

Nadie ignora las dificultades que atraviesa la economía, pero la reducción de la nota parece desmedida. ¿Otro error de la calificadora? Por **Alejandro Banzas**

# ¿Moody's baja la nota?

En los últimos días, la calificadora de riesgo Moody's se sumó al coro de algunos economistas que proyectan más devaluación, agregando al escenario más incertidumbre. Aquí cabría preguntarse cuánto de realidad hay detrás del análisis y cuánto de especulación política. En efecto, la calificadora redujo la nota de deuda de la Argentina debido a la caída de reservas y a la inconsistente política económica. Mediante un comunicado informó que la nueva nota se redujo de Ba3 a Caa1, y los bonos permanecen en grado especulativo. La calificación Caa1 ubica al país entre los mercados más riesgosos de la región junto a Venezuela y Ecuador.

Moody's destacó que las reservas cayeron "desde fines de 2011, desde US\$ 52.700 millones a US\$ 27.500 millones en la actualidad, lo cual aumenta así el riesgo de que la Argentina no cumpla con sus obligaciones de servicio de la deuda en moneda extranjera". Por otra parte, respecto de la negociación con el Club de París, Moody's remarcó que "es poco probable" que mejore sustancialmente los niveles de reservas. "Un acuerdo final con el Club de París, aunque podría conducir a nuevos préstamos bilaterales, tomará meses para su concreción y nosotros esperamos que cualquier nueva financiación bilateral estará limitada en los próximos dos años", sostienen desde la agencia. A decir verdad, no son muy novedosos los argumentos esgrimidos por la calificadora y en líneas generales tampoco es un análisis demasiado profundo.

Al respecto, Gabriel Torres, analista de la calificadora, opinó que pese a la estabilización del mercado cambiario en las últimas semanas, "la actual política cambiaria no es sostenible a largo plazo si se tiene una inflación del 40% anual,

se mantiene el dólar planchado y no existe hoy ninguna opción para fondearse". Además, agregó que "con una inflación del 40% o el 50% anual este dólar no se va a poder mantener, y entonces vendrá otra devaluación y, luego, otra caída de reservas. Hay poco margen de maniobra y un gran riesgo de entrar en una crisis". La agencia estimó que "el Gobierno enfrenta pagos de la deuda en dólares de más de US\$ 20.000 millones entre 2014 y 2015". Sin embargo, "la Argentina no tiene opciones de financiamiento externo que reduzcan su dependencia de las reservas oficiales para pagar la deuda".

## Otra vez sopa

La agencia ha perdido sustantivamente credibilidad en la última década y este informe no es una excepción. Respecto a los pagos de deuda a enfrentar, los mismos son del orden de los US\$ 5.500 millones en el año en curso y de US\$ 8.500 millones el año próximo, bastante lejos de los US\$ 20.000 millones anunciados por la calificadora pretendiendo asustar más de la cuenta.

Nadie pretende ignorar las dificultades que atraviesa la economía: la pérdida de reservas, la fuerte suba de la tasa de interés, el crecimiento de la inflación, las necesidades de financiamiento, ni mucho menos el menor nivel de actividad de la mano de pérdida del poder adquisitivo que tendrán los asalariados y los jubilados. Pero es precisamente la solución adoptada hasta ahora por el Gobierno, parte de la tradicional receta del FMI y de la mayoría del pensamiento que comulga con la propia consultora. Sólo resta esperar el ajuste fiscal vía recorte de subsidios, algo que aún no ha sido instrumentado. Finalmente, el Gobierno también parece dispuesto

a buscar saldar la deuda con el Club de París, algo que siempre fue reclamado por la ortodoxia nacional y que ahora parece -de parte de Moody's- como algo de poca monta a la hora de generar expectativas positivas.

Si bien no es su función, sería interesante conocer las nuevas recetas de la calificadora para recuperar el sendero de crecimiento de la economía nacional. La conducción económica es ampliamente criticable y de hecho lo hice en esta columna cuando creí necesario, pero no sería intelectualmente honesto sino encuadráramos la acción de Moody's dentro de un objetivo de política económica que acompañe a su negocio. Es justo reconocer que todos tienen su historia, la tiene el Gobierno y la tiene la calificadora. En efecto, Moody's es internacional y ha sido parte de la reciente crisis internacional que aún condena a muchos países y cuyo el disparador, entre otros, fue la emisión indiscriminada de títulos de inversión respaldados en hipotecas subprime, que en su momento fueron calificados como triple A por estas mismas calificadoras. Con ello, enviaron una señal al mercado de que estos valores eran casi tan seguros como los bonos del Tesoro de EE.UU. Desde el Banco de Inglaterra, A. Haldane, G. Hoggarth y V. Saporta escribieron que de las 17 crisis financieras recientes, S&P sólo bajó su nota con antelación (lo que hubiera alertado al inversor) cuatro veces y Moody's, sólo una vez. En un documento del Banco de Basilea, C. Borio, C. Furfine y P. Lowe dijeron que los errores de las calificadoras nacieron de su "corto horizonte" al juzgar a un país, de la "atención insuficiente" sobre qué relación hay entre acreedor y deudor y de una postura procíclica. "El riesgo de

un país se sobrestima en recesión y se subestima al invertirse el ciclo económico", sostiene.

Una de las críticas más incisivas que han recibido estas agencias han sido las serias anomalías causadas por la calidad de las calificaciones y la necesidad de un mejor timing a la hora de predecir dificultades. En efecto, esto se pudo percibir claramente durante la crisis de México en 1994, la asiática en 1997, la rusa de 1998, la Argentina en los años 2001-2002 y los problemas de descapitalización de Enron y WorldCom, entre otros episodios.

## El contexto

En síntesis, la baja de la calificación es el resultado de una foto y no de una dinámica. Moody's viene de incrementar la calificación de Grecia con una hipótesis de crecimiento del 0,5% para este año y del 1% para 2015. También mejoró la calificación de España a raíz de un modelo de crecimiento más sostenible, a pesar de un déficit de 7%, una relación deuda/PIB superior a 100% y un sistema bancario aún débil. Es justo entonces preguntarse acerca de si no debería revisarse en algún punto el enfoque a la hora de calificarnos. La Argentina tiene dificultades pero también tiene un marco favorable dado por su bajo endeudamiento externo en relación al PIB, un sistema financiero más sólido que el del 2001, una hipótesis de recesión del 1,5%, pero con ingresos en divisas que contienen un nivel de reservas que disminuye a menor ritmo que el año pasado. Existen materias pendientes como la reducción de la inflación y un menor déficit fiscal, que deben ser encaradas sin dilación, pero la reducción de la nota en este caso suena desmedida. En realidad no hay que preocuparse, estos muchachos se han equivocado bastante.