

26 de Julio de 2019

Programa financiero y posibilidades de rollover

El mercado de renta fija está operando en tiempo de descuento. Algunos toman posición de cara a las PASO mientras otros diversifican frente al riesgo electoral. Como solemos mencionar en nuestros *Resúmenes*, creo que la principal fuente de incertidumbre ronda en torno a las posibilidades de rolear los vencimientos a partir del 2020. El comunicado de una calificadora esta semana advirtió sobre este riesgo puntual y los bonos cayeron (difícil saber si fue esto o el nerviosismo propio del proceso electoral).

La deuda neta de nuestro país debería ser sostenible si el costo de la misma es razonable. Hoy el riesgo país es altísimo y la tasa potencial de renovación en los mercados voluntarios es prohibitiva. Por eso el mercado se centra prácticamente sólo en las elecciones. La potencial baja en el riesgo país retroalimenta la suba de los bonos dado que se abre el mercado voluntario. La potencial suba del riesgo país retroalimenta la baja porque se cierran los mercados y crece la probabilidad de incumplimiento. A continuación, analizamos las necesidades de roleo del país para los próximos años.

El primer punto a destacar, es que el perfil de vencimientos es dinámico. Si bien conocemos el flujo de erogaciones que enfrenta el Gobierno en el futuro, este varía dependiendo del refinanciamiento. Durante los últimos meses se produjeron varios cambios en el perfil de vencimientos.

El más importante sin dudas en términos de mercado es que cayó el stock de deuda en dólares en manos privadas y subió la deuda contra organismos internacionales. Básicamente, el préstamo del FMI se traduce en una baja de las necesidades de refinanciamiento contra el mercado. Tenemos una mayor porción de la deuda con refinanciación más cómoda y a menor tasa, a costa de perder varios grados de libertad en el manejo de la política económica (*There ain't no such thing as a free lunch*). Estimando datos para el 2T2019 (última información oficial al 1T2019), en los últimos doce meses la deuda con organismos internacionales creció en casi USD 40.000 millones,

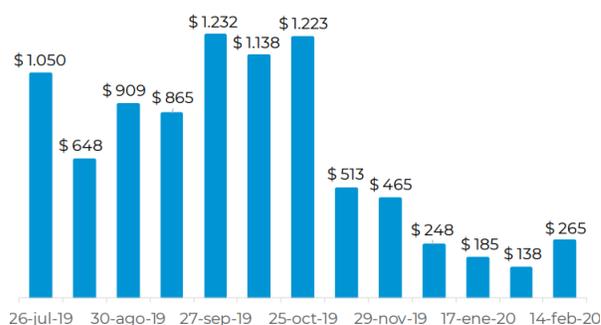
mientras que la deuda contra privados en dólares (neta de incremento de caja del Tesoro para futuros desembolsos) cayó en aproximadamente USD 20.000 millones.

Otro cambio importante se produjo en la distribución de deuda de corto plazo. Antes de estallar la crisis, el 76% de las letras del Tesoro eran en dólares y el 24% en pesos. En la actualidad, las letras en dólares representan el 40% contra un 60% que acaparan las emisiones en pesos. El stock de letras en dólares cayó prácticamente a la mitad, de USD 15.000 a USD 8.000 millones.

STOCK DE LETES Y LECAP EN MANOS DEL SECTOR PRIVADO
Escala en millones de dólares



VENCIMIENTO DE LETES EN MANOS DEL SECTOR PRIVADO
En millones de dólares



VENCIMIENTO DE LECAPS EN MANOS DEL SECTOR PRIVADO
En miles de millones de pesos



Fuente: Ministerio de Hacienda. Presentación Inversores Julio 2019.

Repasemos los desembolsos y las fuentes de financiamiento a futuro. En el análisis no vamos a considerar los vencimientos intrasector público, donde el Tesoro renueva sin problemas. Sólo consideraremos los vencimientos contra el sector privado. Para el segundo semestre del 2019, prácticamente no quedan amortizaciones de bonos pendientes. Restan pagar USD 2.600 millones de intereses de deuda en moneda extranjera y el equivalente a USD 1.400 millones por intereses en pesos. Por otro lado, hay que sumar vencimientos de letes en dólares por USD 7.500 millones y otros USD 6.700 millones por lecaps en pesos. Suponiendo un rollover del 30% de letes en dólares y del 75% de lecaps en lo que resta del año (bastante conservador), el total a desembolsar rondaría los USD 10.000 millones. Entre las ventas diarias de USD 60 millones remanentes y saldos del Tesoro en caja (estimados) se llegaría a una cifra superior a los USD 10.000 millones.

En las fuentes del 2019, el Tesoro además cuenta con el desembolso del FMI recién llegado (todavía en reservas) de USD 5.400 millones y el próximo para septiembre por igual suma. Estos dos desembolsos cubrirían el déficit estacional del último trimestre suponiendo un déficit primario del 0.5% (haciendo uso de los ajustadores permitidos por el FMI). En lo personal creo que este supuesto es conservador y probablemente el Tesoro arranque con saldo de caja positivo el 2020, pero seamos moderados y presumamos que el saldo inicial de caja es cero para el año próximo.

Vayamos al 2020. En nuestro supuesto de 2019 donde se renovaban el 30% de letes en dólares (USD 2.200 millones) y del 75% de lecaps (USD 5.500 millones), además debemos sumarle el stock actual con vencimiento 2020. En total, las letes alcanzarían USD 3.000 millones y las Lecaps unos USD 8.500 millones (al tipo de cambio actual). Aclaración importante, mayor sea el porcentaje de renovación de letras para el 2020, mayores compromisos para el año próximo pero también mayor saldo inicial de caja.

Por otro lado, el año próximo vencen bonos en pesos por el equivalente a USD 9.000 millones y bonos en dólares por USD 4.000 millones, siempre hablando contra el sector privado. A esto debemos sumarle un monto cercano USD 14.000 millones de intereses contra privados en ambas monedas. En contraposición, desde el lado positivo, tenemos al

BCRA mejor capitalizado y con mayores reservas en mucho tiempo.

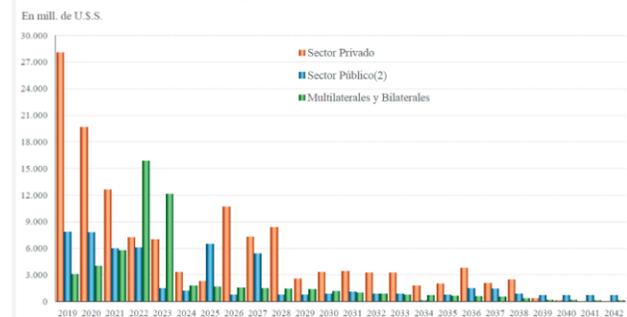
USD miles de millones	Sector Público	Sector Privado	Total
2019 (2do semestre)	4.6	4.1	8.7
Bonos en moneda extranjera	0.0	0.0	0.0
Intereses en moneda extranjera	2.6	2.6	5.2
Bonos en moneda local	0.0	0.1	0.1
Intereses en moneda local	2.0	1.4	3.4
2020	9.9	13.0	22.9
Bonos en moneda extranjera	2.8	4.0	6.8
BIRAF / CHF / 3.375% / 12-10-2020	0.0	0.4	0.4
BONAR / USD / 8.75% / 2024	0.2	1.1	1.3
BONAR / USD / 8% / 08-10-2020	0.5	2.5	3.0
BONAR 2020 / USD / 29-05-2020	2.1	0.0	2.1
Bonos en moneda local	7.1	9.0	16.1
BOTAPO / BOFOMO 21-06-2020	0.2	3.1	3.3
BONAR DUAL 2020 / ARGDUJO / 4.5%	0.0	1.6	1.6
BOGATO / CER + 4% / 06-03-2020	0.0	1.1	1.1
BONTE 2020 / 26% / 21-11-2020 (Para integración de encaje)	0.8	2.0	2.8
BONCER / 2.25% / 28-04-2020	5.0	0.9	5.9
BONAR / BADLAR + 325 / 01-03-2020	0.3	0.1	0.4
BONAR / BADLAR + 300 / 23-12-2020	0.8	0.0	0.8
OTROS	0.0	0.2	0.2

Fuente: Ministerio de Hacienda. Presentación Inversores Julio 2019.

Con estos supuestos, el próximo gobierno en 2020 tendrá desembolsos deuda en pesos por el equivalente a USD 17.500 millones y por deuda en dólares unos USD 7.000 millones, más la carga de intereses. Del FMI sólo resta recibir un total de USD 7.500 millones. Claro está que nuestro país necesita salir el mercado voluntario de deuda nuevamente y esto pone muy nervioso al mercado.

A partir del 2021 los desembolsos frente a privado van cayendo como vemos en el gráfico. Las amortizaciones frente a privados en dólares se van reduciendo producto del cambio de acreedor, sube la deuda frente al FMI y cae contra privados.

Perfil de Vencimientos de Capital de la Deuda⁽¹⁾
Abr-2019 a Dic-2042



Fuente: Ministerio de Hacienda.

En el caso de ganar el oficialismo, creo que no hay demasiado para analizar. Hoy está renovando los vencimientos en pesos sin problemas, y dadas las bajas tasas internacionales, mi opinión es que ni siquiera tendrá que solicitar nuevos fondos al FMI, también podrá rolear los vencimientos en dólares en el mercado. En el mercado todo es valor relativo. Hoy en términos relativos, las tasas argentinas son exorbitantes, converger a una curva de tasas de

Ecuador o Ucrania abriría automáticamente el mercado de deuda vía una fuerte suba de paridades desde los niveles actuales.

De ganar la oposición aparecen los interrogantes. Creo que el escenario de default no es el más probable. Los mayores vencimientos en 2020 contra el sector privado son en moneda local, más probables es licuarlos que no pagarlos. Los vencimientos en dólares de corto plazo son demasiado bajos para incumplirlos. Es más, con los desembolsos ya programados con el FMI prácticamente se cubrirían. Creo que este es el gran incentivo a evitar un incumplimiento y por eso intuyo una rápida negociación con el FMI en el escenario de un eventual triunfo de la oposición. Puestos en otros términos, no veo sentido alguno en reestructurar la deuda. La carga de intereses seguiría corriendo y lo único que lograría es un escenario de parálisis económica por vencimientos en moneda dura por el equivalente al 2%, sería realmente sorprendente ver esto. Dicho esto, de ganar la oposición lo que seguramente experimentaremos es otra escalada del dólar, incrementando los ratios de deuda contra el PBI, con la consiguiente suba del riesgo país y caída en la paridades. Con lo cual, aun en una visión optimista de un gobierno pragmático de la oposición dentro del acuerdo con el FMI (con cambios o negociaciones mediante), los tenedores de bonos sufrirían fuerte por el lado de las paridades.

Veremos qué novedades nos traen las PASO.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia

juan@cucchiara.sba.com.ar