

## MOODY'S CONFIRMA UNA Aa2 PARA ESPAÑA

---

*José Manuel Rodríguez Carrasco*

**L**a cascada de noticias políticas del comienzo de mayo provocó una serie de perturbaciones en nuestros mercados financieros, acompañadas del rumor de una posible revisión a la baja del "rating" de la deuda en moneda extranjera del Reino de España. La agencia Moody's desmintió rápidamente la especie que había empezado a circular y confirmó que la calificación para España seguía siendo Aa2 para el largo plazo y P-1 para el corto.

¿Qué se encierra detrás de estas letras y por qué Moody's ha decidido tal calificación? El "rating" o calificación no es más que un juicio de valor emitido por una agencia independiente, y en el caso de Moody's de propiedad privada, sobre la voluntad y capacidad de un determinado deudor, en esta ocasión el Reino de España, de reembolsar el principal y los intereses de la deuda que ha sido objeto de calificación, de acuerdo con sus términos y condiciones.<sup>(1)</sup>

Conviene resaltar del párrafo anterior que **1.** la calificación no intenta valorar al emisor, el Reino de España, como tal emisor, sino una deuda concreta: la deuda en moneda extranjera de España a largo plazo. **2.** Al realizar la calificación Moody's no pretende aconsejar una posición compradora o vendedora. **3.** Tampoco intenta realizar una auditoría sobre las cuentas del estado español. No cabe duda, sin embargo, que las calificaciones de las agencias, conocidas también como el quinto poder, tienen una manifiesta influencia sobre los posibles inversores, y son un indicador del nivel de confianza que ofrece el emisor.

¿Cuál es el significado de la combinación de letras? En el cuadro núm. 1 aparecen los diferentes significados que otorga Moody's para sus siglas. Como se puede observar la deuda de España está en la tercera categoría de su clase, y en términos verbales se puede decir que su deuda es de alta calidad desde todos los puntos de vista, y su diferencia con Aaa, es que puede tener algún elemento de riesgo a largo plazo mayor que esta última.

La opinión de Moody's sobre la deuda se basa en un extenso informe sobre España que incluye los siguientes apartados: **a.** Situación actual. **b.** Situación a medio y largo plazo. **c.** Evolución política. **d.** Las bases económicas. **e.** Perfil de la deuda.

Lo novedoso del informe Moody's sobre España es que comparte el diagnóstico de la situación económica de nuestro país con diversos informes de tipo oficial, pero con la ventaja en el caso de Moody's, que está ofreciendo argumentos a posible inversores para tomar una decisión sobre nuestra deuda.

---

(1) Para una referencia más amplia sobre las agencias de calificación se remite al lector a Papeles de Economía Española N. 54, donde aparece dos artículos que tratan con más detalle la función de las agencias.

**Situación actual.** Las primeras líneas de este informe son lacónicas y apenas dejan lugar a matizaciones: "España sufre una seria crisis económica. El declive de un 1% en el PIB durante 1993, marca la más profunda recesión del país en tiempos recientes". Esta recesión refleja serios desequilibrios macroeconómicos que España debe apresurarse a corregir. El país ha sufrido un retroceso en su competitividad desde el momento de su adhesión al Mecanismo de Tipo de Cambio Europeo 1989, aunque últimamente debido a un 30% de devaluación de la peseta las exportaciones han contribuido a un crecimiento del PIB en dos puntos y medio.

**CUADRO NUM. 1**

Comparación de los símbolos de Moody's		
Plazo	Símbolos	Características
Largo plazo	Aaa	Calidad óptima
	Aa1	Alta calidad
	Aa2	
	Aa3	
	A	Buena calidad
	Baa1	Calidad satisfactoria, que disminuirá con un cambio de circunstancias
	Baa2	
	Baa3	
	Ba1	Moderada seguridad; mayor exposición frente a factores adversos
	Ba2	
	Ba3	
B1	Seguridad reducida. Mayor vulnerabilidad	
B2		
B3		
Caa	Vulnerabilidad identificada	
Ca	Retraso en pagos	
C	Pocas posibilidades de pago	
Corto plazo	P-1	Alto grado de solvencia
	P-2	Fuerte capacidad de pago
	P-3	Capacidad satisfactoria. Elementos de vulnerabilidad
	N-P	Capacidad de pago inferior a la de categorías anteriores

Otros indicadores sobre los que trata el informe se refieren al paro que se estima que crecerá hasta el 24% este año 94. El déficit presupuestario, valorado en un 7,3% en 1993, difícilmente bajará del 6,5% durante este ejercicio. La formación de capital volverá a caer de nuevo, aunque a un ritmo inferior al del año 1993, en el cayó un 12%.

La solución de los problemas de España pasan por equilibrar dos objetivos en conflicto uno con otro: por un lado el paro requiere una política expansiva, de este modo se podría aliviar la situación de desempleo de una parte de la población; al menos, así discurre el argumento de algunos líderes sociales. Pero el déficit público existente exige que se siga una política presupuestaria restrictiva, cuyos efectos inmediatos pueden conducir a la destrucción de empleo, aunque a largo plazo esta destrucción es creadora.

El crédito al sector privado creció sólo un 1,4% el pasado año, por debajo de la tasa de inflación; pero el crédito al sector público aumentó 10,4%, y los préstamos a los no residentes

se elevaron sobremanera. Los activos frente al sector exterior de los bancos, se han duplicado desde el tercer trimestre de 1992, y como resultado de estos hechos la peseta es hoy una de las monedas más débiles de Europa.

Es previsible que continúe el recorte de gastos en el sector público, pero debido a la debilidad de la demanda en el sector privado, el gasto público continuará subiendo en relación al PIB. Como consecuencia, la deuda del sector público, 57% del PIB al final del 93 excederá, de continuar por esta senda, el nivel del 60% el año 94, y si se sobrepasa esta cifra España dejará de cumplir el único criterio del Tratado de Maastricht que hasta ahora observaba.

La debilidad de la demanda ha contribuido a rebajar la inflación, especialmente en el sector servicios, que era donde más se necesitaba, pero con todo durante 1994 la tasa de inflación permanecerá un 3% por encima de los países con el índice más bajo de la Unión Europea.

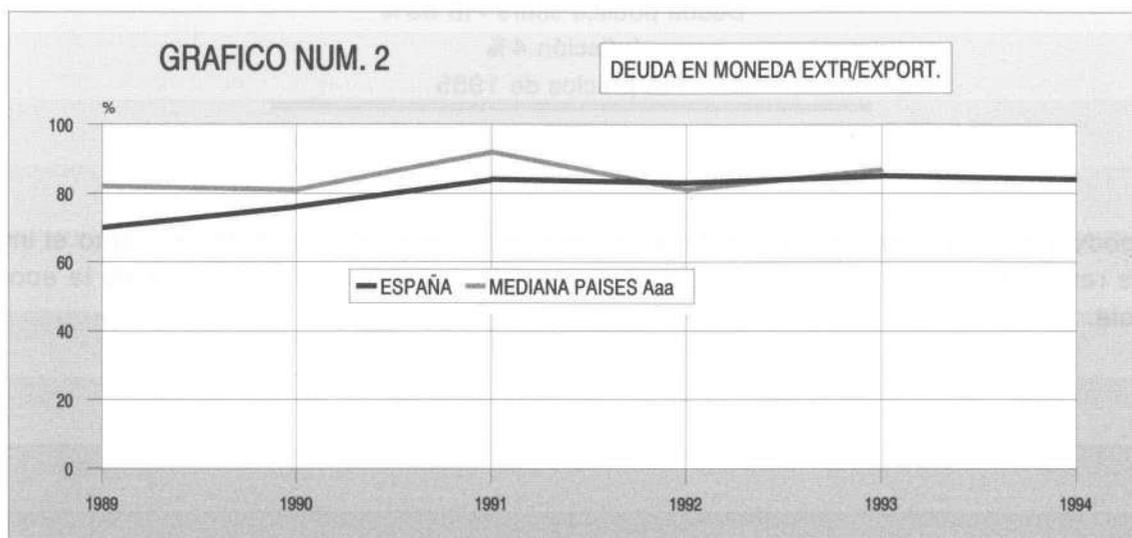
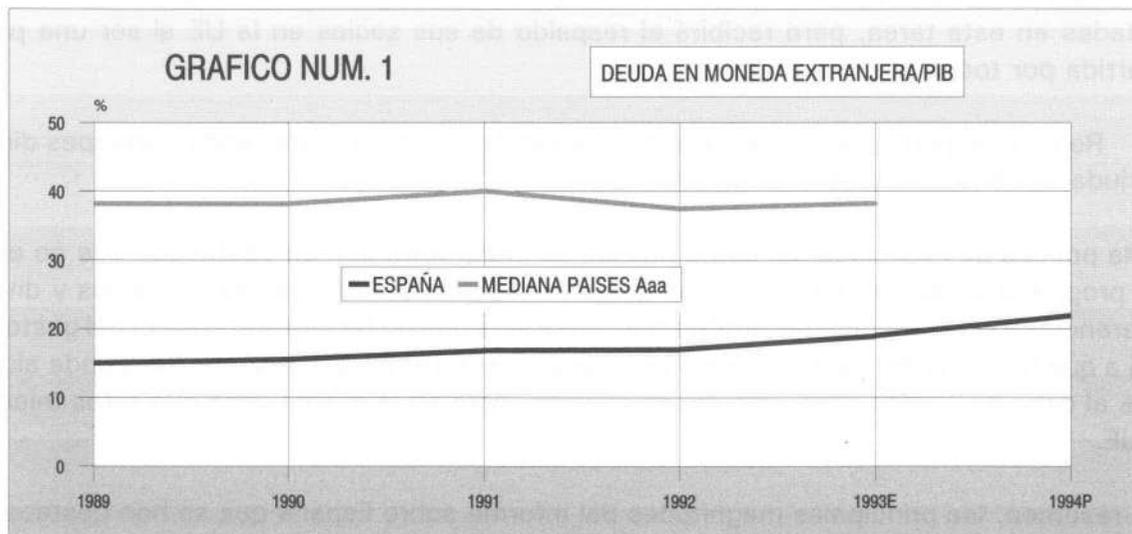
El informe alaba los esfuerzos del gobierno y el cambio observado en su ideología, permitiendo el cierre de factorías, la quiebra de empresas ineficientes y la reducción de empleo en empresas públicas, en definitiva el gobierno se ha hecho menos intervencionista en los últimos tiempos. El informe pone en duda, sin embargo, que el gobierno pueda atacar con energía los graves problemas estructurales de la economía española. La elevada tasa de paro puede llevarle a adoptar una estrategia gradual, que en último análisis no resultará eficiente. En este momento sólo el 38% de la población está empleada, cuando en Europa supone un 57%. Esto quiere decir que los sectores económicos con mayor actividad están soportando una enorme carga social y no es un elemento que precisamente incentive la actividad económica.

En cuanto a la actual deuda en moneda extranjera, el informe estima que es reducida, sobre todo si se compara la ratio Deuda en moneda extranjera/PIB de España con la mediana de otros países que obtienen la misma calificación, véase gráfico núm. 1, donde se observa que la diferencia en esos momentos es alrededor de 18 puntos, aunque se atisba una leve convergencia. Si la ratio que se compara es nuestra Deuda en moneda extranjera/Exportaciones con el mismo grupo de países, gráfico núm. 2, la diferencia se reduce, si bien el pronóstico para España es que mejore esta ratio en el año 94.

#### **Escenario a medio y largo plazo.**

Se estima que el crecimiento será positivo en 1994, pero la crisis actual de España tiene sus raíces en problemas profundas que frenarán el crecimiento en el futuro. Estos problemas son el mal funcionamiento del mercado de trabajo, los mecanismos que sostienen elevadas tasas de inflación y la débil posición financiera del sector público. La solución de estos problemas no es previsible que tenga lugar en actual ciclo económico. Al igual que sus socios de la UE, e incluso en mayor medida, España se verá perjudicada por los bajos costes laborales de las economías del este de Europa y de Asia.

Al final del actual ciclo económico, España sigue siendo una economía relativamente atrasada, y al mismo tiempo se enfrenta a problemas típicos de un estado de bienestar avanzado, como un sector público con un tamaño desproporcionado, un sistema impositivo desincentivador para las empresas, y una diversidad de grupos sociales que dependen de una estrecha base productiva.



La respuesta del gobierno español a estos problemas consiste en,

1. Fomentar la competitividad en todos los mercados, eliminando barreras de entrada a los mercados de energía, transportes y servicios profesionales.
2. Establecer las condiciones para flexibilizar el mercado laboral. El gobierno encontrará dificultades en esta tarea, pero recibirá el respaldo de sus socios en la UE al ser una política compartida por todos sus miembros.
3. Reducir el gasto público retrasando la edad de jubilación y haciendo partícipes directos a los ciudadanos de los costes de sanidad.

Esta política de reducción del gasto público se encontrará con un obstáculo, que no es otro que el programa de descentralización del gobierno, llevado a cabo con las sucesivas y diversas transferencias a las comunidades autónomas, programa que no facilitará el control del gasto. Esto llevará a que la deuda del sector público estimada en el 63% para el final del 94, puede alcanzar el 82% al cabo de cuatro años, una deuda elevada, pero en la misma línea que otros miembros de la UE.

En resumen, las principales magnitudes del informe sobre España que se han destacado en los párrafos anteriores aparecen recogidas en el cuadro núm. 2.

---

---

**CUADRO NUM. 2**

---

---

PIB 0,1% *
Desempleo 24%
Déficit presupuestario 6,5%
Deuda pública sobre PIB 63%
Inflación 4%
* A precios de 1985

---

---

Moody's concluye que su Aa2 refleja una moderada posición deudora así como el impacto que las reformas emprendidas por el gobierno tendrán sobre los desequilibrios de la economía española.