

Economía

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

“Un acuerdo hoy es más complejo que hace un mes atrás, pero aún se puede”

▷ “El timing para hacer la propuesta era inmejorable en enero y febrero pasados, pero el equipo económico durmió la siesta dos meses”, sostiene Juan José Battaglia ante *El Economista* sobre el contexto global y el canje de la deuda. Aunque admite, por cierto, que el “cisne negro” de Wuhan era, por definición, imposible de avizorar. Hoy, agrega, el equipo económico está encerrado. “Para buscar una tasa de refinanciación que sea compatible con la sostenibilidad de deuda de Argentina, la quita debe ser grotesca en valor presente”, dice. El problema, lógicamente, es que una quita grotesca en valor presente “no es aceptable”. Más allá de todo eso, cree que se puede evitar (un nuevo) default. A continuación, el diálogo completo con *El Economista*.

Antes de entrar en la propuesta de Guzmán per se, una consulta por el timing porque hay cierto debate entre sus colegas si el contexto para hacer la oferta es buena o mala. Hay buenas razones en ambos lados de la biblioteca. ¿Usted qué opina?

Creo que el timing para hacer la propuesta era inmejorable en enero y febrero pasados. Las tasas de los bonos emergentes y las tasas de los bonos “high yield” estaban cerca de sus mínimos históricos. Además, los spreads contra el rendimiento de un bono del Tesoro de EE.UU. se ubicaban en niveles muy bajos con una tasa libre de riesgo por debajo del 2%. Estábamos en un mundo de rentas extremadamente bajas, con excepción de los bonos del Tesoro de EE.UU. Prácticamente todos los bonos soberanos del mundo desarrollado con plazo menor a 10 años tenían rendimientos negativos. No se me ocurría un mejor contexto. El equipo económico durmió la siesta dos meses. Está claro que nadie esperaba un shock de esta magnitud, pero sabemos que en el mercado financiero internacional las cosas cambian rápido, es decir, las ventanas de oportunidades se aprovechan. El contexto actual es completamente diferente y las tasas bajas quedaron sólo en los bo-

nos soberanos de economías desarrolladas. En el resto del mundo los rendimientos explotaron, tanto en bonos emergentes, en bonos “high yield” y hasta en bonos grado de inversión. Por suerte los últimos días estos títulos vienen recuperando algo de terreno y la liquidez comienza, de a poco, a normalizarse. En conclusión, en el mundo de hoy el inversor internacional consigue títulos de sólidos emisores a tasas atractivas. Eso le pone un piso mucho más alto al rendimiento exigido poscanje en relación a un mes atrás. Esto complica todo el canje.

¿Esto daría una “exit yield” más alta?

Exactamente. Hoy, la “exit yield” es mucho más alta que hace 40 días a misma relación del canje. Esta es la clave. En otras palabras, el equipo económico está encerrado. Para buscar una tasa de refinanciación que sea compatible con la sostenibilidad de deuda de Argentina, la quita debe ser grotesca en valor presente. Una quita grotesca en valor presente, no es aceptable. Si la oferta no es aceptable por las mayorías dispuestas en la Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), vamos a default y se cierra el financiamiento en el momento que más lo necesitamos para hacer frente a esta formidable crisis. La capacidad de reacción económica de Brasil, Uruguay, Perú, Chile, México y Colombia (no hablamos de Luxemburgo ni Singapur) es mucho más alta que la nuestra, tienen el mercado de deuda abierto para tomar fondos, buenas reservas internacionales y pueden devaluar sin que esto vaya directamente a precios, es decir, tienen un muy bajo “pass-through”. Aprovecharon el boom de los commodities y las tasas bajas en este milenio para eliminar la inercia inflacionaria, acumular reservas y crear un mercado de deuda en moneda doméstica. En nuestro caso, en los últimos 12 años diría que hicimos todo al revés. No tenemos reservas, no tenemos moneda, tenemos una brutal inercia inflacionaria y rompimos 5 veces los contratos de deuda: default de 2002,

manipulación del CER, holdouts, el reperfilamiento 2019 y el reperfilamiento de 2020 en dos décadas.

En concreto, entonces, ¿qué probabilidades hay de un default? El Gobierno quiere evitarlo, pero no depende de él y, como usted decía, está en una encerrona.

No necesariamente. La recesión local será tan grande que creo que el superávit comercial será importante, dado que commodities seguiremos exportando con precios en niveles más que aceptables mientras que las importaciones caerán aún más. Entre finales de este mes y agosto, creo que el BCRA podrá comprar reservas debido al superávit comercial y el cepo financiero. Con un BCRA comprando reservas, el Gobierno puede seguir pagando mientras está abierta la negociación.

Ahora sí, hablemos de la propuesta. Mejor dicho, los indicios de la misma que dio Guzmán el martes en un documento. Si bien él no habló en esos términos, confirmó que vamos hacia una propuesta “agresiva”. ¿Coincide?

En los últimos días escuche a varios colegas sostener que las ac-

tuales paridades de los títulos dan lugar a una propuesta más agresiva. Creo que este punto es incorrecto. Las paridades fueron de 40 y pico a 20 y pico en pocas semanas con bajísima liquidez. Esto quiero decir que los tenedores de hoy son prácticamente los mismos que hace un mes. Con lo cual, dudo que esos tenedores, o las mayorías requeridas por las cláusulas de acción colectiva, acepten una propuesta muy agresiva. Cualquier quita que no sea aceptada por las mayorías establecidas en los prospectos de emisión de los bonos a reestructurar (CAC) avalará una nueva ronda de litigios en los juzgados internacionales en contra de Argentina y el acceso al crédito no podrá resolverse.

Si los inversores no están dispuestos a aceptar una propuesta agresiva, si nuestra capacidad de pagos está más dañada y si las “exit yields” resultantes de una propuesta son más altas producto del nuevo contexto internacional. ¿No hay esperanza de acuerdo posible?

Lograr un acuerdo hoy es más complejo que hace un mes atrás. La crisis, sin dudas, complicó muchísimo la renegociación de la deuda, debido al incremento en los rendimientos a nivel global de los activos con riesgo. Pero todavía hay espacio para un acuerdo si el enfoque de negociación cambia, como explicamos en detalle en una nota reciente aquí en *El Economista*. Centrarse en una propuesta no aceptable sólo hundirá al país en más recesión. La propuesta, decíamos, debe cambiar haircut agresivo por “aire, arreglo y abrir” mercados. Para normalizar la situación, deberá ofrecer algo aceptable. Creo que hay un punto de acuerdo en el cual el Gobierno consiga aliviar la carga y los tenedores puedan obtener algo favorable. Las variantes son infinitas, pero supongamos que el Gobierno podría proponer estirar los vencimientos por 3 años de capital y en ese lapso ofrecer pagar los intereses con un bono genérico a 10 años con un cupón del 5%. En este caso, el Tesoro podría automáticamente refinan-

ciarse por 3 años, reabre el mercado indirectamente, los intereses se pagarían con nueva deuda barata y se despejan las dudas sobre el rollo por un plazo considerable. Por el lado de los acreedores, estarían aceptando una quita de intereses (valor presente del nuevo bono) por 3 años, pero sabiendo que tendrán un flujo menor en dicho lapso para luego recuperar el flujo original del título al cuarto año y no tendrían que afrontar quita de capital. Un ejercicio similar podría hacerse proponiendo una quita de intereses moderada, capitalizando la mayor parte del resto en los primeros años y estirando vencimientos de capital. En esta segunda opción los fondos necesarios para pagar los intereses no capitalizados en moneda extranjera deberían provenir del balance comercial. Un 1,5% del PIB para ambos, digamos, suena razonable, pero no atrasar el tipo de cambio es vital. Esto siempre suponiendo que continuamos con la normalización de los rollos de la deuda en pesos.

Con respecto a esto último, las monedas emergentes están siendo muy castigadas. Así lo demostró, entre otros, el real de Brasil. Ayer, anduvo en la zona de 5,30/US\$. ¿Cómo está el Tipo de Cambio Real Multilateral de Argentina?

El BCRA sigue con su “crawling peg”, pero por debajo del movimiento de otras economías emergentes. Creo que mientras siga con este camino, el TCRM recuperará algo de terreno si el escenario internacional se logra normalizar. Todos esperamos que la pandemia termine lo antes posible. Veo muchas economías emergentes extremadamente baratas en dólares si el escenario comienza a normalizarse, por ejemplo, Brasil y Chile. Creo que cuando esas monedas aprecien nominalmente, el BCRA debería seguir con su “crawling peg” progresivo para compensar el atraso reciente. Pero repito, por causas muy malas, es decir, la brutal recesión, creo que el superávit comercial será mucho mayor al pronosticado por la media de los analistas.

