

El gobierno ha cambiado en las últimas semanas su estrategia de financiamiento de corto plazo. Ante una probable falta de interés en bonos que tengan vencimiento luego del eventual cambio de autoridades del 10 de diciembre, ha optado por ir acortando los vencimientos y concentrarlos en vencimientos previos a esa fecha. Esta estrategia es una manta corta, porque permite renovar ahora los vencimientos, pero no resuelve el Programa Financiero 2019.

El punto de partida para este análisis es el Programa Financiero presentado a principios de abril, donde se mostraba que, en el marco del acuerdo con el FMI, se disponía del fondeo necesario para hacer frente a los vencimientos de capital de todos los instrumentos de mediano y largo plazo, quedando como objetivo necesario para cerrar el financiamiento lograr un 40% de renovación en las Letras del Tesoro (pesos más dólares). Las renovaciones de Letras fueron muy altas en los primeros meses del año, pero el verdadero desafío se iniciaba cuando el vencimiento de los nuevos instrumentos debía producirse ya en 2020. La fecha en que eso se empezaba a producir era justamente durante mayo.

Ante el diferencial de tasa exigido para vencimientos de ese plazo y la falta de interés de los inversores, el gobierno avanzó en la estrategia de renovar esos vencimientos a plazos más cortos. Con eso logró evitar tener que afrontar con efectivo esos vencimientos, pero no logró resolver el programa financiero del año, que sigue abierto.

	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	2020	TOTAL	Año 2020 / Total
TOTAL LETRAS en USD	2.370	2.891	3.713	1.453	2.945	2.366	1.450	2.281	19.469	12%
Letes USD	731	1.343	1.432	1.433	1.461	1.037	1.450	0	8.887	0%
Letras Pesos (USDM)	1.639	1.548	2.281	20	1.484	1.329	0	2.281	10.582	22%
En Moneda Original	74.000	69.899	103.000	887	67.000	60.000	0	103.000	477.786	22%

De acuerdo con el resultado de las últimas licitaciones, en la actualidad hay casi USD 19.500 millones de Letras de Corto Plazo, distribuidas en un 45% de instrumentos en moneda extranjera y 55% en pesos. Aunque también hay que considerar que cerca del 20% de estos títulos están en poder de organismos o bancos públicos.

El problema es que por ahora solamente se ha logrado extender los vencimientos para 2020 de Arg\$ 103.000 millones (22% del stock de Letras en Pesos). Por su parte, los casi USD 8.900 millones de Letes en dólares siguen venciendo antes del 10 de diciembre de 2019.

Esto implica que mientras el Programa Financiero preveía una renovación del 40% de los vencimientos de Letras, por ahora solamente se ha logrado el 12% del total (22% en pesos y 0% en dólares).

Si se mantiene cerrado el mercado para colocar Letras a plazos más largos, se generaría una necesidad de financiamiento total de USD 5.500 millones. De ese total USD 3.500 millones sería en dólares y USD 2.000 millones para vencimientos en pesos. Pero si neteamos las posiciones intra-sector público la necesidad bajaría a USD 2.250 millones para el tramo en dólares y USD 1.300 millones (\$57.000 millones) para la parte en pesos.

Por la magnitud de los fondos faltantes, el riesgo de impago de esos vencimientos es muy bajo. Pero es importante entender cuáles pueden ser las alternativas disponibles para cubrir esas necesidades.

Para los USD 2.250 millones de Letes en dólares lo más probable es que se recurra a los desembolsos del FMI que son en la misma moneda, pero ello acotaría el margen de dólares que se están usando para intervenir en el mercado cambiario a razón de USD 60 millones diarios. Si ese es el supuesto, en vez de vender USD 60 millones diarios, el Tesoro debería pasar a vender solamente USD 40/45 millones diarios (dependiendo del momento en que se tome la decisión), reservándose el resto de los dólares para cancelar los vencimientos de Letes. Pero a su vez, se generaría un incremento en la necesidad de pesos, ya que en vez de USD 1.300 millones, se necesitarían USD 3.550 millones que al tipo de cambio de hoy equivalen a casi \$ 160.000 millones. Estas cifras consideran que se renuevan los vencimientos intra-sector público, pero que los vencimientos en poder de privados se pagan en su totalidad.

El monto faltante es alto como para aspirar a cubrirlo con algún ajuste adicional del gasto, así que, si este fuera el escenario, probablemente se recurriría a soluciones menos ortodoxas para cumplir el pago (Crédito Bilateral, uso de reservas, anticipos del BCRA, utilidades del BCRA, etc).

De todas maneras, la estrategia oficial pasa por esperar noticias políticas tranquilizadoras, que generen menor aversión de los mercados por instrumentos de deuda de Argentina y puedan reabrirse las opciones para colocar ese monto de deuda. Siempre considerando que se trata de retener a inversores que hoy todavía están en activos argentinos y en gran porcentaje inclusive en moneda local.

Por lo pronto, el dato concluyente es que, sin lograr abrir el mercado para la colocación de deuda con vencimiento en 2020, el Programa Financiero 2019 todavía no está cerrado. La magnitud del desafío es de USD 3.550 millones.

Este análisis es independiente de la licitación que se realizó para renovar el vencimiento del Bono Dual (jun-19). Para ese instrumento que vence a mediados del mes que viene estaba previsto recurrir al desembolso del FMI. Por lo tanto, no se presuponía una renovación. La necesidad de renovarlo apareció por el impacto que podía tener sobre el mercado cambiario un vencimiento de deuda sin renovación de más de \$90.000 millones. De ahí la decisión de ofrecer instrumentos similares al que vence, pero distribuir el pago de los pesos en 4 cuotas mensuales. De esa manera, si esos fondos deciden dolarizarse, el impacto sobre el mercado cambiario sería más sencillo de neutralizar, aunque requeriría la ya autorizada venta de reservas.

A ese efecto sobre el mercado cambiario se debe sumar el impacto que tendría la no renovación de las Letras en Pesos, con vencimientos hasta fin de año de \$345.000 millones (casi USD 7.600 millones al tipo de cambio actual). Si esos fondos se dolarizan el impacto sería muy significativo, de ahí la necesidad de seguir ofreciendo instrumentos en pesos atractivos que sirvan para retener inversores.