

MONITOR SEMANAL

## Las revisiones al programa financiero

En los primeros cuatro meses del año el Gobierno logró cubrir sus necesidades financieras en ARS -déficit fiscal y vencimientos de la deuda- en gran medida con fondos tomados en el mercado. Durante los primeros meses pudo cumplir este objetivo sin necesidad de convalidar tasas en el mercado primario que entraran en conflicto con el manejo que pretendía hacer sobre las expectativas de inflación y tipo de cambio. Sin embargo, el aumento de la tasa de inflación determinó que los objetivos entraran en conflicto y, consecuentemente, hubo que adaptar el programa financiero a las expectativas del mercado.

Ya en marzo el Tesoro había recibido asistencia del BCRA por ARS 160.000 millones y en la licitación del 14 abril la dinámica de renovación de los vencimientos se alteró consiguiendo refinanciar solo el 50%. Estas señales alertaron al Gobierno del cambio de contexto y lo impulsaron a revisar la estrategia para reducir el financiamiento monetario de sus necesidades de caja, aumentando las tasas de interés y reduciendo los plazos de las colocaciones en las licitaciones posteriores. El dato de inflación de marzo -que se conoció a mediados de abril- fue determinante en ese sentido.

### El cambio de contexto y la estrategia financiera en abril

Durante abril el Gobierno enfrentó vencimientos de capital e intereses de deuda en moneda local por ARS 246.000 millones. Si bien no hay datos concretos de qué porción de los vencimientos fueron renovaciones “casi automáticas” por tratarse de deuda en manos de instituciones del sector público (ej, FGS de ANSES), lo cierto es que en la licitación del 14 de abril el Tesoro no logró refinanciar la totalidad de los vencimientos - el 50% de los ARS 75.000 millones que vencían en la semana del 19/23 de abril.

Desde ese momento y en las licitaciones siguientes tuvo que adaptar las condiciones de emisión, aumentando gradualmente la tasa y reduciendo los plazos.

Así, en el llamado de esta semana colocó ARS 107.000 millones

Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

Lucas Longo  
ANALISTA SENIOR

Paul Franck  
ANALISTA JUNIOR

JuanSommer  
CONSEJERO



## MONITOR SEMANAL

de ARS 110.000 millones que licitó. Para ello, por primera vez decidió no fijar la tasa máxima de algunas de las emisiones - tanto las de tasa fija, como variable y CER.

Como puede verse en la tabla que sigue, en la última licitación tuvo que reducir el plazo promedio de las letras ofrecidas, sobre todo en el segmento a descuento y Lepase y aumentar la tasa para el plazo corto, para capturar el monto buscado.

**Resultado últimas licitaciones de deuda en ARS**

ARS MM y TNA, TND y TEA. Al 28/4/2021

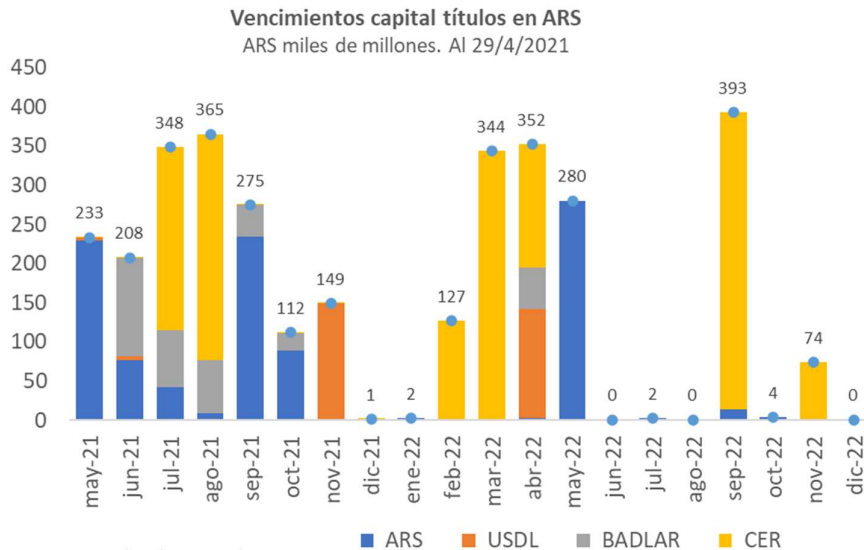
Fecha emisión	Instrumento	Monto (ARS MM)	TNA	Plazo (días)	TNA diaria	TEA
<b>Tasa fija</b>						
14/4/2021	Ledes	11.092	39,8%	198	0,20%	43,3%
21/4/2021	Ledes	19.728	37,2%	100	0,37%	42,6%
21/4/2021	Ledes	4.634	39,8%	162	0,25%	44,2%
28/4/2021	Ledes	23.769	36,8%	63	0,58%	42,9%
28/4/2021	Ledes	12.628	40,2%	184	0,22%	44,2%
<b>Tasa variable</b>						
14/4/2021	Lepase	6.822	39,3%	198	0,20%	42,7%
21/4/2021	Lepase	11.712	37,0%	100	0,37%	42,3%
21/4/2021	Lepase	3.774	39,3%	162	0,24%	43,6%
28/4/2021	Lepase	24.835	37,3%	63	0,59%	43,6%
<b>Ajustable por CER</b>						
			<i>CER+</i>			
14/4/2021	Lecer	21.842	1,9%	369	0,005%	1,9%
21/4/2021	Lecer	53.728	1,9%	362	0,005%	1,9%
28/4/2021	Lecer	33.770	2,0%	355	0,006%	2,0%

Fuente: MECON

**Desafíos futuros**

El período julio-septiembre es demandante de financiamiento teniendo en cuenta los vencimientos de la deuda en ARS. El promedio mensual asciende a 346.000 millones, de los cuales más del 50% corresponde a deuda ajustable por CER, que viene aumentando a un ritmo del 41% anual en el último año, con tendencia a acelerarse por una mayor inflación. Los vencimientos de deuda ajustable por CER son proporcionalmente más altos en 2022.

MONITOR SEMANAL



Fuente: MECON y estimaciones propias

La “CERificación” de la deuda del Tesoro es una propuesta que en el contexto actual de incertidumbre puede agregar algún atractivo a inversores que comienzan a mostrarse más demandantes a la hora de tomar decisiones. La participación de la deuda ajustable por CER en el total de la deuda en ARS es actualmente del 55% y viene creciendo a un ritmo definido por la propia marcha de la inflación y cierta preferencia de los inversores por este tipo de instrumentos -a fines de 2019 era 34%.

En conclusión, el Gobierno enfrenta un dilema, que viene dado por su intención de influir sobre las expectativas de inflación a través de un conjunto de políticas, incluyendo la tasa de interés y la realidad, que lo lleva a recalibrar esa estrategia para poder cumplir con otro de sus objetivos que es minimizar la emisión monetaria para cubrir las necesidades financieras. Subir la tasa de interés, ofrecer instrumentos a menor plazo y ajustables por inflación muestra su preocupación por mantener cierto control del financiamiento monetario de sus necesidades de caja.

En los próximos meses, la complejidad de las decisiones que enfrentará el Gobierno en materia monetaria -incluyendo la suba de la tasa de interés- y financiamiento de sus necesidades de caja, dependerá de la evolución de la tasa de inflación y de las expectativas que se tengan sobre las decisiones que tomará después de las elecciones.