



La comparación entre la evolución del spread sobre los bonos norteamericanos de esos países y el de Argentina permite entender si cada proceso de suba responde a factores globales o a temas puntuales que afectan de manera directa a Argentina. Si analizamos el comportamiento desde enero de 2018 podemos ver que en promedio las 3 economías seleccionadas han registrado un valor de 408 puntos. En ese mismo período el Riesgo País de Argentina fue de 585 puntos, es decir un 42% superior.

En la actualidad el riesgo país argentino está en 815 puntos y el promedio de referencia está en 430 puntos. Es decir que la brecha pasó de 42% a 88%, se duplicó en pocos meses. Este permite apreciar que los activos argentinos han sido proporcionalmente más castigados que el resto, por lo tanto, hay factores locales detrás de ese comportamiento.

La incertidumbre del proceso electoral es uno de esos factores, pero básicamente los inversores miran la capacidad de repago de deudor y por lo tanto el Programa Financiero de mediano plazo se convierte en un dato clave para entender cómo se forman esas expectativas.

#### PROGRAMA FINANCIERO 2019 - 2020

USD M	2019	2020	USD M	2019	2020
<b>NECESIDADES</b>	<b>46,2</b>	<b>45,1</b>	<b>FUENTES</b>	<b>46,0</b>	<b>45,1</b>
Resultado Primario	0,0	-4,9	Saldo Caja	4,7	0,6
Plan Gas	0,6	0,6	Sector Público	3,8	0,0
Intereses	11,6	15,2	FMI	22,5	5,9
Amortizaciones	34,0	34,2	Colocaciones	15,0	38,6
Organismos	3,0	3,0	Organismos	3,5	3,0
Bonos	5,6	11,5	Bonos	0,0	16,6
Repo	2,9	2,2	Repo	0,5	1,5
Letras	19,3	9,5	Letras	7,8	9,5
Letes	9,9	4,5	Letes	4,5	4,5
Lecaps - Lecer	9,4	5,0	Lecaps - Lecer	3,3	5,0
Sector Público	3,2	8,0	Sector Público	3,2	8,0

La versión del programa financiero presentada por el staff del FMI es algo más negativa en términos de resultado primario y desembolsos de Organismos Internacionales. De todas maneras, el año 2019 muestra una tasa requerida de renovación de Letes menor a la esperada a fin de 2018. Para cerrar el Programa Financiero 2019 se necesita extender a 2020 los vencimientos de al menos el 40% de las Letras de Corto plazo que vencen en 2019. La cifra llega al 45% para las Letes en dólares y al 35% para Lecaps y Lecer.

Un factor atenuante es que el 65% de los vencimientos comprometidos con el sector privado son en pesos. Eso implica una mayor probabilidad de lograr la renovación en el mercado local, porque suelen ser instrumentos en poder de inversores institucionales con necesidades de activos en moneda local.

La situación cambia para 2020, donde se hace necesario renovar el 100% de los vencimientos de Letras y recurrir al mercado de capitales doméstico para renovar el 100% de los bonos y lograr algo más de USD 5.000 millones de financiamiento nuevo. Ese es el desafío.

#### COMPOSICIÓN POR MONEDA

	2019	2020
<b>TOTAL</b>	<b>8,8</b>	<b>19,5</b>
<b>Sector Público</b>	<b>3,2</b>	<b>8,0</b>
Pesos	3,0	2,8
Dólares	0,2	5,2
<b>Sector Privado</b>	<b>5,6</b>	<b>11,5</b>
Pesos	1,7	7,5
Dólares	3,9	4,0
% EN \$	30%	65%

#### NECESIDAD DE RENOVACIÓN

En % Vencimientos	2019	2020
<b>Tasa de Renovación</b>	<b>44%</b>	<b>113%</b>
Organismos	117%	100%
Bonos	0%	144%
Repo	17%	68%
Letras	40%	100%
Letes	45%	100%
Lecaps - Lecer	35%	100%
Sector Público	100%	100%

Dado ese esfuerzo base que se espera para el año próximo, todo desvío de las metas fiscales implicaría una necesidad mayor de financiamiento y un incumplimiento de las metas acordadas. Por lo tanto, es esperable que el frente fiscal siga siendo la principal variable para monitorear por el gobierno, de manera de no forzar más un programa financiero que luce exigente, pero cumplible.

A manera de ejemplo, un déficit primario de 0,5% del PBI, que resultaría aceptable para el FMI dentro de las excepciones previstas, implicaría lograr financiamiento adicional por USD 2.000 millones.