que masificó el impacto de la crisis.

Es importante resaltar el papel del mercado de derivados, la intención de éstos es distribuir el riesgo de una inversión mediante activos subyacentes; este

tipo de productos fueron los causantes en gran medida de la puesta en práctica de diversas técnicas para realizar operaciones bursátiles “seguras” en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, la proliferación de este tipo de productos se ha incrementado en los últimos años, Roberto Soto (2010:9):

Hablamos de un mercado (tanto organizado como OTC) que a valor nominal representó en 1989, 3.8 billones de dólares y para 2008 alcanzó más de 740 billones de dólares, lo que significa casi 12 veces el producto mundial.

Desde el crack bursátil de 1929 existían medidas para evitar la creación de activos financieros que pudieran poner en riesgo al sistema económico, sin embargo, a raíz de las reformas implementadas desde fines de la década de los setentas estas legislaciones se fueron suavizando, la falta de una regulación eficiente que impidiera prácticas especulativas dio paso a la creación y libre flujo de numerosos productos financieros (muchas veces de dudosa procedencia) sin restricción y con poca supervisión.

A pesar de que en vísperas de la crisis financiera de 2008 todavía existían algunas regulaciones financieras, éstas eran muy débiles, sumado a esto, la creación de activos financieros para diversificar el riesgo de inversiones, e incluso la oferta de seguros como los Credit Default Swaps (CDS por sus siglas en inglés) ante posibles pérdidas en operaciones bursátiles fomentaron el incremento de operaciones financieras especulativas.

Aparentemente todo el riesgo estaba cubierto mediante la diversificación a través de estos innovadores productos, sin embargo, el gran número de operaciones financieras existentes, así como los instrumentos para comercializar esos activos dificultaban la tarea de rastrear el origen de estas transacciones, lo cual finalmente hacía menos seguras las operaciones a pesar de contar con cobertura ante la falta de pagos.

Otro elemento a considerar para explicar las causas de la crisis es la concentración del capital, en la esfera productiva este fenómeno se presenta generalmente mediante fusiones y adquisiciones que acaparan pocas empresas

en pocos dueños; en la esfera financiera esto opera de manera similar, sin embargo, no solo existe concentración en los bancos sino también en los mercados, ocasionando que sean pocos los centros financieros más importantes a nivel mundial, y dada la correlación existente en los mercados cualquier falla en alguno de estos afecta de manera importante al resto, Wall Street en Nueva York , La City of London en Inglaterra, la bolsa de Tokio y la de Frankfurt en Alemania los principales mercados financieros internacionales donde convergen la mayoría de transacciones bursátiles realizadas alrededor del planeta.

Además, se mostró que existían deficiencias para medir el riesgo real de los activos financieros comercializados, la tecnología existente en la elaboración de modelos para construir portafolios de inversión y mostrar tendencias en los precios de diversos productos bursátiles fue insuficiente para plasmar de manera clara la burbuja financiera que se avecinaba; finalmente, es conveniente mencionar la escasa regulación vigente al momento de la crisis, y que si bien operan organismos como el Fondo Monetario Internacional, entidades como la Securities and Exchange Commission y hasta ese momento dos tratados de Basilea, ninguno de éstos fue capaz de prever ni contener la crisis.

Refiriéndose a la crisis en Estados Unidos Carlos Marichal (2010:279) argumenta que deben tenerse presente tres elementos que contribuyeron a este desenlace:

- 1) Laxa política monetaria seguida por la Reserva Federal y la expansiva política fiscal instrumentada por el tesoro desde el año 2001.
- 2) Los cambios legales que aceleraron la desregulación e innovación financiera y sus consecuencias prácticas.
- 3) La peculiar y peligrosa dinámica del mercado hipotecario, en particular la forma en que se generó una enorme expansión de los instrumentos de mayor riesgo conocidos como hipotecas *subprime*.

Con respecto al primer punto tocado por Marichal es conveniente comentar que tras las crisis de las puntocom en el año 2000, el gobierno estadounidense mostró gran interés en reactivar la economía, la Reserva Federal redujo las tasas

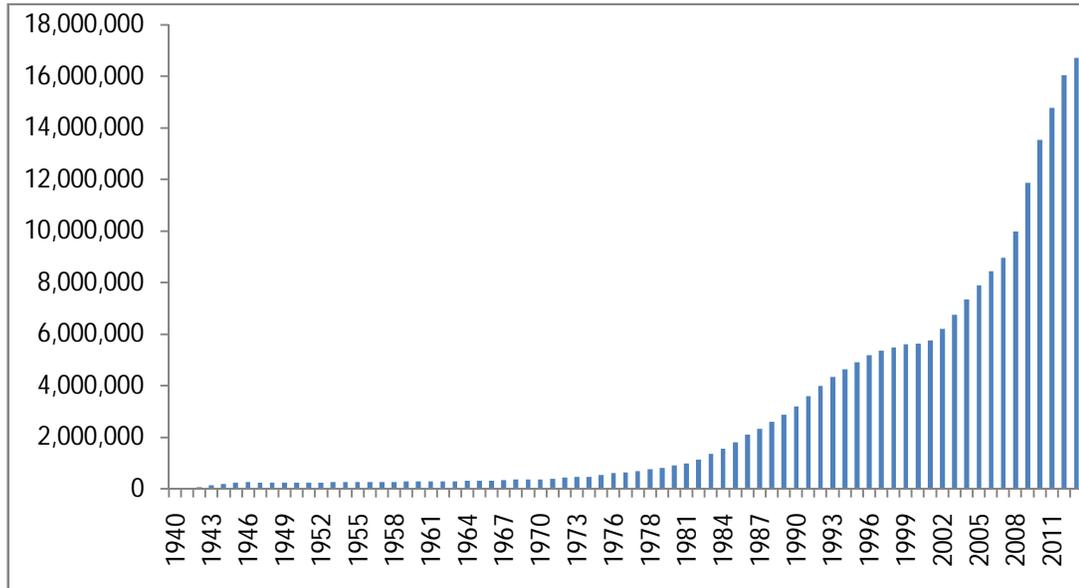
de interés para aumentar la oferta monetaria dentro de la economía y fomentar la inversión.

En relación a la desregulación e innovación financieras ya se ha comentado en párrafos anteriores que la desregulación propició que se salieran de control las operaciones con estos nuevos productos financieros.

El punto medular de la crisis se encuentra en el tercer punto mencionado por Carlos Marichal, para explicar éste es pertinente retroceder el análisis unos cuantos años. Estados Unidos desde periodos anteriores a la crisis de 2008 se encontraba expuesto a grandes déficits tanto en cuenta corriente como de capital, este fenómeno es conocido como *déficits gemelos*. Sin embargo, la cultura de la sociedad estadounidense está acostumbrada a cierto estilo de vida, para hacer esto posible requiere de ciertos recursos que hagan funcionar el engranaje industrial y financiero de esa nación. Los problemas deficitarios imposibilitaban que los ciudadanos estadounidenses tuvieran esos niveles de vida, necesitaban liquidez al interior de su economía, ya que dichos déficits son obligaciones que cumplir por parte del gobierno, pudiendo traer consecuencias directas como recorte al gasto público, incremento de precios, caída en el precio del dólar, desconfianza en los mercados internacionales con respecto a los bonos estadounidenses y posibilidad de recesión en dicho país.

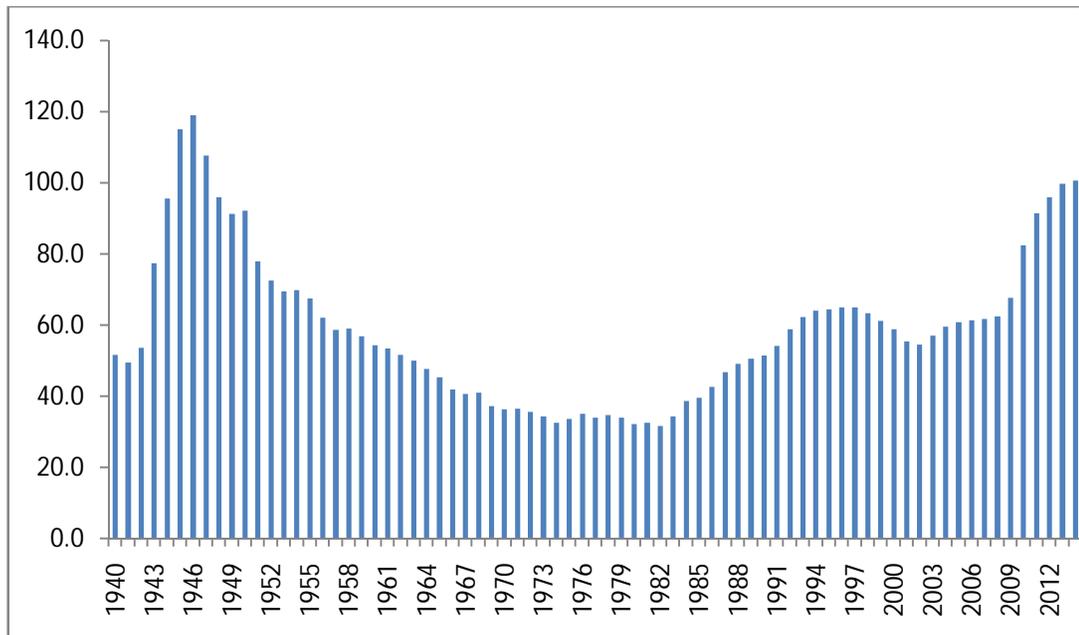
Para fortuna de Estados Unidos, el hecho de poseer la divisa con la cual se efectúan la mayor parte de transacciones a nivel mundial facilitó el ingreso de grandes sumas de dólares a ese país, gracias a la venta de bonos emitidos por la Reserva Federal, diversos países adquirieron numerosos de estos productos lo que estabilizó los déficits que esta nación enfrentaba, sin embargo, su deuda pública se incrementó.

Grafico 7. Deuda pública bruta 1940-2013 EU (millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos de la casa blanca, consultado en <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals/>

Grafico 8. Deuda pública como porcentaje del PIB. EU 1940-2013



Fuente: Elaboración propia con datos de la casa blanca, consultado en <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals/>

Sumado a la deuda pública, la creciente demanda de consumo por los ciudadanos estadounidenses propició un elevado otorgamiento de créditos dentro de esa economía, ya fuera para el consumo, adquisición de autos o casas, el mercado inmobiliario y de la construcción empezó a tener bastante auge durante los años posteriores a la burbuja de las puntocom, los requerimientos para ser candidato a algún préstamo fueron cada vez más flexibles dando oportunidad a estratos sociales marginados la posibilidad de obtener recursos de esta manera, este tipo de créditos eran conocidos como *subprime*, esto quiere decir que existe alto riesgo de que el deudor no cumpla con sus obligaciones de pago, además, gran parte de los créditos eran de tasa variable lo cual significa que al inicio las mensualidades a pagar eran fijas, sin embargo, después de un tiempo de pagado el préstamo las cuotas tenían variaciones, muchas veces relacionadas a las tasas de interés del mercado, lo cual las hizo más volátiles.

En diversos estratos de la sociedad estadounidense las familias cumplían el sueño de adquirir vivienda propia, incluso individuos que bajo otro esquema no hubiesen sido aptos para que se les otorgase un crédito tenían la posibilidad de obtener uno, esto mediante hipotecas de tasa variable (ARM, Adjustable Rate Mortgage, por sus siglas en inglés).

Parecía que había crédito para quien lo solicitara, especialmente en viviendas. Al presentarse gran demanda en las residencias sus precios subieron como la espuma, el pago por las hipotecas era menor al costo “real” que los inmuebles habían alcanzado, aparentemente la sociedad había encontrado el negocio perfecto, los bancos, inversionistas y fondos de cobertura mejor conocidos como *Hedge Funds* también notaron este fenómeno por lo que se interesaron en adquirir títulos hipotecarios. Se crearon mecanismos para obtener grandes beneficios con todo esto; se plantearon procesos e instrumentos financieros para especular con estos productos.

El mecanismo por el cual los grandes bancos de inversión en Wall Street lograron lucrar con las hipotecas fue el siguiente: En primer lugar, a notar un incremento en el precio de las viviendas empezaron a comprar las hipotecas de éstas, algunas eran más riesgosas que otras, realizaron mezcla entre hipotecas de alto y bajo riesgo mediante empaquetamientos, de esta manera el riesgo estaría diversificado, este proceso es conocido como titulización; una vez armados los paquetes mejor conocidos como Collateralised Debt Obligations (CDO'S por sus siglas en inglés) eran vendidos a diversos inversores y fondos de cobertura, dichos activos financieros estaban respaldados y contaban con notas de alto grado de inversión otorgadas por las principales ACR.

Los bancos de inversión notaron un éxito rotundo en este tipo de prácticas, el mercado hipotecario estadounidense parecía estar cubierto, sin embargo, el deseo de ganancia por parte de los agentes financieros no fue saciado; es por esto que al notar la rentabilidad se incentivó el otorgamiento de hipotecas *subprime*, que si bien implicaban un riesgo de impago mayor, los rendimientos también los serían, además, al combinarse con deudas menos riesgosas, al momento de titulizarse serían relativamente más seguros.

Finalmente, al incluir todo tipo de hipotecas en la titulización de deudas, los fondos de inversión crearon tres tipos de paquetes de acuerdo a la combinación de activos en éstos, los primeros con bajo riesgo y seguridad de pago contaban con calificación AAA, los segundos con menor seguridad de pago y nota BBB, Finalmente los más riesgosos pero con rendimientos de hasta diez por ciento anual que prácticamente carecían de calificación; el mecanismo de pago de rendimientos era en forma de cascada donde los primeros inversionistas en recibir sus rendimientos eran los menos riesgosos y los últimos los más inseguros.

Durante el auge de dicho proceso parecía que cualquiera de los paquetes estaba cubierto, ya que al encontrarse los precios de las casas en niveles bastante altos solo era necesario ejecutar hipotecas y con lo obtenido pagar a los inversores, además, los instrumentos financieros que blindaban los títulos ante

posibles impagos despejaban la duda ante posibilidad de impago, era un juego donde no se podía perder.

La gran interrelación existente en ese momento entre el mercado financiero y el inmobiliario era positiva, sin embargo, como menciona Marichal (2010:287), esto era algo inusual ya que generalmente funcionaban en relación inversa.

Sin embargo, como todas las burbujas especulativas, ya sean tulipanes o inmuebles, el “infinito” incremento en los precios reales de éstos llega a su límite, propiciando que la burbuja reviente, en el presente caso de estudio, diversos deudores al no poder hacer frente a los pagos de sus créditos optaron por suspenderlos, los bancos ejecutaron las hipotecas, en un inicio todo funcionó de acuerdo al sistema, sin embargo, con el paso del tiempo incrementó la tasa de morosidad, los bancos debieron realizar más ejecuciones y poner en venta los inmuebles, esto, aunado al hecho de que llegó un punto de inflexión donde la oferta de viviendas superó la demanda empujó el precio de estas a la baja, dejándolas incluso por debajo de sus valores reales y por supuesto un precio menor al valor hipotecario.

Tras lo anterior, los bancos se encontraban en una situación en la cual tenían infinidad de casas con un valor por debajo del que esperaban venderlas, además, tenían en su poder una gran cantidad de títulos basura que nadie deseaba adquirir, al mismo tiempo los individuos que habían adquirido casas las habían perdido a falta de pagos; por último, los inversionistas, quienes esperaban rendimientos de estos productos también se verían afectados ante la falta de pago por sus títulos.

A pesar de que múltiples bancos y fondos de inversión habían reportado pérdidas, las autoridades estadounidenses insistían en que solo era cuestión pasajera. Sin embargo, la serie de caídas continuó.

Carlos Marichal (2010:294-295) menciona lo siguiente:

La mayoría de los funcionarios de la administración Bush no quiso reconocer la gravedad de la crisis por lo menos hasta el segundo semestre de

2007. A mediados del mes de agosto, el secretario del tesoro, Henry Paulson, seguía insistiendo en que los problemas del mercado hipotecario estaban bajo control. No obstante, en el mismo mes, y pese a las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales, hubo caídas simultáneas de las bolsas de valores en Europa y Estados Unidos.

El 20 de septiembre de 2007, Bernanke al fin declaró: “La crisis del mercado *subprime* ha excedido los cálculos más pesimistas”.

Al parecer sus palabras fueron espoleadas por la quiebra de dos de los fondos de inversión más importantes de la firma Bear Stearns.

Las situaciones de impago a inversionistas se fueron dando gradualmente en diversas partes del mundo, el pánico empezó a prevalecer en los mercados financieros, bancos, fondos de inversión y personas fueron a bancarrota después de que inició el desenmascaramiento de la crisis hipotecaria, vale la pena hacer un recuento de fechas importantes que, a lo largo del año 2007 mostraron la verdadera magnitud de la crisis que se avecinaba:

Cuadro 13.- Cronograma de eventos representativos en el inicio de la crisis de 2007

5 de marzo	El banco británico HSBC anuncia que un portafolio con hipotecas <i>subprime</i> mostraba un alto grado de incumplimiento.
22 de junio	Bear Stearns asume un préstamo con colateral de uno de sus <i>Hedge funds</i> , pero no apoya a otro.
30 de julio	IKB anuncia que sus beneficios serán mucho más bajos de lo esperado como resultado de su exposición en hipotecas <i>subprime</i> .
9 de agosto	BNP Paribas deja de calcular los valores de los activos de tres fondos del mercado monetario expuestos en <i>subprime</i> y detiene los reembolsos. El BCE inyecta 95 000 millones de euros para aumentar la liquidez.
17 de agosto	Sachsen LB recibe ayuda de la asociación alemana de bancos de ahorro. La Fed aprueba la reducción de 50 puntos base

	en la tasa de préstamo en la ventanilla de descuento, extiende el término de financiamiento y señala que aceptará un amplio rango de colaterales.
10 de septiembre	Se registra la primera quiebra de una empresa hipotecaria británica: Victoria Mortgage Funding.
14 de septiembre	El BI anuncia que proporcionará liquidez a Northern Rock.
17 de septiembre	Tras un retiro masivo de depósitos, el ministro de finanzas británico anuncia que el gobierno garantizará los depósitos existentes en Northern Rock.
19 de septiembre	El BI anuncia un plan para realizar una serie de subastas a tres meses contra un rango más amplio de colaterales, que incluye hipotecas.
7 de octubre	Citicorp, Merrill Lynch y UBS informan de importantes reducciones en el valor de sus activos.
20 de noviembre	Freddie Mac anuncia pérdidas en el tercer trimestre y manifiesta que está considerando recortar dividendos y obtener un nuevo capital.
10 de diciembre	UBS, el principal banco suizo anuncia medidas para enfrentar problemas de capitalización, después de marcadas reducciones en el valor de sus activos.
12 de diciembre	El BI, la Fed, el BCE, el Banco Nacional Suizo y el Banco de Canadá anuncian medidas para enfrentar las presiones en los mercados de financiamiento a corto plazo. Las acciones tomadas por la Fed incluyen el establecimiento del Servicio de Subastas a Plazo (TAF).
20 de diciembre	Bear Stearns anuncia en el cuarto trimestre reducciones en el valor de sus activos.

Fuente: Girón y Chapoy (2009:225:226)

El gobierno estadounidense, al notar que las cosas empeoraban inició con la aplicación de políticas contracíclicas, tales como bajar la tasa de interés o llenar de liquidez a los bancos para que afrontaran sus pérdidas.

La gravedad de la crisis quedó evidenciada cuando el banco de inversión Lehman Brothers se declaró en quiebra y no fue rescatado por las autoridades estadounidenses, a diferencia de la aseguradora American International Group, Inc. (AIG por sus siglas en inglés), la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios mejor conocida como Freddie Mac y La Asociación Federal Nacional Hipotecaria también llamada Fannie Mae las cuales si obtuvieron planes de rescate. La incertidumbre sobre el futuro de las empresas “demasiado grandes para caer” y la inseguridad de rescate ocasionó pánico generalizado por todo el mundo, salieron a la luz diversos bancos de inversión que estaban ligados a activos tóxicos producto de la titulización, en potencias económicas como Inglaterra, Alemania y Japón las autoridades empezaron a observar dificultades financieras dentro de su territorio, además, dada la interconexión entre las plazas bursátiles y la rapidez de las transacciones se propició la contaminación en los mercados internacionales, en especial los más desarrollados, quedó evidenciada la falta de supervisión de las operaciones financieras riesgosas.

Ante el daño hecho, los bancos centrales alrededor del mundo se coordinaron para aplicar medidas para enfrentar las crisis e inyectar liquidez en la economía, realizar rescates a bancos y fondos de inversión.

Al final de la crisis, innumerables agentes resultaron afectados, fondos de pensión, inversionistas, empresas y familias, donde en más de un caso perdieron todo lo que poseían.

3.2. El desempeño de las ACR durante la crisis de 2007

Durante el período previo a la crisis, las ACR jugaron un papel fundamental en la formación de buena reputación para diversos bancos, fondos de inversión, gobiernos y productos financieros.

Sin embargo, al estallar la burbuja, las ACR mostraron “sorpresa” al observar que a pesar de las buenas notas que habían venido otorgando éstas no reflejaban lo que sucedía, se generó un colapso del mercado bursátil, en especial el ligado al hipotecario, con el tiempo se vería que no solamente este sector se vería afectado por la crisis. Rügemer (2013:207-208):

Deven Sharma, presidente de S&P, declaró tras la última quiebra del sistema: “Nos hemos equivocado de lleno, hemos dado calificaciones demasiado buenas a las titularizaciones de las *subprime*. Pero casi nadie pudo prever el drástico hundimiento del mercado inmobiliario estadounidense [.....]Harold McGraw III, el presidente del consorcio McGraw Hill, que pertenece a S&P, se manifestó en términos similares: “No deja de ser un consuelo menor el que casi ninguno de los agentes del mercado (bancos, agencias de calificación, propietarios de inmuebles, autoridades reguladoras e inversores) previera el desmoronamiento continuo del mercado inmobiliario e hipotecario estadounidense. Si nosotros-y otros hubiéramos previsto esta evolución excepcional, seguro que no hubiéramos otorgado muchas de las calificaciones que otorgamos.

Las ACR eran responsables de otorgar calificaciones favorables a todos los productos e instituciones que participaron en la gestación y desarrollo de la crisis, y lo habían hecho de manera ineficiente, sin embargo, éstas se deslindan al argumentar que lo que emiten es únicamente una opinión con base en la información que tienen, de esta manera no debe tomarse como verdad absoluta y que lo emitido representa la perspectiva de dicha institución; así las ACR logran eludir responsabilidades, no obstante, a partir de los deberes que le otorga la SEC para mantener vigilado los mercados financieros, las ACR eran (y siguen siendo) el mecanismo principal a tomar en cuenta al momento de realizar operaciones en los mercados internacionales, por lo que cualquier declaración que emitan tendrá grandes repercusiones en la economía, así que es moralmente inaceptable el deslindar sus responsabilidades de esa manera, sin embargo, esto último es controversial ya que las ACR podrían también ser tomadas como un mero participante más dentro del mercado como reguladores y con intereses propios, los cuales, tal como se ha mostrado a través del presente trabajo se han dejado ver a través de su trayectoria.

En parte, los productos financieros tóxicos fueron comercializados y operados por fondos de inversión libre, mejor conocidos como *Hedge Funds*, éstos son de alto riesgo y poco regulados ya que las operaciones que realizan no son totalmente transparentes, en general operan en el mercado secundario de valores y no todo el público tiene acceso a este.

Rügemer (2013:76):

Los fondos de alto riesgo son dirigidos por pequeños grupos de gestores, trabajan con un capital social menor que el de los bancos de inversión, corren mayores riesgos, caen en bancarrota con mayor rapidez (y sin consecuencias legales) y pueden “obtener” ganancias mucho mayores. Estos negocios se llevan a cabo sobre todo en las *dark pools* y a través de paraísos fiscales.

Es importante recordar que estos fondos tienen gran participación accionaria dentro de las *Big Three*, tal es el caso de Black Rock, Vanguard, Capital Group y State Street los cuales operaban en mercados altamente especulativos sin ser vigilados adecuadamente, hecho que muestra un claro conflicto de intereses.

A los fondos de cobertura les era conveniente mantener el mercado financiero en funcionamiento ya que esto traía consigo ganancias extraordinarias con la comercialización de los diversos productos estructurados y las totalizaciones, y aun cuando era evidente el riesgo implicado en algunos de estos instrumentos las ACR continuaron emitiendo notas con alto grado de inversión.

Las ACR parecían estar más enfocadas en emitir notas para propiciar el funcionamiento del engranaje financiero vigente en ese momento, y las notas negativas eran emitidas hacia entidades que no aplicaban las medidas necesarias para incursionar en dicho proceso, irónicamente castigando a quienes no contribuían al fortalecimiento de la crisis que se avecinaba.

El momento crítico, donde quedó evidenciada la gran participación que tuvieron las ACR en la crisis fue cuando el banco estadounidense Lehman Brothers se declaró en quiebra durante septiembre de 2008, dicha institución,

semanas previas de mostrar insolvencia recibió notas por parte de las ACR en el que mostraban gran capacidad de pago.

Rügemer (2013:184) argumenta lo siguiente:

En el interrogatorio judicial las agencias admitieron que aún en mayo de 2008 habían dado por buenos los informes de las falsas versiones de los gestores de Lehman. Sin embargo, éstos habían aplicado métodos habituales para manipular los balances (créditos no incluidos en los balances tramitados a través de empresas de propósito especial sitas en paraísos fiscales y demás), métodos conocidos por cualquier empleado del sector financiero desregulado. Pero los analistas no insistieron.

Parecía increíble el hecho de que empresas con casi un siglo de experiencia en la evaluación de riesgos y análisis de informes empresariales fueran engañados con trucos que cualquier experto en contabilidad identificaría fácilmente. Sin embargo, esto es discutible y puede causar controversia, ya que en numerosas ocasiones más allá de ser engañados, tanto a las ACR como a los entes evaluados no les conviene malas notas.

Lamentablemente, las buenas notas permitieron que las deudas adquiridas y títulos emitidos por entidades como Lehman Brothers proliferaran en diversos productos a nivel mundial, además de contar con gran confianza por parte de los inversores.

La seguridad y confianza que brindaban las notas favorables otorgadas por las ACR generaron un ambiente de inversiones rentables y con un nivel adecuado de riesgo, la comercialización de estos productos internacionalmente colocó un abanico de instrumentos financieros en cada mercado financiero y por consecuencia en manos de un sinnúmero de inversionistas de los cuales una gran proporción no imaginaban que en realidad eran activos altamente tóxicos.

Otro factor que generó falsa confianza en los mercados financieros fue la alta calificación crediticia a la aseguradora American International Group (AIG, por sus siglas en inglés) la cual ofrecía con el pago de las respectivas primas seguros ante un incumplimiento de pago por alguna de las partes, estos productos eran

llamados *Credit Default Swaps* (CDS, por sus siglas en inglés). Sin embargo, al desatarse la crisis, ante el cobro de éstos la aseguradora se declaró insolvente para cubrir todas las solicitudes de pago. Para fortuna de esta empresa, recibió apoyo del gobierno estadounidense para evitar la quiebra, suerte con la que no corrió Lehman Brothers.

Epstein y Habbard (2012:21) al referirse a los CDS:

Los diferenciales en los CDS negativamente correlacionados con la escala de rescate recibido después de la crisis. Es decir, cuanto menor fue el precio del aseguramiento a través de los CDS antes de la crisis, mayor fue la ayuda de emergencia después de la crisis.

No únicamente los bancos e instituciones estadounidenses tenían problemas de insolvencia, en Europa los activos tóxicos empezaban a salir a la luz, incluso Rügemer (2013:190) argumenta que la crisis global tuvo su inicio en Alemania durante junio de 2007, con la insolvencia del banco (público-privado) de crédito industrial (IKB por sus siglas en alemán).

Rügemer (2013:190):

En abril de 2007, el Deutsche Bank había vendido derivados de hipotecas estadounidenses a Rhinebridge y RhineInd Funding, dos empresas tapadera sacadas fuera de los balances de IKB (con domicilio fiscal en el paraíso fiscal estadounidense Delaware), poco antes de que estallara la crisis. Y dado que el pequeño IKB no contaba con suficiente capital, fue el propio Deutsche Bank quien le dio los créditos.

Moody's y Fitch habían otorgado a estos derivados las mejores notas. Pasados tres meses, cuando el IKB ya no pudo hacer frente a los créditos del Deutsche Bank, debido a la devaluación de los derivados, este proclamó el estado de crisis y exigió ayuda estatal.

Son innumerables los ejemplos en los cuales queda evidenciada la participación activa por parte de las ACR en este proceso, sin embargo, dada la legislación existente al respecto, estas nunca fueron penalizadas por su participación en la gestación de la crisis. Ante la avalancha de críticas que

llovieron sobre las ACR, éstas argumentaron que lo que expresaban eran solo opiniones y no debían tomarse como verdades. Como ejemplo tómesese a S&P y la nota aclaratoria que coloca al final de cada comunicado que emiten:

Standard & Poor's no garantiza la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad de cualquier información incluyendo las calificaciones, y no es responsable de los errores u omisiones (negligentes o no), independientemente de la causa, o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

Fuente:<http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us/?subSectorCode=39>

Y efectivamente, emitir tales dictámenes es su trabajo, sin embargo, esto a su vez funciona como excusa para explicar notas manipuladas que en realidad funcionan para fines más perversos y que atienden a sus intereses.

3.3. Otorgamiento de calificaciones positivas a naciones con alta fragilidad financiera

El trabajo de las ACR ha sido fundamental en mundialización de la financiarización, gracias a esto los mercados bursátiles se han interconectados con mayor fuerza ocasionando que tanto los beneficios como daños dentro de estos tengan repercusión a escala global, tal es el caso europeo, donde los problemas de las hipotecas subprime gestados en Estados Unidos se transmitieron mediante activos tóxicos comercializados entre ambos mercados.

Sin embargo, a pesar de que existe una gran interconexión entre los mercados, cada región ha tenido sus propios procesos en desarrollos económicos, políticos y sociales, en el caso de unificación europea ha sido una transformación gradual, en la que tras la aplicación de numerosos tratados enfocados a la eliminación de restricciones al comercio y movilidad de los ciudadanos que pertenecen a esta unión, así como el fomento de finanzas públicas sanas y cambios institucionales que garanticen la estabilidad de las naciones y cuyo último fin es la unión y desarrollo de este bloque.

Girón y Solorza (2013:41) hacen referencia a la zona euro de la manera siguiente:

La zona monetaria del euro viene a ser el resultado del laboratorio de políticas y planes de estabilización aplicados independientemente en cada país de Europa desde los años setenta del siglo XX. Tras un largo proceso iniciado a finales de los años cincuenta con la firma del Tratado de Roma, a inicios de los años noventa se conformaron los principios de la Unión Monetaria Europea (UME) con el objetivo de facilitar los intercambios comerciales y potenciar a la Unión Europea (UE) como una zona monetaria frente a las zonas del dólar y del yen.

Con el mismo fin, los países europeos miembros de la Comunidad Económica Europea implementaron políticas de ajuste, perfilaron, aprobaron y siguieron el tratado de Maastricht, por lo cual se podría afirmar que siguieron los pasos necesarios para lograr una integración monetaria y financiera que facilitó a los agentes económicos y financieros la labor de apropiarse las ganancias generadas en la región.

Para complementar la cita anterior y las condiciones (desiguales) bajo las cuales se llevó a cabo la unificación monetaria es pertinente citar a Antonio Sanabria (2012:19):

Las desigualdades fueron notables desde un principio, asentándose en la práctica un modelo asimétrico (hegemónico) liderado por Alemania [.....]Desde un principio, la autoridad germana exigió que la unificación priorizase el estricto control sobre los precios, preocupada, de una parte, por no afectar a la competitividad de su robusto sector exportador y, de otra, evitar que se erosionasen los excedentes de ahorro acumulados por sus bancos [.....]La unión con otras economías más inflacionarias podía perjudicarle al ver perder su credibilidad en materia de política monetaria, mientras que otros quizá se aprovecharían de la fortaleza dada por el marco al área común.

Los países miembros de la Unión Europea no fueron inmunes al estallido de la crisis de 2007, recordemos que el primer brote de la crisis se dio en Alemania con la insolvencia de IKB.

En este apartado se abordará brevemente como los títulos financieros tóxicos (los cuales poseían notas de grado de inversión en momentos previos a la crisis) generaron inestabilidad financiera a nivel internacional incluyendo Europa,

las grandes potencias de ese continente implementaron diversas políticas para enfrentar la falta de liquidez de su sistema financiero.

La magnitud del impacto al entrar la crisis fue mayor en economías desarrolladas, en Europa países como Gran Bretaña, Alemania y Francia se vieron afectados inmediatamente, es por eso que iniciaron un proceso de rescate de diversas entidades con el fin de evitar un contagio en los mercados locales. En el caso del primero Marichal (2010:307-308) argumenta:

Los primeros problemas se vislumbraron en la primavera de 2007, cuando varios bancos mandaron señales de alarma y recibieron un primer apoyo del Banco de Inglaterra [.....]En febrero de 2008, el gobierno británico nacionalizó el banco hipotecario Northern Rock [.....]El primer gran derrumbe británico se produjo el 18 de septiembre de 2008 cuando se anunció la compra de la firma financiera de HBOS por parte del banco británico Lloyds TSB por un monto de 21,800 millones de dólares.

De la misma manera que en Estados Unidos, el gobierno británico intervino con recursos fiscales pero asegurando la estrecha colaboración del banco central, el Banco de Inglaterra [.....]A pesar de ello, algunos de los mayores bancos comerciales británicos siguieron con problemas [.....]Como el Royal Bank of Scotland [.....] que se procedió a su virtual nacionalización.

Los mandatarios europeos, al notar los fuertes efectos que la crisis estaba teniendo en ese territorio optaron por reunirse para coordinar esfuerzos y evitar el colapso no solo de las economías individualmente sino de preservar la estabilidad en la Unión Europea. Los mayores interesados en evitar la insolvencia de las instituciones bancarias eran las potencias de la eurozona, Alemania y Francia.

Marichal (2010:308-309):

El gobierno francés y el Banque de France se comprometieron a proporcionar 320 mil millones de euros de préstamos a los bancos privados con el fin de mantener la actividad crediticia, además de prometer una inyección de 40 mil millones de euros en los grandes bancos comerciales con problemas, como el Société Générale y BNP-Paribas. La canciller alemán Angela Merkel se comprometió a ofrecer 400 mil millones de euros en préstamos puente del banco

central (Bundesbank) a los bancos privados y un monto cercano a los 80 mil millones de euros para inyectar capital a los bancos en situación de insolvencia.

Sin embargo, es importante hacer especial énfasis en los países llamados *PIIGS* (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España, por sus iniciales en inglés), los cuales, gracias a buenas notas emitidas por las ACR lograron incursionar en la *eurozona* (zona de unión monetaria cuya divisa es el euro, no debe tomarse como sinónimo de unión europea ya que esta última está conformada además por países con divisa propia).

Tras el estallido de la crisis los *PIIGS* enfrentaron dos problemas, el primero inherente a los bancos, que al igual que en otros países se presentaron mediante crisis de insolvencia dados los activos tóxicos que circulaban a escala global; en segundo lugar (el problema más serio), la crisis internacional desenmascaró la verdadera situación financiera en la que se encontraban estas naciones. Se puede notar que las ACR tuvieron un papel crucial en la buena nota tanto de activos financieros titulizados como en la deuda soberana de países que en realidad no contaban con la capacidad de pago para cubrir todas sus obligaciones; en ambos casos, las notas otorgadas reflejaban inversiones seguras. Es importante mencionar que tras las consecuencias acarreadas por la crisis en estos países las ACR no recibieron ningún tipo de penalización.

El mayor impacto en los *PIIGS* fueron los altos gastos en inversión para implementar las políticas necesarias tras su ingreso en la eurozona, la gran deuda contraída para el desarrollo de estas economías empezó a ser un problema, y a pesar de la adopción de rígidos ajustes estructurales para fomentar el equilibrio fiscal y hacer más confiables sus bonos soberanos con el fin de obtener liquidez con la finalidad de poder hacer frente a sus obligaciones crediticias, el *downgrade* realizado por las ACR de alguna manera bloqueó este proceso ahuyentando la inversión en estos países dado el riesgo que estas les asociaban, cuando años antes estas mismas ACR fomentaron la emisión de bonos con altas calificaciones, y que permitieron un endeudamiento excesivo por parte de los *PIIGS*.

Si bien cada país que conforma el grupo de los *PIIGS* tiene dificultades para afrontar sus problemas de deuda, son diversas las circunstancias particulares que los llevaron a encontrarse en esa situación; en los párrafos subsecuentes se mencionarán brevemente las adversidades que presentaron estas naciones, sin embargo, no se profundizara demasiado en el tema dado que la crisis europea es un tema bastante amplio y en caso de ahondar en su estudio puede que se pierda de vista el principal objetivo de la presente investigación que es el análisis de las ACR.

Girón y Solorza (2013:44) haciendo referencia al endeudamiento de los PIIGS:

La crisis financiera iniciada en el año 2007 con epicentro en Estados Unidos se propagó a Europa y al resto del mundo y dejó al descubierto problemas estructurales como las deudas soberanas en la periferia europea. Países como Grecia, Irlanda, España, Portugal e Italia habían recurrido al endeudamiento público para emplearlo como motor impulsor del crecimiento, pero la incapacidad de aumentar sus ingresos fiscales los llevó a una situación económica y financiera insostenible.

Con respecto a Grecia, esta nación había tenido un gran desempeño económico con tasas de crecimiento superiores al 4% anual, su ingreso a la Unión Europea le había sido conveniente dado que podía emitir bonos de deuda con gran confianza y que estos eran evaluados positivamente por las ACR, sin embargo, tras el estallido de la crisis en Estados Unidos y su contagio en los mercados internacionales destaparon las irregularidades en el gobierno helénico, donde salieron a flote prácticas de corrupción y manipulación de contabilidad, tal pareciera que este tipo de prácticas no únicamente se daban en la iniciativa privada como Lehman Brothers, sino también a nivel gubernamental; en ambos casos, al darse cuenta de la situación que se avecinaba las ACR procedieron al *Downgrade* inmediato, a pesar de que durante años habían dado visto bueno a los mecanismos de operación de estas entidades .

En Portugal, los problemas de deuda pública también empezaban a generar desconfianza en los mercados, es por esto, que tanto el FMI como el BCE (Banco

Central Europeo) tomaron medidas para estabilizar el déficit público y lograr obtener recursos para el pago de los bonos emitidos, esto incluía la implementación de ajustes de naturaleza diversa:

Girón y Solorza (2013:58) mencionan algunos ajustes realizados en Portugal:

El plan aprobado con la troika prevé reducción de las pensiones por más de 1500 millones de euros, rebaja del período para recibir seguro de desempleo (máximo 18 meses), y congelamiento de salarios y pensiones durante 2012 y 2013.

El caso español es muy similar al estadounidense, la crisis se presentó desde el mercado inmobiliario, esta economía estaba fuertemente apalancada, los consumidores solicitaron diversos créditos para adquirir vivienda mientras que las empresas lo hacían para construcción de bienes inmuebles, sin embargo, al desatarse la crisis en Estados Unidos, la desconfianza en los mercados generó un incremento en las tasas de interés, éstas también aumentaron en el país ibérico, propiciando una contracción del crédito, un alto endeudamiento tanto en ciudadanos como empresas españoles así como un riesgo incrementado en los activos financieros hipotecarios.

En España, los planes de rescate, a través del gobierno de Mariano Rajoy se implementaron más rápidamente que en Grecia. Sin embargo, tras la crisis y aplicación de las medidas contracíclicas, España mantuvo notas favorables, no obstante, en el transcurso del tiempo la crisis de vivienda y desempleo complicaron el panorama económico del país ibérico, hecho que pone en duda el otorgamiento de buenas notas crediticias ya que la implementación y el apego a los lineamientos propuestos por el FMI y diversos organismos internacionales, únicamente garantizaron el pago y estabilización de la deuda por parte de estas naciones, sin tomar en cuenta las consecuencias que esto podría traer consigo.

Girón y Solorza (2013:63), basándose en datos del Banco de España, hacen una semblanza sobre las medidas aplicadas en este país para combatir la crisis:

Ante este escenario de crisis el gobierno español se vio obligado a elevar el gasto público, esto redundó en un aumento de la deuda soberana a 74.3 % del PIB en 2010, y la presión de la Unión Europea no se hizo esperar: se reflejó un plan de ajuste que comprometió a España a reducir el gasto público en 0.5% del PIB en 2010 (5 mme) y continuar haciéndolo en los años siguientes hasta alcanzar 2.6% del PIB en 2013. Para tratar de lograr este objetivo el Estado español recortó el gasto corriente en 15%, las inversiones en 13%, otros gastos y transferencias en 33%, redujo la oferta de empleo en 4% y los salarios de los empleados públicos.

Como ocurrió con Grecia y Portugal, las medidas adoptadas no restablecieron la confianza en los mercados, la agencia calificadora Standard & Poor's rebajó la nota de la deuda soberana española de AA+ a AA con perspectiva negativa por tener dudas sobre el incumplimiento del pacto de estabilidad y crecimiento acordado por los países de la eurozona de reducir el déficit a 3% del PIB para 2013. El gobierno español llevó a cabo las reformas estructurales en el tema laboral, consolidó el plan de austeridad 2010-2013 y permitió la inversión privada en los bancos de ahorro a fin de complementar los procesos de fusión y reestructuración iniciados en 2009 con la aprobación del Real Decreto Ley 2009º Ley FROB.

El origen de la crisis en Irlanda es muy bien resumido por Girón y Solorza (2013:65), quienes hacen referencia a la similitud existente entre esta y la generada en Estados Unidos:

La crisis irlandesa, que detonó por cuatro causales profundos: a) la burbuja inmobiliaria seguida de una crisis bancaria originada por los problemas de cartera en el sector financiero como consecuencia de los créditos otorgados a prestatarios con dudosa capacidad de pago; b) la gran ola de flujos de dinero barato proveniente principalmente de Reino Unido, Francia y Alemania, grandes exportadores de capital hacia la periferia de la eurozona; c) las prácticas del gobierno corporativo, y d) la "imprudencia regulatoria", que permite la entrada y salida de capitales sin restricciones.

Finalmente, en Italia, la deuda pública empezó a tener un incremento en sus primas de riesgo, por lo que el FMI y el BCE tomaron cartas en el asunto y procedieron a la elaboración de planes de ajustes, que al igual que en los otros cuatro países se enfocaban en saneamiento de su déficit público y generar las condiciones propicias para el cumplimiento de sus obligaciones crediticias.

Fueron diversos los ajustes implementados por las autoridades monetarias para evitar un mayor colapso del sistema financiero europeo, estos consistían en reducción del gasto público, privatización de empresas, ampliación de la edad de jubilación así como un menor gasto social:

Generalmente las reformas realizadas tuvieron repercusión en cuestiones sociales principalmente, Girón y Solorza (2013:52) refiriéndose al impacto generado de los ajustes realizados en Grecia (no fue distinto en los otros países) mencionan lo siguiente:

Las medidas para lograrlos tienen un alto impacto social pues se sustentan en mayores tasas del IVA, gravámenes al alcohol, tabaco y gasolina; congelamiento de salarios y pensiones y, por supuesto, menor gasto social; privatización de empresas estatales, contracción de la inversión pública; modificaciones al marco jurídico, supervisión de la administración pública para la rendición de cuentas, mayor transparencia y mantener la solvencia y la liquidez necesarias para que el sistema financiero griego se establezca para recobrar así la confianza de los inversores mediante la red de protección y establecimiento del Fondo de Estabilidad Financiera (FSF) que contribuya a restablecer el acceso a los mercados de crédito internacionales.

Es importante mencionar lo que menciona Antonio Sanabria (2012:24) sobre los rescates efectuados en la eurozona (pone el ejemplo griego):

Los programas de ajuste exigidos para el "rescate" agravaron el problema de deuda sin recuperar el ansiado crecimiento...los problemas de liquidez, han venido derivados de la peculiar arquitectura de la EZ, donde los estados participantes emiten deuda en una moneda que no controlan. Cuando un inversor decide irse de un país, vende sus títulos de deuda soberana, la moneda se deprecia pero la liquidez permanece (otros inversores la compran). En el caso del euro esto no sucede necesariamente. Los inversores pueden vender deuda griega pero mantenerse en euros (supongamos que para comprar deuda alemana). La cotización del euro no se altera pero la liquidez se va de Grecia (Hacia Alemania en este supuesto). Suben los intereses, la economía pierde liquidez, lo que aumenta el riesgo de impago, que se traduce en mayores ventas de bonos, suben los intereses y así sucesivamente.

Por su parte, Xabier Arrizabalo (2011:11), argumenta que en España las reformas no fueron distintas:

Para el caso español, por ejemplo, es cuando el Presidente del gobierno es llamado a capítulo a Bruselas- en donde está presente el FMI-, de donde vuela con un paquete que incluye tres grandes componentes: a) una contrarreforma laboral que profundiza la desreglamentación y abona el terreno para más precariedad; b) un ataque a las pensiones públicas que modifique los años para el cómputo de su monto y aplase la edad de jubilación supondrá un recorte de casi 20%, cuando se complete su imposición, y c) un cuestionamiento del marco general de la negociación colectiva que pretende impugnar todo el *statu quo* en materia de convenios, abriendo la puerta a mecanismos de establecimiento de las condiciones laborales cada vez más individualizado y renegociable a la baja.

Si bien se habían presentado excesos y corrupción en estos países, los planes de estabilización propuestos por las autoridades monetarias mostraban cierto corte, la situación de crisis financiera en un país lo orilla a tomar medidas “desesperadas” con el fin de obtener inyecciones de liquidez que le permitan reactivar su economía, es el momento perfecto para que exista poca oposición e incluso se obligue a estas naciones a implementar medidas monetaristas que se han analizado en capítulos anteriores.

Todo se convirtió en un círculo vicioso para este grupo de países, ya que a pesar de implementar las medidas de estabilización propuestas por las autoridades monetarias sus notas crediticias continuaban a la baja, fomentando mayores reformas estructurales y rigidez en sus evaluadores.

Otro elemento que complicó el escenario para los *PIIGS* fue el hecho de tener una moneda común con los demás países integrantes de la eurozona, esto significa que no podían realizar procesos devaluatorios con el fin de fortalecer su mercado interno mediante medidas en el ámbito del comercio exterior. Además, las grandes asimetrías entre el mercado, condiciones sociales y tecnológicas en España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal con respecto Francia y Alemania resultaban evidentes, sumado a las condiciones preponderantes en las primeras hacía prácticamente imposible que en unos cuantos años estuvieran a la par,

definitivamente Francia y Alemania permitieron que se llevaran a cabo prácticas riesgosas por parte de esos países, y de la mano de las ACR legitimaron ese proceso.

Bajo otras circunstancias a Francia y Alemania les hubiera sido indiferente la situación preponderante en esos países, sin embargo, dada la interconexión existente en la unión europea, y sobre todo el vínculo monetario en la eurozona, inestabilidad económica en sus miembros afectaría la confianza en dichos territorios.

Es interesante observar la evolución de las notas otorgadas por las *Big Three* a los países *GIIPS* ya que se puede observar el downgrade progresivo a partir del estallido de la crisis financiera en Estados Unidos

El periódico británico *Financial Times* posee en su sitio web un mapa interactivo sobre la evolución de las notas sobre bonos soberanos, este incluye datos de 2007 al 2011, en términos absolutos muestra la calificación otorgada al principio de cada respectivo año por parte de las principales ACR, los datos arrojados para este período son los siguientes:

Cuadro 14. Notas otorgadas por las Big Three a los bonos soberanos emitidos por los GIIPS

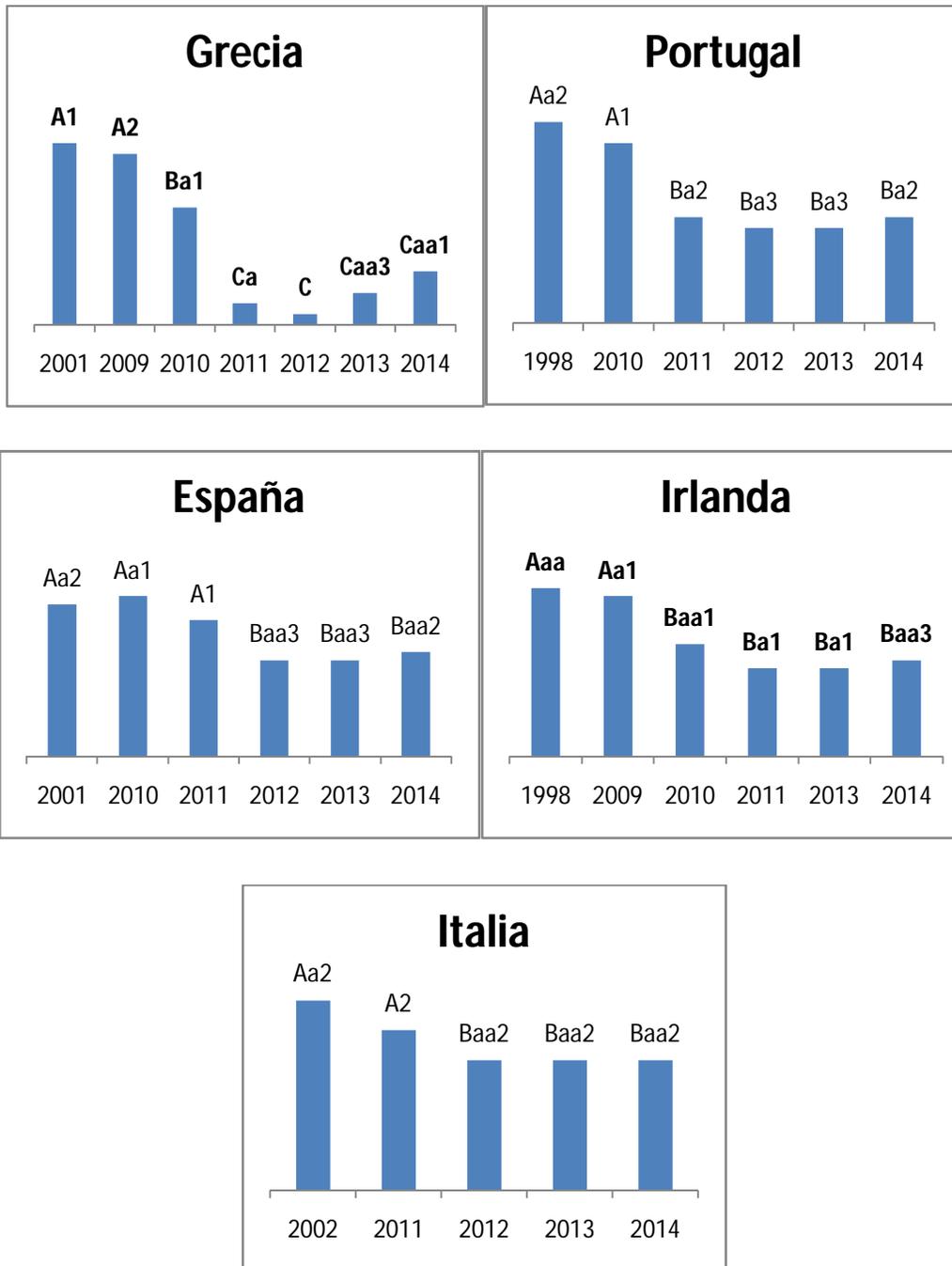
País	Año	Moody's	S&P	Fitch
España	2011	Aa1	AA	AA+
	2010	Aaa	AA+	AAA
	2009	Aaa	AAA	AAA
	2008	Aaa	AAA	AAA
	2007	Aaa	AAA	AAA
Portugal	2011	A1	A-	A+
	2010	Aa2	A+	AA
	2009	Aa2	AA-	AA
	2008	Aa2	AA-	AA
	2007	Aa2	AA-	AA

Irlanda	2011	Baa1	A	BBB+
	2010	Aa1	AA	AA-
	2009	Aaa	AAA	AAA
	2008	Aaa	AAA	AAA
	2007	Aaa	AAA	AAA
Italia	2011	Aaa2	A+	AA-
	2010	Aaa2	A+	AA-
	2009	Aaa2	A+	AA-
	2008	Aaa2	A+	AA-
	2007	Aaa2	A+	AA-
Grecia	2011	Ba1	BB+	BBB-
	2010	A2	BBB+	BBB+
	2009	A1	A	A
	2008	A1	A	A
	2007	A1	A	A

Fuente: elaboración propia con datos de <http://blogs.ft.com/money-supply/2011/04/06/redrawing-the-ratings-map/>

Tal como se observa en el cuadro 14 las ACR, a pesar de tener nomenclaturas distintas prácticamente otorgan grados de inversión equivalentes en sus reportes. Visto esto, se procederá a mostrar en base a los datos publicados por Moody's (si se consultan los datos de S&P o Fitch, el lector observará que son muy similares) una serie que muestra claramente el proceso de *Downgrade* de los PIIGS.

Gráfico 9. Evolución notas crediticias en años seleccionados en bonos soberanos emitidos por Moody's de los PIIGS



Fuente: Elaboración propia con datos del sitio web de Moody's, consultado en <https://www.moody.com>

Como se puede constatar, en los gráficos anteriores, Grecia fue el miembro de los PIIGS más golpeado tras la crisis, sufrió una baja en su evaluación de manera importante, donde en un par de años pasó de tener una nota con alto grado de inversión en 2010 hasta tener la peor calificación otorgada por la ACR en 2012, la cual ubicó los bonos de este país como “basura”.

El Downgrade en las notas de bonos soberanos griegos se vio intensificado no solo por las limitantes existentes por ser parte de la zona euro, la incapacidad de la Comisión Europea por hacer frente a la crisis y la ineficiencia del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, sino también a la posterior propuesta de diversas reformas estructurales y reajustes de la deuda en el país helénico sugeridos en su mayoría por el FMI. Tras el gran endeudamiento presentado por ésta nación, se implementaron planes de ajuste graduales que le permitieron hacer frente a sus obligaciones financieras a costa de ceder soberanía y diversos derechos laborales y sociales.

Girón y Solorza en base al FMI, el gobierno de Grecia y el banco de Grecia (2013:53) afirman lo siguiente:

El segundo trimestre de 2010 Grecia logró disminuir su déficit fiscal en 40%, colocar bonos (a seis meses a tasas por debajo de 5%) en los mercados financieros por 2795 millones de euros (me), y recibió ayuda de la Unión Europea y del FMI por 11500 me.

Sin embargo, esta inyección de liquidez fue insuficiente, el gobierno central debía ingresar a sus arcas 5 mme adicionales para cumplir el objetivo de reducir su déficit de 9.4% en 2009 a 7.4% del PIB en 2011, así que de nuevo recortó gastos en sueldos y pensiones hasta en 25%. Empequeñeciendo al sector público y empobreciendo drásticamente a la población, que reaccionó con una serie de huelgas.

En 2011 el ambiente económico, político y social de Grecia se deteriora aún más. Eurostat (oficina estadística de la Unión Europea) Sitúa el déficit fiscal en 10.5%, cifra muy por arriba del objetivo fijado del 7.6%; el gobierno logra colocar bonos por 17 510 me a tasa menores de 5% pero a plazos de tres y seis meses, la

calificación de la deuda soberana es rebajada en diversas ocasiones por las agencias calificadoras Fitch, Standard & Poor's y Moody's hasta colocarla en las ccc las dos primeras y Caa1 la tercera, lo cual significa que los bonos griegos son considerados bonos basura y el país está a un paso de caer en impago; la fuga de capitales se agudiza (fuga equivalente al 120% del PIB), inicia el proceso de privatizaciones, el Parlamento aprueba el impuesto sobre la propiedad inmobiliaria, la tasa de desempleo se dispara por el despido masivo de los trabajadores de empresas públicas, las huelgas continúan y 13% de la población no tiene ingreso alguno.

Tal como en otros casos, el *Downgrade* de Grecia generó un círculo vicioso en el cual tras las bajas notas se incrementó la tasa de interés para solicitar préstamos, ocasionando la implementación de diversas reformas estructurales que más que desarrollar el mercado interno pugnaban por obtener recursos para pagar deudas. No fue hasta aplicadas las reformas "necesarias" que sus notas mejoraron.

Éste ciclo afectó a países de la zona Euro dado que no cuentan con independencia en cuanto a medidas a tomar en éste tipo de situaciones dadas las condiciones de la unión.

Un caso que se puede contrastar en dicha situación es el argentino, que tras la crisis sufrida en 1997 generó devaluación de su moneda (Grecia y los PIIGS no pueden), recibió baja en sus calificaciones generando fuga de capitales, sin embargo, esto le ayudó a fortalecer su mercado interno. Éste hecho pone en entredicho si en realidad las notas crediticias favorables son en realidad lo mejor para un país, dada la globalización es necesario comerciar con diversos países, sin embargo, tiene poco sentido si no se cuenta con un mercado interno fuerte.

En cuanto a rebajas de notas crediticias, el caso portugués, español, Irlandés e italiano no fueron tan drásticos como el griego, ya que a pesar de que también sufrieron ajustes estructurales en sus economías los motivos que propiciaron crisis en estos países fueron diversos, además, los planes de recuperación se implementaron más fácilmente en estas naciones, tal como se escribió en párrafos anteriores las medidas tomadas fueron de diversa magnitud

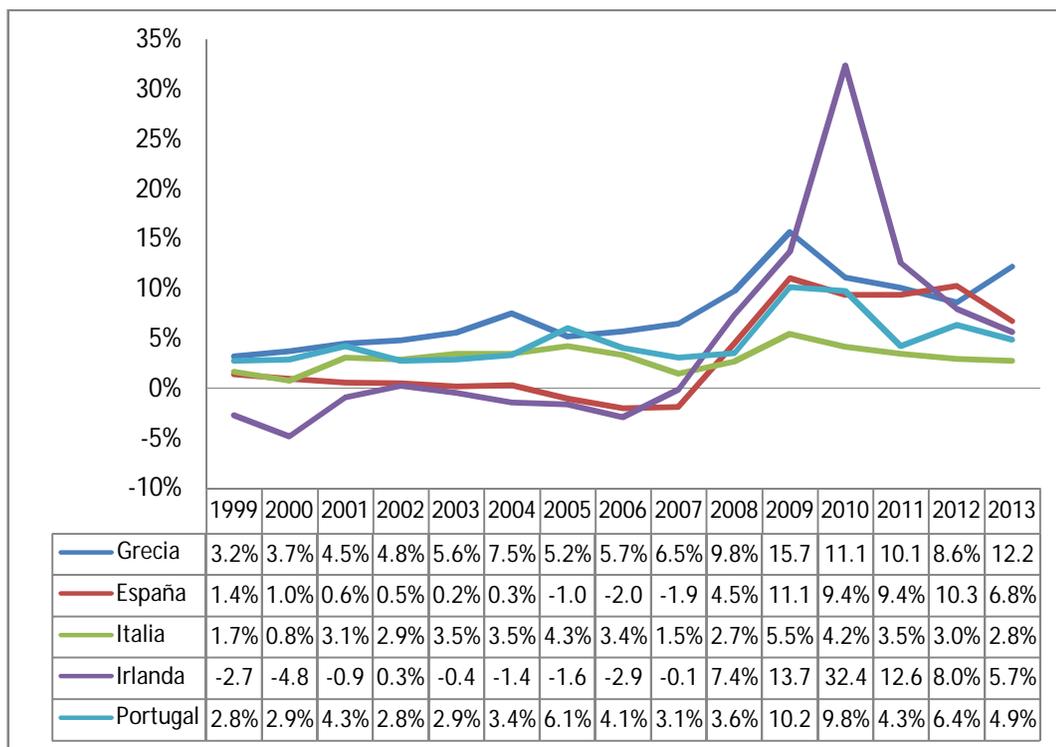
en cada uno de estos países, es por esto que en el resto de los PIIGS las notas no se degradaron en la misma medida que en Grecia.

Además de lo anterior, vale la pena mencionar que los PIIGS no cubrían estrictamente con las condiciones necesarias estipuladas originalmente en el pacto de estabilidad y crecimiento (PEC), cuya finalidad es mantener unidad económica y monetaria de la Unión europea; dichas medidas se encuentran plasmadas en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Según la Unión Europea (2010:280), el déficit público de los países miembro de la zona euro no podrá ser mayor al 3% de su PIB, mientras que la deuda pública no podrá exceder el 60% del mismo indicador. En caso de no cumplir con dichos parámetros, los infractores serían penalizados de acuerdo a la ley.

Dichos parámetros también serían tomados en cuenta al momento de ingresar a dicha unidad monetaria, sin embargo, como se observará en los siguientes gráficos, algunos miembros de los PIIGS no mostraron disciplina en dichas condiciones desde el nacimiento del euro.

Si bien existía cierta indisciplina por parte de algunos miembros de los PIIGS, fue en el estallido de la crisis que les fue más complicado cumplir con dichas condiciones.

Gráfico 10. Evolución del déficit público como porcentaje del PIB de los PIIGS (1999-2013)



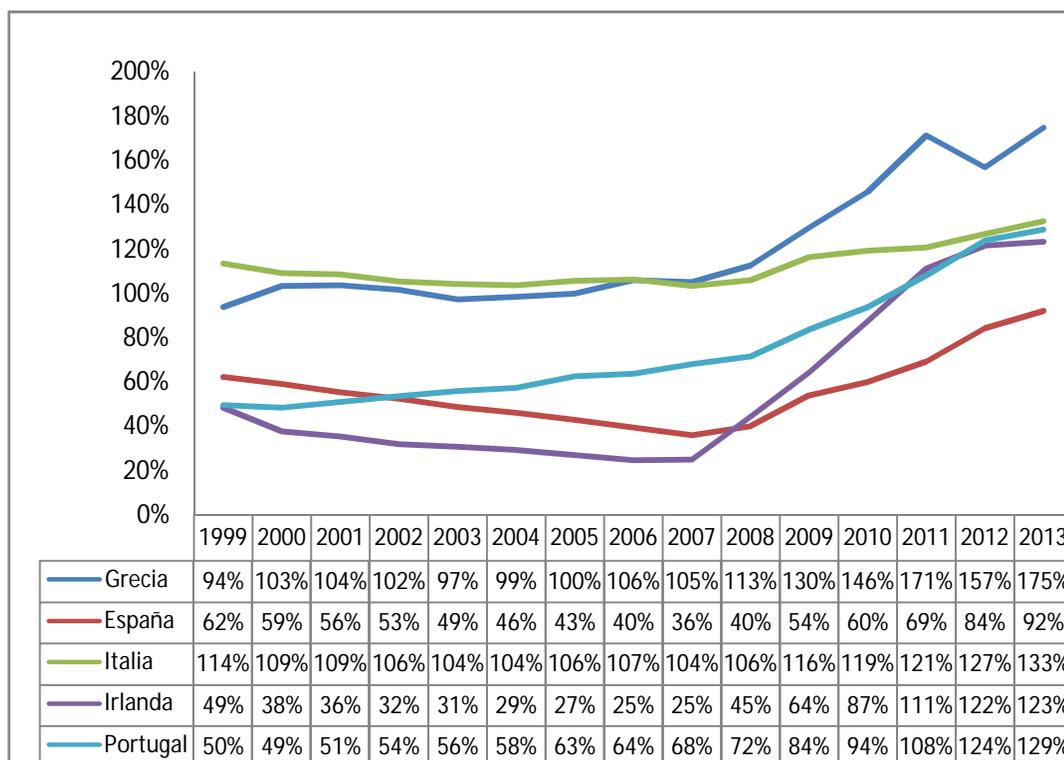
Fuente: Elaboración propia con datos del sitio web de trading economics, consultado en <http://www.tradingeconomics.com/>

Con respecto a mantener un déficit público límite del 3% con respecto al PIB, se puede observar, que en sus inicios la mayoría de estas naciones cumplía relativamente con dicho parámetro, algunos manteniendo incluso tasas bastante inferiores a dicho porcentaje. Sin embargo, desde entonces se puede notar que Grecia no ha cumplido con dicha medida en ningún momento, hecho que muestra su debilidad para ajustar sus presupuestos, que ante la crisis se agravó.

A partir de la crisis, los PIIGS elevaron considerablemente su déficit público, alcanzando tasas de hasta el 32.4% en Irlanda, mermando las condiciones económicas dentro de esas naciones y trayendo consigo inestabilidad para toda la zona euro.

Sin embargo, también se observa que existen naciones muy disciplinadas en este rubro, tal es el caso de Italia, la cual presentó oscilaciones menores con respecto al resto en dicho porcentaje.

Gráfico 11. Evolución de la deuda pública como porcentaje del PIB de los PIIGS (1999-2013)



Fuente: Elaboración propia con datos del sitio web de trading economics, consultado en <http://www.tradingeconomics.com/>

Con respecto al gráfico 12, se puede observar que también exceden los parámetros acordados; e igualmente Grecia resalta del grupo al no cumplir las disposiciones en ningún momento. En este caso también existe relativa disciplina por parte de miembros como España e Irlanda. Empero, al igual que el déficit, tras la crisis mundial el endeudamiento se agravó, trayendo consigo inestabilidad y falta de confianza en dichos territorios, poniendo en entredicho el proyecto europeo.

Como se observó en el presente capítulo, el papel de las ACR en la gestación de la crisis de 2007 fue importante ya que éstas otorgaron notas crediticias favorables a productos financieros, empresa y naciones, esta situación propició operaciones especulativas en los mercados internacionales implicando mayor riesgo en los posibles resultados obtenidos. El proceso de globalización y la interconexión de mercados que ésta implica ocasionaron el contagio de la crisis a nivel internacional, y dada la participación de las ACR globalmente las buenas notas eran otorgadas y coordinadas en prácticamente todo el planeta. En casos como Lehman Brothers o los PIIGS se evidencia que el hecho de obtener una buena nota crediticia no es sinónimo de estabilidad económica, sino que en realidad tal como lo menciona la definición nuestra la capacidad de hacer frente a las obligaciones financieras por parte de los países, no obstante, al centrarse únicamente en la capacidad de pago y financiamiento de estos países, en el proceso se genera una pérdida de soberanía de las naciones, así como vulnerabilidades estructurales en cuestiones laborales y de seguridad social. Y, tras las consecuencias obtenidas con la crisis y la contradicción de las notas otorgadas y la realidad, las ACR no asumen ninguna responsabilidad y mucho menos son procesadas legalmente.

CONCLUSIONES

Hemos revisado diversos elementos para demostrar el papel preponderante que han tenido las agencias calificadoras en el proceso de financiarización de la economía, y que su labor, más allá de simplemente evaluar gobiernos, empresas y productos financieros se ha extendido a legitimar las políticas implementadas para abrir paso al proceso antes mencionado.

Dado el abanico de variables que las ACR evalúan, el área de impacto de sus resoluciones es amplio, ya que como se mostró a lo largo del trabajo, éstas se encuentran inmiscuidas en los planos, geográficos, económicos, políticos y sociales, lo anterior trae como consecuencia que el grado de las notas emitidas por tales empresas repercute en esas variables, dicho impacto compete a todos los grados de la sociedad, he allí la importancia y peligrosidad de la información que manipulan.

A pesar de que en un inicio, la intención de la ACR era generar pronósticos de manera más acertada al momento de realizar una inversión, con el tiempo, y dadas las necesidades principalmente del mercado estadounidense, su labor fue tomando mayores atribuciones, convirtiéndose gradualmente en empresas imprescindibles en el desarrollo económico mundial, pasando de ser meros evaluadores a vacas sagradas, cuya última palabra era verdad innegable, y en caso de ser contradicha, los resultados podrían ser fatales.

El proceso que se ha analizado en el presente trabajo ha mostrado que las ACR no operan en lo individual, sino que se encuentran coludidas con diversos gobiernos, empresas e instituciones internacionales y, que de la mano se dan a la tarea de implementar las políticas y reformas necesarias para dar preponderancia al capital financiero sin importar las consecuencias que esto traiga consigo, incluidas pobreza, crisis, desempleo.

La influencia que han ganado las ACR, se consolidó tras desequilibrios económicos gestados durante la década de los setentas del siglo XX, siendo la implementación del modelo monetarista lo que generó las circunstancias

adecuadas para que las ACR ampliaran su terreno de acción, y con la ayuda del gobierno estadounidense, el FMI y el BM fueron las elegidas para evaluar el sistema económico mundial, sumado a la revolución tecnológica gestada en esa época resultó más fácil ampliar su cobertura globalmente.

El papel que tuvieron las ACR en la transición de una economía basada en la producción, a una basada mayormente en las finanzas fue importante, pues legitimaron un proceso que trae como consecuencia grandes tasas de desempleo, porque los capitalistas, con tal de obtener mayores ganancias a menor riesgo, optan por colocar sus recursos en los mercados financieros dado que de esta manera incrementan su tasa de ganancia. Es por esto que les concierne tanto la tasa de inflación, ya que si esta se incrementa, el valor de sus activos disminuye; es la razón por la cual desean mantener estable ese indicador a cualquier costo, sin importar las consecuencias sociales, económicas, ambientales o de cualquier índole.

También se ha mostrado que parece no existir competencia empresarial entre las Big Three, sirviendo prácticamente a los mismos intereses y compartiendo accionistas en común, además, dada la extensa red que el capitalismo contemporáneo trae consigo terminan interconectadas en diversos puntos, y su labor consiste en mantener la hegemonía de aquellos puntos de interconexión.

Es muy poco probable que los dueños de estas agencias en su fundación se imaginaran el poder que estas empresas llegarían a tener, sin embargo, actualmente poseen más influencia que grandes consorcios y gobiernos en el mundo, lo que trae consigo que estos últimos se vean forzados a implementar las propuestas de tales entidades y dejando más en claro que el poder que prevalece en el mundo es el del capital financiero, dejando por mucho al capital productivo, la soberanía de los Estados y la protección a los individuos.

Lo analizado en el último capítulo del presente trabajo, pone en tela de juicio las notas otorgadas por las ACR, ya que en más de una ocasión, tales

entidades evalúan de manera ineficiente con la finalidad de promover reformas estructurales, dar legitimidad a gobiernos, empresas, especular con activos riesgosos o simplemente expandir su mercado. Sin embargo, tales evaluaciones traen daños colaterales, y tal como se ha visto con los *PIIGS* y la crisis de las hipotecas subprime las consecuencias son catastróficas para la economía y la sociedad, y no siendo suficiente, tras un proceso de inestabilidad económica, las ACR continúan manipulando las notas con la finalidad de obtener resultados que beneficien sus intereses.

A pesar de que ha existido inconformidad y denuncias con respecto a la forma de operar de las ACR, se ha hecho poco al respecto, se han implementado acuerdos de Basilea o tratado de reforzar la regulación financiera, sin embargo, tal como lo han demostrado las crisis recientes, tales medidas son insuficientes, y el mercado financiero se encuentra en constante lucha por mantenerse desregulado.

Actualmente existen proyectos alternativos para evaluar el riesgo país, tal es el caso del proyecto wikiratings, una agencia independiente y sin fines de lucro, la cual tiene su propio mecanismo para medir tal indicador de manera independiente para mostrar una visión más objetiva de los mercados. Otro caso es el de la agencia calificadora china *Dagong Global Credit Rating*, la cual funciona desde el año 2009, y que hace críticas bastante duras a la colusión y corrupción preponderante entre las *Big Three*, el FMI, el BM y todo su círculo.

A pesar de los esfuerzos por crear mecanismos y ACR más eficientes y comprometidas con la verdad, teniendo como principal objetivo cumplir con el verdadero espíritu de dichos entes, que es la evaluación del riesgo para hacer más eficientes las decisiones de inversión, el poder de las *Big Three* es tan grande que para ponerlas en jaque es necesario confrontar el sistema económico y político mundial, es por lo anterior que se considera que la mejor manera para disminuir el poder que tales empresas tienen es necesario aplicar medidas estrictas con respecto a los conflictos de interés que poseen, ya que la mayor parte de su poder emana de allí, y es realmente una labor titánica enfrentar un

monstruo de tal magnitud y poder dado que esto significa cambiar en su totalidad el paradigma del mundo económico como lo conocemos, tal como sucedió con su ascensión al poder.

BIBLIOGRAFÍA

Arizabaló, Xabier. *Capitalismo y economía mundial*. Madrid: Instituto Marxista de economía; La Universidad de Arte y Ciencias Sociales; La Universidad de Concepción, 2014.

Arizabaló, Xabier. *Crisis y ajuste en la economía mundial. Implicaciones y significado de las políticas del FMI-BM*. Madrid: Síntesis, 1997.

Arizabaló, Xabier. «Deuda, recortes y democracia en la Unión Europea.» *Momento económico*, 2011: 8-13.

Boixadós, Ángel. *Los reyes de las finanzas: Claves y protagonistas de la crisis financiera internacional*. Madrid: La esfera de los libros, S.L., 2013.

Bonás, Arianna, Marta Llanes Mateu, Idoya Usón Catalán, y Noa Veiga Fernández. *Riesgo de crédito, amenaza u oportunidad, (Análisis e implementación de los credit default swaps)*. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra, 2007.

Clune, Michael W. «Monetarismo versus keynesianismo ¿Cómo llegamos a ser neoliberales?» *Literal (Estados Unidos)*, 2013: 9-13.

Costante, Lilliana Beatriz. «De qué hablamos cuando hablamos de Estado de bienestar.» *Lecciones y ensayos*, 2005: 133-167.

Crawford, Corinne. «The Repeal of the Glass-Steagall Act and the current financial crisis.» *Journal of Business & Economics Research*, 2011: 128-129.

Dans Rodríguez, Noemi. «El Riesgo País en la Inversión Extranjera Directa: Concepto y Modalidades de Riesgo.» Madrid, 2012.

Díaz, Sebastian, Alicia Gallego Checa, y Neus Pallicera Sala. *Riesgo país en mercados emergentes*. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra, 2008.

Epstein, Gerald, y Pierre Habbard. «Especulación y Soberanía: una interacción insidiosa.» *Ola financiera*, 2012: 1-45.

Esquivel, Roberto Soto. *Especulación e innovación financiera (Mercado de derivados y consecuencias macroeconómicas en México)*. Ciudad de México: Miguel Ángel Porrúa, 2010.

Europea, Unión. *Versiones consolidadas del Tratado de la Unión Europea y del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea/ Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea*. Jurídico, Luxemburgo: Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, 2010.

Friedman, Milton. *Moneda y desarrollo económico*. Buenos Aires: El Ateneo, 1979.

Galbraith, John Kenneth. *La Economía del Fraude Inocente*. Barcelona: Crítica, 2004.

Gálvez, Michel, y Fernando Martínez. *¿Qué son las calificaciones corporativas?* Ciudad de México: Actinver, 2012.

Girón, Alicia, y Alma Chapoy. *El derrumbe del sistema financiero internacional*. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México, 2009.

Girón, Alicia, y Marcia Solorza. *Europa, deudas soberanas y financiarización*. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México, 2013.

Harvey, David. *Breve historia del neoliberalismo*. Madrid: Akal, 2007.

Harvey, David. «El “nuevo” imperialismo : acumulación por desposesión.» *The Socialist Register*, 2004: 99-129.

Hobsbawm, Eric John Ernest. *Historia del siglo XX*. Buenos Aires: Crítica, 1998.

Jiménez, Félix. *Keynesianismo, Monetarismo y nueva macroeconomía “Clásica”*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, 1999.

Krugman, Paul, y otros. *La crisis económica mundial*. Ciudad de México: Debate, 2009.

Lapavitsas, Costas. «El capitalismo financiarizado (crisis y expropiación financiera).» En *La crisis de la financiarización*, de Gary A. Dymksi y otros, 33-90. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México, 2011.

López, Alejandro César. «Financiarización, empleo, salarios y endeudamiento de los hogares en México.» En *La globalización del subdesarrollo en el mndo del trabajo*, de Genoveva Roldán y otros, 273-312. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México, 2013.

López, Ignacio. «Sitio web de la revista expansión.» <http://www.expansion.com/diccionario-economico/riesgo-de-tipo-de-interes.html>. <http://www.expansion.com/diccionario-economico/riesgo-de-tipo-de-interes.html> (último acceso: 11 de Noviembre de 2014).

Marichal, Carlos. *Nueva historia de las grandes crisis financieras (una perspectiva global, 1873-2008)*. Ciudad de México: Debate, 2010.

Martín, Antonio Sanabria. «La crisis del euro y la dictadura de los acreedores.» *Momento económico*, 2012: 17-28.

Merchand, Marco Antonio. «El Estado en el proceso de acumulación por desposesión favorece la transnacionalización de la minería de oro y plata en México.» *Paradigma económico*, 2013: 107-141.

Navarro, Vicenç, y Juan Torres López. *Los amos del mundo, las armas del terrorismo financiero*. Barcelona: Espasa, 2012.

Nieto, José Antonio Rojas, y Carlos Morera. «La globalización del capital financiero 1997-2008.» En *La crisis de la financiarización*, de Gary Dymksi y otros, 271-307. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México, 2011.

Papadatos, Demophanes. «Los bancos centrales en el capitalismo contemporáneo: Control de la inflación y crisis financieras.» En *La crisis de la financiarización*, de Gary Dymksi y otros, 205-241. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México, 2011.

Rodríguez, Noemi Dans. «El riesgo país en la inversión extranjera directa: Concepto y modalidades de riesgo.» *Papeles de Europa* (Universidad Complutense de Madrid), 2012: 109-129.

Rojas, José Antonio, y Carlos Morera. «La globalización del capital financiero 1997-2008.» En *La crisis de la financiarización*, de Gary Dymksi y otros, 271-307. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México, 2011.

Rojas, Marco Antonio Merchand. «El Estado en el proceso de acumulación por desposesión favorece la transnacionalización de la minería de oro y plata en México.» *Paradigma económico*, 2013: 107-141.

Rügemer, Werner. *Las agencias de calificación (Una introducción al actual poder del capital)*. Barcelona: Virus editorial, 2013.

Sanabria, Antonio. «La crisis del euro y la dictadura de los acreedores.» *Momento económico*, 2012: 17-28.

Soto, Roberto. *Especulación e innovación financiera (Mercado de derivados y consecuencias macroeconómicas en México)*. Ciudad de México: Miguel Ángel Porrúa, 2010.

Stiglitz, Joseph. *El precio de la desigualdad*. Ciudad de México: Taurus, 2012.

Tagle, Sebastian Díaz, Alicia Gallego Checa, y Neus Pallicera Sala. *Riesgo país en mercados emergentes*. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra, 2008.

Ugarteche, Óscar. *Historia crítica del FMI*. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México, 2010.

Sitios web:

Blog del Financial Times:

<http://blogs.ft.com/money-supply/2011/04/06/redrawing-the-ratings-map/>

Oficina de Estadísticas Laborales de EE.EUU:

<http://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>

Reserva Federal de St. Louis:

http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf

Archivos Nacionales y Administración de Registros de Estados Unidos:

http://www.archives.gov/exhibits/charters/bill_of_rights_transcript.html

Ministerio de comercio de Estados Unidos:

http://www.bea.gov/industry/gdpbyind_data.htm

Sitio web de Citybank:

http://www.citibank.com/spain/consumer/spanish/citigold/pdf/formacion_2012_NOTAS_v02.pdf

Sitio web de la revista Expansión:

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/bono.html>

Sitio web de la revista Expansión:

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/contrato-de-futuro.html>

Sitio web Reeditor:

<http://www.reeditor.com/columna/4833/11/economia/partenariados/publicosprivados/concesiones/el/caso/chileno>

Sitio web de U.S. Securities and Exchange Commission:

<http://www.sec.gov/reportspubs/special-studies/nrsro-summary-report-2012.pdf>

Sitio web de Standard & Poor's:

<http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us/?subSectorCode=39>

Sitio web de U.S. Inflation Calculator:

<http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/>

Sitio web de la casa blanca:

<http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals/>

Sitio web de la casa blanca:

<http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals/>

Sitio web de Yahoo finanzas:

<https://es.finance.yahoo.com/q/mh?s=MCO>

Sitio web de Yahoo finanzas:

<https://es.finance.yahoo.com/q/mh?s=MHFI%2C+&q|1>

Sitio web de Fitch Ratings:

https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_In=5&detail_In=500

Sitio web de Fitch Ratings:

https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_In=5&detail_In=500

Sitio web de Fitch Ratings:

https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_In=5&detail_In=500

Sitio web de Berkshire Hathaway:

<http://www.berkshirehathaway.com/2013ar/2013ar.pdf>

Sitio web de Fitch Ratings:

https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_In=5&detail_In=500

Sitio web de Standard & Poor's:

https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsI_code=LIME

Sitio web de Moody's:

<https://www.moody's.com>

Sitio web de Moody's:

https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004

Sitio web de U.S. Securities and Exchange Commission:

<https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

Sitio web de Trading economics:

<http://www.tradingeconomics.com/>

