

Finanzas

entrevista ▶▶▶ **Juan José Battaglia** Economista Jefe de Cucchiara **Por Alejandro Radonjic**

“Mantener la deuda ‘performing’ mientras se negocia es una buena señal”

En diálogo con **El Economista**, Juan José Battaglia (Economista Jefe de Cucchiara) analiza las varias novedades financieras de los últimos diez vertiginosos días. Además de ofrecer su visión sobre el plan del Gobierno y explicar por qué se recuperaron los bonos, sugiere medidas para que el gran obstáculo hacia adelante (la renegociación de la deuda) arribe a buen puerto. “El éxito o fracaso dependerá de cuanto ofrezca el Gobierno”, dice.

La reacción inicial de los mercados fue positiva ante el proyecto de “solidaridad social y reactivación productiva”. ¿Cómo se explica y qué fue, en particular, lo que más gustó?

Creo que hay dos cuestiones clave. La primera cuestión tiene que ver con la voluntad de pago. Hasta hace dos semanas atrás los mercados tenían una inmensa incertidumbre en materia de deuda. Un camino posible a tomar por parte del nuevo Gobierno era la autarquía financiera al estilo 2002-2005. El punto de partida de tipo de cambio alto, balance fiscal primario equilibrado y cepo completo abría la autarquía como elección posible. Si bien este camino para muchos, entre los cuales me incluyo, nos dirigía directo a una continuación de la depresión económica, era una opción política. Cualquier probabilidad de ocurrencia asignada a dicho camino condenaba los precios de la renta fija. Hay que tener mucho coraje para pagar paridades del 40%-45% si pienso que existe la probabilidad que se vayan a 25%-30%, como en el default del 2001. El segundo camino a seguir era intentar normalizar la deuda y, para esto, la única forma es mediante el consenso entre el Estado y los acreedores. Cualquier resolución convenida en forma voluntaria entre ambas partes será mejor que cualquier medida forzosa. En la última semana el mercado entendió que el Gobierno optaría por esa elección. Haber pagado todo lo que vencía en pesos y dólares y haber separado reservas contra letras intransferibles muestran, en principio, la voluntad de man-

tener la deuda en condición ‘performing’ mientras se negocia.

¿Y las implicaciones fiscales del proyecto?

Esa, justamente, es la segunda cuestión y es qué pasa con la política económica. Hasta último momento ni si siquiera se conocía quien iba a ser el ministro de Economía. Martín Guzmán dejó algunas ideas que el mercado tomó de forma positiva. Esto es mercado, con lo cual lo positivo o negativo es cuestión de valor relativo. Las declaraciones del ministro propiciaron una marcada suba en las paridades, pero subas desde niveles de 40%-45%. El mercado consideró que dadas las medidas anunciadas, los bonos estaban baratos en dichas paridades. No es para descorchar champagne. Las medidas anunciadas hasta acá parecen mantener el foco en el equilibrio externo y fiscal, lo que resulta transcendental para el futuro pago de la deuda. Desde el lado del sector externo, tenemos las compras de divisas del BCRA en los últimos días y el impuesto del 30% para bajar la demanda de los privados. Desde el lado fiscal tenemos un futuro incremento del gasto producto del congelamiento de tarifas compensado con el incremento de las retenciones, lo recaudado por el impuesto mencionado del 30% y el incremento en las alícuotas de Bienes Personales. Torpe, a mi parecer, este úl-

timo. Pero lo más importante es la desindexación del gasto en seguridad social y allí estará el principal punto de atención. El Gobierno tendrá que decidir hasta donde avanza con la desindexación, muy necesaria para bajar la inflación y para cuidar las cuentas fiscales, mirando de reojo la conflictividad social que esto puede traer. Pero pasamos de hablar de una brutal monetización a hacer los cálculos de cuánto será el ahorro fiscal de las medidas en sólo dos semanas. Por ello las paridades suben. Sería más que bienvenido contar con estimaciones oficiales de los costos y ahorros fiscales de las medidas propuestas. Creo que el Ministerio de Economía debería tener y publicar las proyecciones.

El proyecto trae como resultado un desdoblamiento cambiario y tipos de cambios múltiples. ¿No estamos repitiendo errores del pasado?

Al final del día es todo una cuestión del tipo de cambio real. El cepo actual parte de un tipo de cambio real alto. El atesoramiento y el turismo, principales demandantes de divisas, tiene un tipo de cambio efectivo más alto, conteniendo la demanda. Ahora bien, si el Gobierno aprovecha el cepo para mantener el tipo de cambio mayorista oficial clavado en estos niveles, lo único que veremos en el futuro es un incremento de las brechas cambiarias versus el MEP y el Contado

Con Liquidación. A mayor brecha menor incentivo a exportar. Las brechas destruyen los márgenes en dólares de los exportadores, dañando al sector que más necesita el país para crecer sostenidamente. El Gobierno, por lo menos en su discurso, es consciente de esto. Atrasar el tipo de cambio real sólo llevará a malos resultados. Por ello, debe indexarlo de forma informal, sin tablitas, mediante compras para recomponer reservas. Desde este nivel de tipo de cambio real, podría indexarlo por debajo de la inflación futura, pero sin abusar. Los pasivos monetarios consecuentes con dichas compras hoy serían un problema de segundo orden. Parte de la tasa nominal que devengan los pasivos monetarios podría cubrirse con la propia suba del tipo de cambio. En la medida en que se avance con la consolidación fiscal, cualquier superávit primario es más que bienvenido no sólo para pagar deuda, sino también para amortiguar la apreciación del tipo de cambio real. El nuevo ministro sabe esto a la perfección. Esperamos que las restricciones políticas le permitan implementar la consistencia que tanto pregona. En la coalición gobernante tenemos amantes de la maquineta y el atraso cambiario. Por eso, la incertidumbre sigue siendo alta.

El punto de inflexión, hacia adelante, es la renegociación de la deuda. Es el gran obstáculo que, dependiendo de como se solucione, abre caminos binarios para Argentina. ¿Cree que puede ser exitoso el proceso o todavía eso no está claro?

Sin lugar a dudas. El hecho de que deuda se mantenga ‘performing’ mientras se negocia es una buena señal. Como usted bien marca, los caminos serán binarios. El equilibrio es muy finito. Cualquier resolución no consensuada traerá nuevos problemas. Sin normalizar la deuda no hay posibilidad de estabilizar la macro, seguirá ajustando con recesión y alta inflación vía financiamiento monetario. El éxito o fracaso dependerá de cuanto ofrezca el Gobierno. El ministro tiene varios papers en los que minimiza los “punishment”

y “reputational cost” (castigos y costos reputacionales, respectivamente). Básicamente sostiene que el mercado es cortoplacista y se olvida rápidamente de los defaults. Si luego de una fuerte quita mejora la capacidad de pagos, el mercado no tiene mucha memoria y el país accede rápidamente a los mercados de deuda. Hay también evidencia empírica en sentido contrario, que me parece más acorde al caso de Argentina. Esta idea no es un buen punto de partida para negociar. Por otro lado, el ministro también marca la necesidad de un acuerdo global para evitar el efecto de los futuros litigios y los holdouts, y la necesidad de no caer en default mientras se negocia. Mirando los números de la deuda, creo que hay espacio para un común acuerdo y es, fundamentalmente, un tema de liquidez. En el periodo de gracia que tanto pretende el equipo económico, algún flujo/cupón al inversor tendrá que otorgar. Es renta fija, no variable, y alguna muestra tendrá que dar el Gobierno si quiere un acuerdo consensuado con la mayoría. Posiblemente capitalizar sólo una parte o pagar intereses con bonos con mercado secundario pueda ser un buen punto intermedio. Si paga con bonos los dos primeros años digamos, se financia por dos años más y el inversor acepta una quita en los cupones dado el valor actual de esos bonos.

¿Hasta cuándo hay tiempo para negociar la deuda? En otras palabras, ¿hasta cuándo alcanza la plata para pagar en tiempo y forma?

Es difícil de estimar. Si se continúa comprando divisas al ritmo actual tiene varios meses para resolver el tema. Ahora bien, como mencionamos antes, para esto tiene que marcarle un piso al tipo de cambio real, y no al nominal. Tampoco se puede confiar, porque cuanto antes lo resuelva mejor y más aire tendrá para revertir la recesión. Al final del día, como siempre, la disponibilidad de divisas también dependerá del clima y que la seca no se extienda demasiado.

