

## ¿HASTA CUÁNDO ALCANZAN LOS DÓLARES? ¿Y LOS PESOS? 08 de ENERO 2020

**E**l principal desafío y punto de inflexión entre distintos escenarios económicos sigue siendo la manera en que se resuelva la renegociación de la deuda. Por ahora el Tesoro ha decidido “reperfilear” hasta agosto los vencimientos de las Letes, pero está pagando el resto de los vencimientos de capital e intereses. La pregunta que surge es ¿hasta cuándo puede sostener estos pagos? La respuesta depende de la capacidad del Tesoro para hacerse con pesos y dólares. Veamos las alternativas.

El desafío es grande, porque a los vencimientos previstos para el año 2020 se sumaron los vencimientos previstos para fines de 2019 que fueron reperfilados.

El Tesoro cuenta en la actualidad con tres opciones de financiamiento: recurrir a Adelantos Transitorios (BCRA), usar las reservas internacionales (BCRA) o volver al mercado de capitales doméstico a colocar deuda.

En las últimas semanas ha recurrido a las tres opciones, aunque con finalidades diferentes.

- o **Adelantos Transitorios:** Entre noviembre y diciembre el BCRA le otorgó Adelantos Transitorios al Tesoro por \$350.000 millones (USD 5.800 millones). Por ahora esos fondos se han canalizado a pagar servicios de deuda en pesos, pero también a cubrir déficit primario y asistir financieramente a algunas provincias.

- o **Mercado de Capitales:** La nueva administración ha logrado colocar en el mercado \$54.000 millones a un plazo promedio de 132 días. Esta cifra todavía luce muy baja con respecto a los vencimientos. Pero la decisión de no volver a reperfilarse los pesos da cuenta del objetivo de conseguir ese dinero en el mercado.
- o **Reservas Internacionales:** El BCRA le ha vendido contra Letras Intransferibles USD 4.571 millones, que serán aplicados al pago de vencimientos de capital e intereses de deuda en moneda extranjera. Al haberse reperfilado por segunda vez los vencimientos de Letras del Tesoro en dólares, los vencimientos residuales son más bajos y permiten con esos fondos afrontar los vencimientos previstos hasta abril de 2020 inclusive.

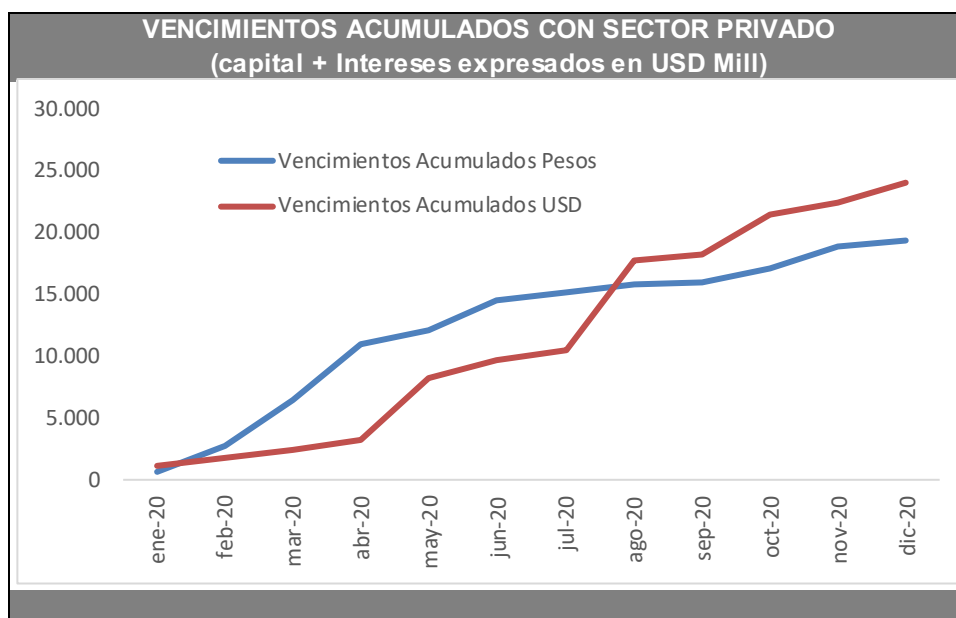
La mayor dificultad está dada por la magnitud de los vencimientos. Si se analiza el tramo en pesos, los vencimientos con el sector privado alcanzan a más del equivalente a USD 6.000 millones (\$360.000 millones) ya en el primer trimestre. Ahí se destacan los vencimientos de Lecaps en marzo y de BONCER en abril. Estas cifras implican un esfuerzo muy grande aún para el BCRA, por lo que luce poco probable que se pueda afrontar con Adelantos Transitorios o anticipo de utilidades. El mercado de capitales por ahora no ha mostrado tener el volumen suficiente como para renovar vencimientos tan grandes, aunque es destacable que estén tratando de darle forma a una curva de rendimientos en pesos en este contexto de alta incertidumbre.

## VENCIMIENTOS DE DEUDA: CAPITAL E INTERESES CON SECTOR PRIVADO

Datos en USD Millones	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	III-20	IV-20	Año 2020		
									Privado	Intras SP	TOTAL
<b>NECESIDAD DE PESOS</b>	<b>642</b>	<b>2.031</b>	<b>3.685</b>	<b>4.573</b>	<b>1.151</b>	<b>2.353</b>	<b>1.563</b>	<b>3.433</b>	<b>19.431</b>	<b>9.014</b>	<b>28.445</b>
Intereses	139	156	477	370	296	477	290	812	3.017	1.389	4.406
Capital	504	1.875	3.208	4.203	855	1.877	1.272	2.621	16.414	7.625	24.039
Reperfilados	455	726	2.301	951	814	178	1.141	624	7.190	3.081	10.272
No Reperfilados	48	1.149	907	3.252	41	1.698	131	1.997	9.224	4.543	13.767
<b>Vtos. Acumulados ARG\$</b>	<b>642</b>	<b>2.673</b>	<b>6.359</b>	<b>10.931</b>	<b>12.082</b>	<b>14.435</b>	<b>15.998</b>	<b>19.431</b>	<b>19.431</b>	<b>9.014</b>	<b>28.445</b>
<b>NECESIDAD DE DÓLARES</b>	<b>1.038</b>	<b>614</b>	<b>632</b>	<b>901</b>	<b>5.052</b>	<b>1.361</b>	<b>8.556</b>	<b>5.848</b>	<b>24.002</b>	<b>7.830</b>	<b>31.832</b>
Intereses	801	371	290	655	782	1.207	1.290	2.456	7.852	2.580	10.433
Capital	237	243	342	247	4.270	154	7.265	3.392	16.150	5.249	21.399
Reperfilados	65	116	126	135	115	13	6.747	307	7.624	2.408	10.032
No Reperfilados	172	127	216	111	4.155	141	518	3.085	8.525	2.842	11.367
<b>Vtos. Acumulados USD</b>	<b>1.038</b>	<b>1.652</b>	<b>2.285</b>	<b>3.186</b>	<b>8.237</b>	<b>9.598</b>	<b>18.154</b>	<b>24.002</b>	<b>16.150</b>	<b>5.249</b>	<b>31.832</b>

En el segmento en dólares el margen puede ser algunos meses mayor. El salto en los vencimientos se produce recién en mayo, cuando hay que pagar vencimientos de BONAR y pagos a Organismos Internacionales (Club de Paris). Las reservas que el BCRA le vendió alcanzan hasta abril inclusive, a partir de ahí el Tesoro deberá recurrir a mayor uso de las reservas o en su defecto acelerar la reprogramación.

Estas cifras muestran que los tiempos apremian. Los plazos para renegociar la deuda son acotados y el margen de acción es poco. Es necesario lograr avances significativos en el tramo de pesos durante febrero/marzo y en el tramo en dólares no más de dos meses después.



Es positivo desde la perspectiva de la deuda que se hayan tomado decisiones que apuntan a lograr la solvencia fiscal, pero por la urgencia de los vencimientos, queda cada vez menos tiempo para empezar a poner algunas propuesta ya arriba de la mesa y conocer la reacción/expectativas de los acreedores.

Existen algunas alternativas para estirar los plazos (usar más reservas o requerir mayores colocaciones de organismos públicos), pero lejos estarán de ser soluciones definitivas y solo servirían para estirar los plazos una vez que estén iniciadas las gestiones.