

Consultor Financiero

MF Santiago Tamous

Análisis del Desafío de Refinanciar la Deuda de Corto Plazo en Pesos del Tesoro Argentino: Un Contexto de Inestabilidad y Calendario Electoral

Hasta fin de año vencerán \$ 102 billones de pesos de deuda del Tesoro Nacional, a los cuales deben sumarse los vencimientos de nuevos títulos que puedan surgir de las refinanciaciones de los vencimientos contabilizados.

La refinanciación de la deuda de corto plazo en pesos del Tesoro Argentino es más que un mero ejercicio técnico, se presenta como un desafío crítico y multifacético para el gobierno actual; es un termómetro de la confianza del mercado en la estabilidad macroeconómica y la dirección política del país.

El calendario electoral, las expectativas de devaluación, la alta inflación y un riesgo país elevado son factores que intensifican el desafío de lograr un "roll-over" (renovación) exitoso y a plazos más largos. El Tesoro deberá mantener una estrategia flexible y convincente, respaldada por la disciplina fiscal y monetaria, para sortear este complejo escenario y asegurar la sostenibilidad de la deuda pública.

La capacidad de generar confianza entre los inversores, tanto locales como internacionales, será el factor determinante para el éxito en este crucial período. En caso de lograrse, vemos posible un incremento de las tasas de interés reales cuanto más cerca sea la definición electoral complementada con venta a futuro de dólar siendo fundamental el mantener al tipo de cambio nominal debajo del límite de intervención del Banco Central.

I. Vencimientos de Deuda en Pesos remanente Julio 2025

El próximo 29 de julio el ministerio de economía debe afrontar el vencimiento de \$ 11 billones de pesos. Esto sucede en un momento de renovadas presiones sobre el tipo de cambio y una fuerte volatilidad en las tasas de interés.

Desde la Secretaría de Finanzas, el menú de bonos para la próxima licitación está integrada por:

-Lecap y Boncap con vencimiento al 15 de agosto (S15G5), al 29 de agosto (S29G5), al 12 de septiembre (S12S5), al 30 de septiembre (S30S5), al 17 de octubre (T17O5), y al 31 de octubre (S31O5).

-Letras y Bonos Dólar Linked: con vencimiento al 18 de agosto (D29G5) y al 30 de septiembre (D30S5). Ambos son nuevos instrumentos. Y reaperturas, con vencimientos al 31 de octubre (D31O5) y al 15 de diciembre (TZVD5).

-Boncer: con vencimiento al 30 de octubre (TZXO6).

II. Panorama de Vencimientos de Deuda en Pesos (Agosto - Diciembre 2025)

El Tesoro Argentino enfrenta un cronograma de vencimientos exigente en los próximos cuatro meses. Aunque los montos precisos fluctuarán dadas las licitaciones y operaciones de canje, las proyecciones son las siguientes:

- **Agosto 2025:** Se estima un total de vencimientos de alrededor de **\$30 billones**. Este mes es clave, con compromisos significativos a mediados y finales del período, los cuales están siendo gestionados con operaciones de canje y ampliación de instrumentos como la LECAP S29G5. Este mes todavía puede ser un mes de alto roll-over a plazo de 30 a 60 días combinado con venta futuro del Banco Central que brinde cobertura a quienes opten por ganar tasa en pesos a muy corto plazo.
- **Septiembre 2025:** Los vencimientos se canalizarán a través de la emisión y renovación de LECAPs (S12S5, S30S5, entre otras) y otros títulos. La magnitud de la renovación dependerá de la confianza del mercado y las condiciones de liquidez. Las variantes deberán ofrecer una compensación suficientemente atractiva frente a la variante tradicional de dolarización de cartera preelectoral.
- **Octubre 2025:** Similar a septiembre, se prevén vencimientos de instrumentos como los Boncaps a octubre de 2025 (T17O5 y S31O5), buscando extender plazos. El éxito dependerá de la capacidad del Tesoro para mantener el interés de los inversores en fechas de definiciones electorales y esperamos evidencia de una fuerte presión sobre las reservas.
- **Noviembre a Diciembre 2025:** Estos meses se incluyen dentro de las proyecciones más amplias de la Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC), que sitúa los vencimientos en pesos entre junio y diciembre de 2025 en torno a los \$102 billones. Se espera que los compromisos de noviembre y diciembre sigan siendo considerables retroalimentados por las renovaciones de meses anteriores y el resultado electoral

Tabla de Vencimientos Estimados (Agosto - Noviembre 2025)

Mes	Monto de Deuda a Vencer (Estimado en Billones de Pesos)	Notas
Agosto 2025	\$30	Incluye vencimientos a mediados y finales de mes, con operaciones de canje y renovación ya en marcha.
Septiembre 2025	A determinar con licitaciones	Se espera la renovación de LECAPs y otros títulos. Monto exacto sujeto a resultados de licitaciones de agosto/septiembre.
Octubre 2025	A determinar con licitaciones	Vencimientos de Boncaps y otros instrumentos. Monto exacto sujeto a resultados de licitaciones.
Noviembre 2025	A determinar con licitaciones	Parte de los vencimientos totales proyectados hasta fin de año por la OPC. Monto exacto sujeto a la estrategia de refinanciación de los meses previos.

III. Perfil de Tenedores de la Deuda de Corto Plazo en Pesos

La composición de los tenedores es crucial para entender la dinámica de las licitaciones:

- **Sector Público (Intra-Estado):** Es el principal tenedor, incluyendo el Banco Central de la República Argentina (BCRA), la ANSES (a través del FGS) y otros organismos públicos. Su participación es clave, ya que su disposición a renovar o suscribir nueva deuda reduce la presión sobre el mercado privado.
- **Entidades Financieras (Bancos):** Tanto públicos como privados, mantienen una porción significativa de la deuda, invirtiendo su liquidez y cumpliendo con regulaciones. Su comportamiento en las licitaciones es vital.
- **Inversores Privados Locales:** Incluyen Fondos Comunes de Inversión (FCIs), compañías de seguros, empresas no financieras y grandes patrimonios. Estos inversores suelen ser más sensibles a las expectativas de inflación, tipo de cambio y riesgo político.
- **Inversores Extranjeros:** Su participación en deuda en pesos es menor y más selectiva en comparación con la deuda en moneda extranjera. Su interés en los instrumentos en pesos depende fuertemente de la estabilidad macroeconómica y de la percepción de un tipo de cambio competitivo y predecible.

La concentración de la deuda en manos del sector público y las entidades financieras locales ofrece una base de sustentación, pero la participación activa y renovada del sector privado es indispensable para validar la sostenibilidad de la estrategia de financiamiento.

IV. Dificultades para Lograr el "Roll-Over" en el Contexto Actual

La capacidad del Tesoro para renovar los vencimientos de deuda de corto plazo se ve complejizada por varios factores interrelacionados:

1. Calendario Electoral:

- **Incertidumbre Pre-electoral:** La proximidad de elecciones (primarias, generales, etc. según el cronograma electoral que podría implicar elecciones provinciales o un ambiente electoral nacional incipiente) tiende a generar cautela entre los inversores. Las dudas sobre la continuidad o el cambio de políticas económicas tras las elecciones elevan la aversión al riesgo.
- **Estrategia de Corto Plazo:** Los inversores tienden a preferir instrumentos de muy corto plazo (LECAPs) o indexados (CER) para minimizar la exposición a la incertidumbre, lo que dificulta la extensión de los plazos.

2. Riesgo País y Percepción de Riesgo Soberano:

- **Volatilidad de Activos:** El riesgo país, si bien se asocia más con la deuda en dólares, influye en la percepción general del riesgo argentino. Un riesgo país elevado se traduce en mayores tasas exigidas para la deuda en pesos, haciendo más costoso el financiamiento.
- **Historial de Reestructuraciones:** El historial de reestructuraciones de deuda genera una memoria en los inversores, que exigen primas de riesgo adicionales para invertir en bonos argentinos, incluso en pesos.

3. Mercado Cambiario Restringido y Expectativas de Devaluación:

- **Control mercado cambiario para personas jurídicas:** La persistencia de restricción de acceso al mercado cambiario libre para las personas jurídicas reflejan la dificultad de abastecer de oferta suficiente para responder a la demanda al tipo de cambio actual.
- **Expectativas de Depreciación del Tipo de Cambio:** El saldo de la cuenta corriente del primer trimestre y la realidad de la balanza comercial actual reflejan una realidad de tipo de cambio real que debe subir para ser más

competitivo. Dada la situación de fuerte disponibilidad de pesos en el mercado por vencimiento de deuda en esa moneda y dificultad para lograr incremento genuino de reservas internacionales por parte del Banco Central lleva a un incremento de las expectativas de un ajuste cambiario preelectoral. Esto incentiva a los inversores a dolarizar carteras o a demandar instrumentos dólar-linked, desincentivando la inversión en títulos a tasa fija en pesos.

- **Inflación Persistente:** Si bien los títulos CER ofrecen cobertura contra la inflación, la persistencia de una alta inflación genera dudas sobre la capacidad del gobierno para estabilizar la macroeconomía y puede impulsar la dolarización.

4. **Liquidez del Mercado y Tasas de Interés:**

- **Tasa Real Positiva:** El Tesoro debe ofrecer tasas reales atractivas para incentivar la demanda de sus instrumentos, lo cual puede ser costoso.
- **Absorción de Liquidez:** Las licitaciones compiten por la liquidez del mercado con otras opciones de inversión. La capacidad de absorber esa liquidez es crucial.

5. **Comunicación y Credibilidad:**

- **Mensajes Consistentes:** La claridad y consistencia en los mensajes económicos y financieros por parte del gobierno son fundamentales para generar confianza. Cualquier señal de inconsistencia puede aumentar la incertidumbre.
- **Metas Fiscales y Monetarias:** El cumplimiento de las metas fiscales y monetarias es esencial para la credibilidad y para anclar las expectativas inflacionarias y cambiarias.

V. Estrategias del Tesoro Frente al Desafío

Para sortear estas dificultades, el Tesoro Argentino probablemente continuará implementando una combinación de las siguientes estrategias:

- **Diversificación de Instrumentos:** Ofrecer un menú amplio de instrumentos (LECAPs, Bonos CER, Bonos Dólar Linked, Bonos a Tasa Fija) para satisfacer las diversas preferencias de los inversores. La emisión de títulos CER es vital para

atraer a quienes buscan cobertura inflacionaria (según OPC aproximadamente 30% de la deuda total es pesos ajustable por CER a diciembre 2024).

- **Gestión Activa de Vencimientos:** Realización de canjes proactivos para alargar los plazos de vencimiento y reducir la presión de los roll-overs inmediatos.
- **Incentivos a la Participación del Sector Público:** Negociación con el BCRA y la ANSES para asegurar su rol como tenedores de última instancia y participantes clave en las licitaciones.
- **Transparencia y Comunicación:** Publicar cronogramas de licitaciones y resultados de manera clara y oportuna para dar previsibilidad al mercado.
- **Coordinación de Políticas:** Armonización de las políticas fiscal y monetaria para reducir la incertidumbre y generar un marco macroeconómico más estable.

VI. Conclusión

La refinanciación de la deuda de corto plazo en pesos es más que un mero ejercicio técnico; es un termómetro de la confianza del mercado en la estabilidad macroeconómica y la dirección política del país.

El calendario electoral, las expectativas de devaluación, la alta inflación y un riesgo país elevado son factores que intensifican el desafío de lograr un "roll-over" exitoso y a plazos más largos. El Tesoro deberá mantener una estrategia flexible y convincente, respaldada por la disciplina fiscal y monetaria, para sortear este complejo escenario y asegurar la sostenibilidad de la deuda pública.

La capacidad de generar confianza entre los inversores, tanto locales como internacionales, será el factor determinante para el éxito en este crucial período. En caso de lograrse, vemos posible un incremento de las tasas de interés reales cuanto más cerca sea la definición electoral complementada con venta a futuro de dólar siendo fundamental el mantener al tipo de cambio nominal debajo del límite de intervención del Banco Central.