

## Cambios en la forma de financiamiento en ARS del Tesoro

### 1. El financiamiento del Tesoro entre enero y septiembre de 2020

Entre enero y septiembre de 2020, el BCRA emitió ARS 1,6 billones para financiar prácticamente la totalidad del déficit fiscal del Tesoro Nacional, que fue de ARS 1,7 billones.

#### Explicación evolución base monetaria y déficit fiscal enero-septiembre 2020\*

	ARS MM
Financiamiento al Tesoro	1.675.024
Absorción Leliqs+Pases	-1.327.977
Compra neta de divisas	-332.452
Pago intereses Leliqs+Pases y otros	483.719
<b>Base monetaria</b>	<b>498.314</b>
<b>Resultado fiscal en el período</b>	
Primario	-1.302.010
Total	-1.734.196

\* (-) implica absorción de base y viceversa

Fuente: BCRA y MECON

Contrarrestando los efectos de esa fuerte expansión monetaria y la del pago de intereses de las Leliqs y Pases, el BCRA absorbió ARS 1,3 billones con estos instrumentos. La venta de dólares contribuyó adicionalmente a reducir la expansión de la base monetaria. Es decir, mientras el Tesoro se financiaba a tasa cero el BCRA acumulaba gastos cuasifiscales.

No obstante esta situación, el Gobierno estuvo tratando de crear las condiciones para poder financiarse en el mercado. De hecho, logró refinanciar voluntariamente vencimientos de deuda por el equivalente ARS 1,5 billones, con participación creciente desde marzo de este año.

### 2. El cambio en octubre

En octubre el mecanismo de financiamiento del Tesoro es distinto. Colocó deuda en el mercado por ARS 422 mil millones, lo cual le habría permitido obtener recursos para cancelar los vencimientos de deuda y el déficit del mes y también pre cancelar adelantos con el BCRA por ARS 100 mil millones.

**Daniel Marx**  
DIRECTOR EJECUTIVO

**Virginia Fernández**  
ECONOMISTA SENIOR

**Fernando Baer**  
ECONOMISTA SENIOR

**Paul Franck**  
ANALISTA JUNIOR

**Juan Sommer**  
CONSEJERO



## MONITOR SEMANAL

**Estimación Usos y Fuentes en ARS del Tesoro  
Nacional en oct-2020**

ARS MM	
	oct-20
<b>USOS</b>	
Vencimientos ARS	
Capital	157.511
Títulos (bonos y letras)	131.678
Adelantos BCRA	25.780
Resto	52
Intereses	34.877
(1) Total vencimientos	192.387
(2) Resultado primario	-180.000
(3) Cancelación adicional Adelantos BCRA*	100.000
(4)=-(1)+(2)-(3) <b>Total Usos</b>	<b>-472.387</b>
<b>FUENTES</b>	
(5) Emisión bruta de deuda en ARS	422.804
(6) Otras fuentes (ej, utilidades y otros BCRA)	49.583
(7)=(5)+(6) <b>Total fuentes</b>	<b>472.387</b>

\* Neto de los ARS 22.861 millones expresados en vencimientos. En total ARS 125.780 millones

Fuente: MECON, BCRA y estimaciones propias

En este sentido ha jugado un rol importante la decisión del Gobierno de emitir bonos USD-linked, en particular en el contexto de expectativas de devaluación y restricciones cambiarias. En efecto, del total emitido, el 62% fueron instrumentos atados a la evolución del tipo de cambio oficial –bonos USD-linked. El 6/10 el Gobierno emitió el primer bono USD-linked por USD 1,76 mil millones –ARS 136,1 mil millones. Esta semana (27/10) volvió a emitir otro por USD 1,6 mil millones –ARS 129,8 mil millones.

El desplazamiento de los inversores hacia esos instrumentos incide sobre la evolución de los depósitos a plazo fijo del sector privado - principalmente de fondos comunes de inversión e inversores institucionales-, que en lo que va del mes caen en ARS 124,8 mil millones.

**Evolución depósitos en ARS del sector privado**

ARS MM. Variaciones acumulada y mensual

Depósitos privados en ARS	Ene-Sept	Oct-20*
Cuenta corriente	412.620	80750
Caja de ahorro	482.223	-100494
Plazo fijo	947.414	-124.831
Otros	22.731	4.918
<b>Total</b>	<b>1.864.988</b>	<b>-139.657</b>

\* Datos al 26/10

Fuente: BCRA

## MONITOR SEMANAL

También contribuyó que el BCRA introdujo cambios en la normativa para que las entidades pudieran aumentar las tenencias de bonos USD-linked, entre otros.

El financiamiento del Tesoro en el mercado a plazos más largos, al reducir los pasivos de corto plazo del Banco Central (Leliq y Pases) contribuye a la efectividad de la política monetaria y a mejorar el balance de la entidad.

### 3. Análisis de la emisión de deuda del Tesoro del 27/10

#### Emisión de deuda del Tesoro Nacional del 27/10/2020

Instrumento	Vencimiento	ARS MM y %		
		Valor adjudicado	Rendimiento	
		ARS MM	Colocación primaria	Mercado secundario
LECER	4/12/2020	66.559	1,0%	4,4%
LEDES	30/12/2020	48.473	36,5%	37,7%
BONCER	17/4/2021	8.827	1,5%	5,4%
BONAD	5/8/2021	1.009	36,1%	49,3%
BONO-USD L	29/4/2022	129.804	0,1%	-1,6%
<b>Total</b>	-	<b>254.672</b>	-	-

Fuente: MECON y Bloomberg

En su última licitación el Tesoro emitió instrumentos de corto y mediano plazo en ARS y ARS ajustables por CER, BADLAR y USD por ARS 254,7 mil millones.

Destacamos que el Tesoro logró financiarse a plazos más largos que antes o que los que venía haciendo el BCRA. También que lo hizo a tasas más bajas que las de mercado, con la excepción del USD-linked, probablemente por el tamaño de la emisión y las características de un mercado que está en formación.

El bono dólar linked se suscribió a un tipo de cambio de ARS/USD 78,2. De esta manera el Gobierno apuesta a una devaluación alineada con la inflación, menor que la expectativa de devaluación del tipo de cambio oficial reflejada en ROFEX cuyo contrato más largo disponible es sept-2021 a una tasa implícita de 85% a un año.

De esta forma el gobierno busca quitar presión en el mercado de cambios y evitar que la escasez de

## MONITOR SEMANAL

reservas convalide las expectativas actuales, a la vez que obtiene recursos financieros a plazos relativamente más largos para reducir su dependencia del BCRA

#### 4. Las necesidades de financiamiento en noviembre y diciembre 2020

En la tabla que sigue se observa la estimación de necesidades financieras del último bimestre del año, que podrían ascender a ARS 1,5 billones. En particular, en el último mes del año se combina una fuerte concentración de vencimientos de Letras en ARS y un abultado déficit primario, estacionalmente el más alto del ejercicio.

#### Estimación necesidades de fondos en ARS del Tesoro Nacional en Nov/Dic-2020

	ARS MM		
	nov-20	dic-20	Total
<b>Necesidades</b>			
<b>Vencimientos ARS</b>			
Capital	392.240	518.490	910.730
Títulos (bonos y letras)	279.224	447.738	726.962
Adelantos BCRA	112.949	47.928	160.877
Resto	67	22.824	22.891
Intereses	29.725	38.587	68.313
<b>Total vencimientos</b>	<b>421.966</b>	<b>557.077</b>	<b>979.043</b>
Resultado primario	-210.000	-365.000	-575.000
<b>Total necesidades</b>	<b>-631.966</b>	<b>-922.077</b>	<b>-1.554.043</b>

Fuente: MECON, BCRA y estimaciones propias

Esta necesidad de fondeo marca una prueba a la política de financiamiento iniciada en octubre. Mantener como principal fuente de financiamiento a compradores de títulos a emitir presupone que cuentan con motivos para hacerlo, con tasas, plazos y costos que se justifiquen para las partes, deseable bajo términos en donde la incidencia de los riesgos asociados vaya disminuyendo desde los elevados niveles actuales.