

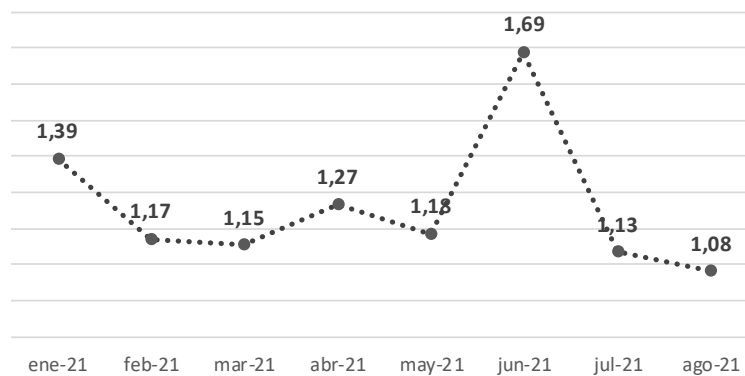
Todo sigue igual de bien

Equipo LCG

Ayer la Secretaría de Finanzas logró colocar \$ 99 MM nominales, haciéndose de un total de \$ 95 MM que se suman a los \$ 146 MM recolectados a principios de mes. El menú ofrecido por la Secretaría de Finanzas se concentró en títulos más cortos (Ledes a octubre, diciembre y enero), que absorbieron 72% de la oferta.

De esta manera, **el Tesoro logró terminar de cubrir los vencimientos de la primera semana del mes.** En lo que va de agosto acumula endeudamiento neto (colocaciones – vencimientos deuda de capital y pagos de intereses) por \$ 17 MM. **Más allá de la recomposición que implicó esta licitación, el ratio de refinanciamiento de los vencimientos empieza a contrastar con lo que se observaba a principios de año (130% en el primer semestre).**

Tasa de refinanciamiento de vencimientos (capital + intereses)
% del total



Fuente: LCG

La mejor aceptación por parte del mercado se debió en parte a la posibilidad de negociar contra el BCRA futuros sobre LEDES que permiten asegurar un precio a un período determinado, algo que es conveniente principalmente para los fondos de *money market* que no pueden registrar pérdidas de capital. Debido a que buena parte del mercado responde al dinero transaccional (básicamente saldos de caja de empresas), estos fondos ganan participación barriendo las cuentas a diario. El Tesoro apuntó allí para financiar sus necesidades.

Asimismo, se aprobó la creación de fondos comunes abiertos dedicados a financiar exclusivamente al Tesoro que deberán componerse de al menos 55% de colocaciones primarias y hasta un 45% de otros fondos de *money market*.

Todos estos cambios dan cuenta de la preocupación del Gobierno por no poder alcanzar el financiamiento necesario para cubrir el aumento del gasto público de los cuatro meses que quedan por delante. Sucede que imprimir dinero tiene un límite establecido por la Carta Orgánica del BCRA. Así, para este año podría disponer un máximo de \$ 850 MM en adelantos transitorios y \$ 770 MM por la transferencia del resultado cuasifiscal de 2020.

Dado que ya se han consumido \$ 520 MM de ese resultado y que el margen de adelantos transitorios es de poco menos de \$ 650 MM para el resto del año, **el máximo financiamiento monetario que puede obtener el Tesoro es de \$ 880 MM (2,2% del PBI).**

Adelantos transitorios

\$ MM			Límite máx.	Margen
	Stock	m/m		
ene-21	1.260	0	1.603	342
feb-21	1.260	0	1.630	369
mar-21	1.395	135	1.662	267
abr-21	1.450	55	1.669	219
may-21	1.450	0	1.689	239
jun-21	1.450	0	1.769	318
jul-21	1.450	0	1.845	395
ago-21	1.450	0	1.933	482

Resultado cuasifiscal

\$ MM		
	Transf. Mensual	Acum.
ene-21	0	0
feb-21	0	0
mar-21	0	0
abr-21	0	0
may-21	50	50
jun-21	90	140
jul-21	180	320
ago-21	200	520

MONTO POTENCIAL AL TRANSFERIR a dic 2021 >>>>	823
Margen disponible >>>>	633

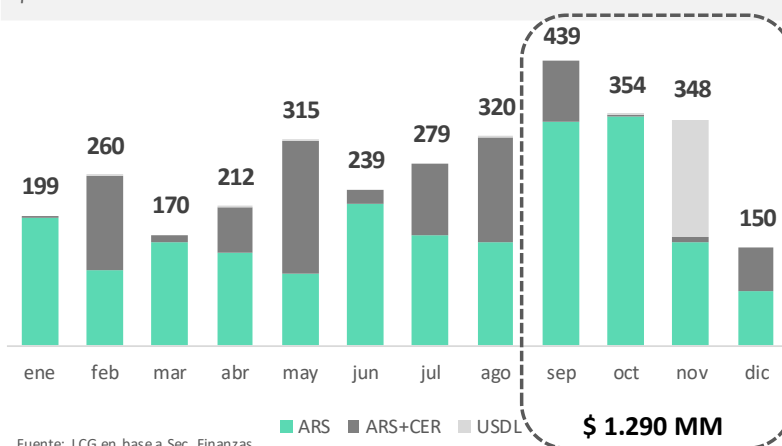
MONTO POTENCIAL AL TRANSFERIR* >	767
Margen disponible >>>>	247

* Incluye \$ 270 MM por utilidades generadas en 2019 que no fueron distribuidas

El resto de las necesidades tiene que ser cubierto con endeudamiento neto. Por el lado de las obligaciones ya tiene comprometido amortizaciones de deuda en pesos por \$ 1.155 MM e intereses en pesos por \$ 140 MM. En total \$ 1,3 Bn, 3,2% del PBI. En la economía "bimonetaria" del Gobierno, los dólares se cancelan con dólares, entonces los DEG que recibirá el gobierno el 23 de agosto (USD 4,3 MM) serán usados para atender las necesidades en moneda extranjera, así se podrá pagar los USD 3,6 MM de deuda con el FMI de capital e interés y el pago a otros organismos.

Vencimientos de deuda en ARS con mercado

\$ MM



Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

Ahora entonces se entiende mejor la ansiedad de la secretaría de finanzas. **Sucede que el déficit primario se vuelve función de lo que logre captar de pesos el Gobierno en el mercado.** Dado que el perfil de vencimientos es abultado para los próximos meses, entonces habrá que monitorear de cerca las próximas colocaciones.

A su vez, vale decir que las colocaciones netas son función inversa del tiempo que resta para las elecciones por dos vías: 1) aumenta la necesidad de gasto, y 2) disminuye la propensión a prestarle al Tesoro aumentando la preferencia por otros activos que brinden cobertura contra la inflación o el tipo de cambio.

Es por ello que para alcanzar un déficit primario en línea con el presupuesto (4,5% del PBI), se debería obtener \$ 1,3 de nuevo capital colocado por cada peso de capital e interés vencido. Esta tasa de 1,3 es la que determinará entonces la capacidad de gasto del Tesoro.

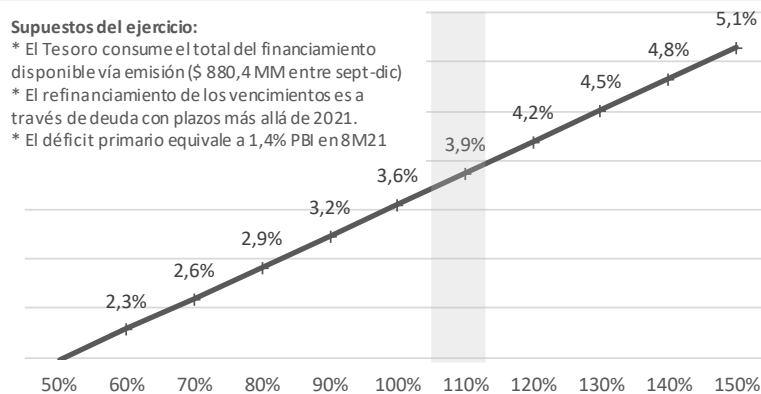
El siguiente ejercicio refleja distintos niveles de déficit primario para 2021 a las que se puede aspirar a partir de distintas tasas de *roll over* (de capital e intereses). En nuestra opinión, un déficit de 3,9% es suficiente para hacer un gasto importante en lo que resta del año -conformando al ala dura de la coalición gobernante- y, en paralelo, satisfacer al mercado mostrando una superación a la meta de la Ley de Presupuesto Nacional. **Sin embargo, alcanzar ese 3,9% tampoco es tan sencillo, requiere que la tasa de renovación promedio sea de 1,1, por encima de la registrada en lo que va de agosto.**

3

Déficit primario 2021 en función del rolleo de los vencimientos en los últimos 4 meses del año. % del PBI

Supuestos del ejercicio:

- * El Tesoro consume el total del financiamiento disponible vía emisión (\$ 880,4 MM entre sept-dic)
- * El refinanciamiento de los vencimientos es a través de deuda con plazos más allá de 2021.
- * El déficit primario equivale a 1,4% PBI en 8M21



Fuente: LCG

Un déficit mucho más bajo no permite expandir el gasto, pero además dejaría un piso de exigencia más elevado para 2022, año en el que empezará a operar la demanda del FMI por la convergencia fiscal. La Secretaría de Finanzas deberá atravesar un desafío grande de acá a las PASO, pero también de las PASO a las generales: es que el mercado sigue desconfiando del discurso del Gobierno que sigue entonando *♪...Todo sigue igual de bien... ♪* luego de las elecciones, algo que retumba cada vez con menos eco en el mercado.