

MONITOR SEMANAL

La reconstrucción del financiamiento en pesos al Tesoro

Mientras sigue evolucionando la saga de eventos en la negociación de la deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional, notamos determinados avances en la normalización de su financiamiento en moneda local. En diciembre del año pasado y los meses siguientes le era muy difícil acceder a renovaciones voluntarias de los vencimientos en pesos, mientras que en las últimas semanas el resultado neto de sus operaciones pasó a signo positivo medido por el financiamiento que obtuvo y los pagos de deuda que debió afrontar en esa moneda.

Estimación pagos netos de deuda del Tesoro en ARS y asistencia del BCRA
ARS MM y %. Al 19/5/2020

	Vencimientos capital e intereses		Fuente de financiamiento			Financiamiento neto (6) = (3)+(4)+(5)-(1)**	Comentarios	Asistencia BCRA al Tesoro
	Total (1)	Sector privado (2)	Emisiones mercado primario** (3)	Canje (4)	Reperfilamiento (5)			
Entre el 10/12 y el 19/5								
dic-2019 (desde 10/12)	63.412	54.120	37.015	0	0	-26.397		170.224
ene-20	109.361	105.613	35.714	36.671	0	-36.976	• Canje LECAPs por ARS 36,7 mil MM	16.464
feb-20	160.640	151.640	28.313	0	100.000	-32.327	• 4/2 Reprogramación bono DUAL por ARS 100 mil MM	110.804
mar-20	167.351	124.351	56.983	89.787	0	-20.581	• Canje BOGATO, AF20, Lecap, Lecer, Lelink, Lebad con vencimientos en marzo	187.859
abr-20	345.887	135.635	121.907	314.069	0	90.089	• Canje BONCER 20 por ARS 314 mil MM	271.853
may-20 (al 19/5)**	93.364	83.984	117.269	151.225	0	23.905	• Canje LETES USD y DUO por USD 2,4 mil MM	191.617
Acumulado 10/12 al 19/5	940.015	655.343	397.201	440.527	100.000			978.391
% del total			42%	47%	11%			

* Incluye intra-sector público

** En mayo se excluye en la suma de financiamiento neto (6) la columna (4) por corresponder a operación de canje de LETES en USD con vencimiento Ago-2020

Fuente: MECON, BCRA, Bloomberg y estimaciones propias

Canje LETES USD vencimiento Ago-20 por BONCER 22-23-24

Entre diciembre 2019 y marzo 2020 observamos un déficit promedio de financiamiento neto del orden de ARS 29 mil millones por mes (columna 6 de la tabla). Más aún, esa diferencia hubiese sido mayor de no haberse implementado mecanismos de canje muy inducidos de Lecaps en enero y el reperfilamiento del Bono Dual en febrero.

Desde abril se revierte el signo negativo del financiamiento neto, lográndose en ese mes un superávit que estimamos en ARS 90 mil millones y, en lo que va de mayo (al 19/5), de ARS 24 mil millones. Además, en mayo el Gobierno logró canjear LETRAS en USD por bonos ajustables por

MONITOR SEMANAL

CER de largo plazo. Esta operación no la incluimos como mayor financiamiento neto del período.

Hubo varios elementos que ayudaron a explicar estos resultados en el período reciente, entre ellos:

- 1) Tasas de interés en las licitaciones primarias más alineadas con alternativas de colocaciones disponibles para los financistas, incluyendo las relaciones de canje y plazos.
- 2) Cambios en la regulación tendientes a descomprimir presiones sobre USD MEP y CCL. En particular las limitaciones a los Fondos Comunes de Inversión para invertir en activos en USD y la moneda de compra de cuotas-partes (ARS por ARS, USD por USD).
- 3) Las restricciones vigentes a la operatoria en el mercado de cambios oficial, que limita la dolarización de portafolios.
- 4) Expansión de base monetaria de ARS 640 mil millones desde principios de marzo (del 5/3 al 14/5), que se tradujo en un aumento de depósitos privados de ARS 740 mil millones, mientras que los préstamos al sector privado lo hicieron en ARS 217 mil millones en el mismo período. Parte de estos excedentes de liquidez se vuelca la compra de los títulos emitidos por el Gobierno.

En este entorno de gran liquidez, restricciones y mejor reconocimiento de las condiciones de mercado en la instrumentación del programa financiero, el Tesoro está logrando reordenar su financiamiento en moneda local. Este escenario también permite al sector privado salir con emisiones a tasa variable o USD/link. Sin embargo, la construcción del mecanismo y su perdurabilidad no están exentos de riesgos.

Observaciones sobre las curvas de pesos del riesgo soberano

En la última licitación de Letras en ARS (19/5), el Tesoro Nacional colocó letras a descuento a tasas nominales anuales (TNA) del 28-30% a julio y agosto de este año. Estos rendimientos se ven más alineados con la expectativa de inflación de los próximos meses que las vigentes a fines de marzo.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

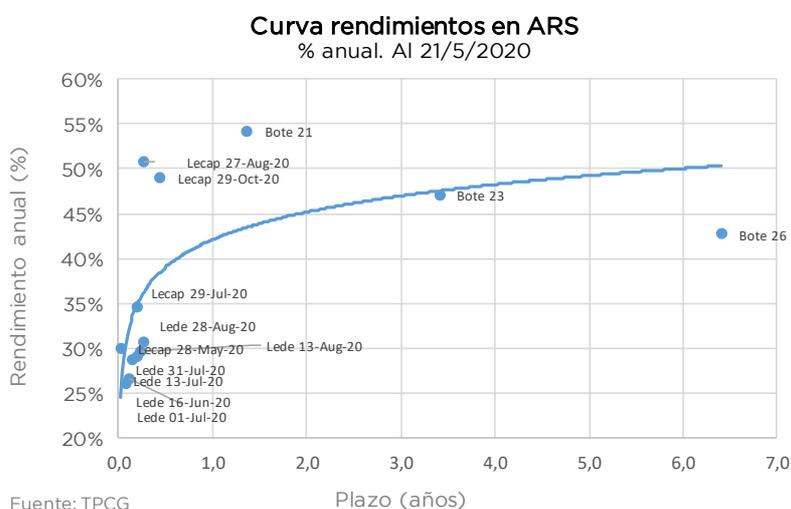
Juan Sommer
CONSEJERO



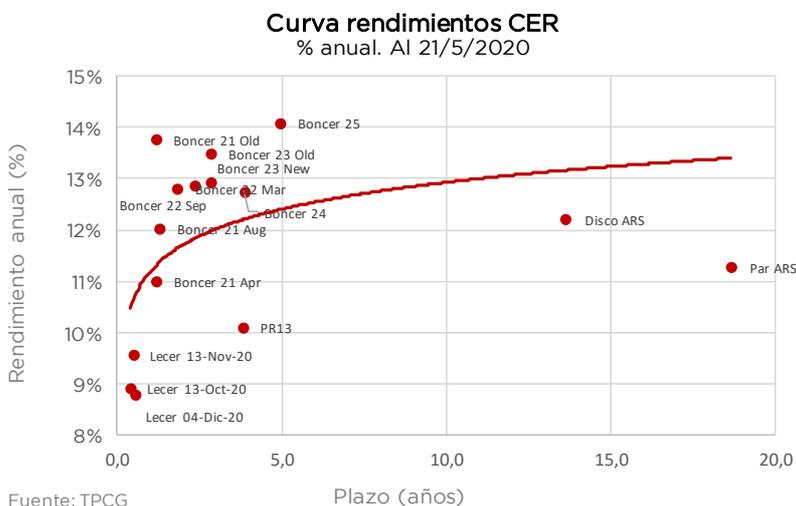
MONITOR SEMANAL

Además, son superiores a la tasa de interés de plazos fijos, actualmente en el orden del 26% de TNA.

La curva de rendimientos de los activos en ARS en el mercado secundario muestra rendimientos más elevados para el mismo período, aunque con algunas limitaciones de liquidez. Además, se nota la intención del emisor de marcar una tasa indicativa en su entendimiento de reconstrucción de este tipo de mercado.



Otro segmento de actividad es en la emisión de deuda ajustable por CER a plazos mayores. La última emisión fue el 15/5 para canjear LETRAS en USD por BONCER 22-23-24 a tasas de CER + 1,2-1,5%.



MONITOR SEMANAL

Con las mismas consideraciones que para los títulos a tasa fija, vemos que la curva de rendimientos de la deuda CER en el mercado secundario muestra rendimientos en el orden de CER + 9-10% para instrumentos de corto plazo y CER + 11-14% para los de mediano y largo plazo.

Es decir, instrumentos ajustables por CER para el mediano y largo plazo comienzan a tener algún atractivo. En particular cuando los niveles de tipo de cambio libre ARS/USD actuales (118-120) se ubican por encima del promedio de largo plazo de 60-70 según la paridad del poder de compra a precios actuales.