

MONITOR SEMANAL

Monitoreando los vencimientos de la deuda del Tesoro (y del BCRA)

La agenda de vencimientos de la deuda del Tesoro en ARS y en moneda extranjera -principalmente con el FMI- es importante. A los vencimientos de ARS se le suman las necesidades de caja por el mayor déficit del último trimestre del año, en particular en diciembre. A continuación, mostramos los vencimientos de deuda del Tesoro en ARS y moneda extranjera para lo que resta de 2021 y 2022. Además, de naturaleza distinta pero relacionado a ello, analizamos las características de la deuda de corto plazo en ARS del BCRA -Leliqs y Pases.

La conclusión es que hoy estamos en un punto de inflexión en materia de financiamiento de vencimientos. Las formas de encararlo pueden ser diversas, pero el grado de refinanciación dependerá finalmente de las características del acuerdo al que se llegue con el FMI, incluyendo el sendero de disminución del déficit y otras metas del programa. Las características de cada tipo de instrumento incidirán también sobre la capacidad de refinanciación (ej, tasas fija o CER).

La deuda en ARS del Tesoro

- El primer semestre de 2021: durante ese período el Gobierno logró financiar sus necesidades de caja principalmente mediante la emisión de títulos de deuda ajustables por CER y prácticamente sin recurrir a la asistencia del BCRA. El contexto en el que se dio esa situación fue de un bajo déficit fiscal -el déficit primario promedio mensual fue de ARS 26 mil millones- y de vencimientos de deuda menores a los actuales. El promedio de tasa de refinanciación de los vencimientos fue 140%.
- El segundo semestre de 2021: desde julio esa dinámica se alteró, con asistencia monetaria creciente del BCRA -en promedio ARS 250 mil millones mensuales en el período julio-septiembre- y dificultades para refinanciar los vencimientos de deuda. El contexto fiscal también fue distinto al del primer semestre del año, con un déficit primario promedio mensual de ARS 111 mil millones en el período julio-agosto (última información oficial disponible). La tasa de refinanciación de los vencimientos de deuda fue 95% en septiembre. Para evitar que

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

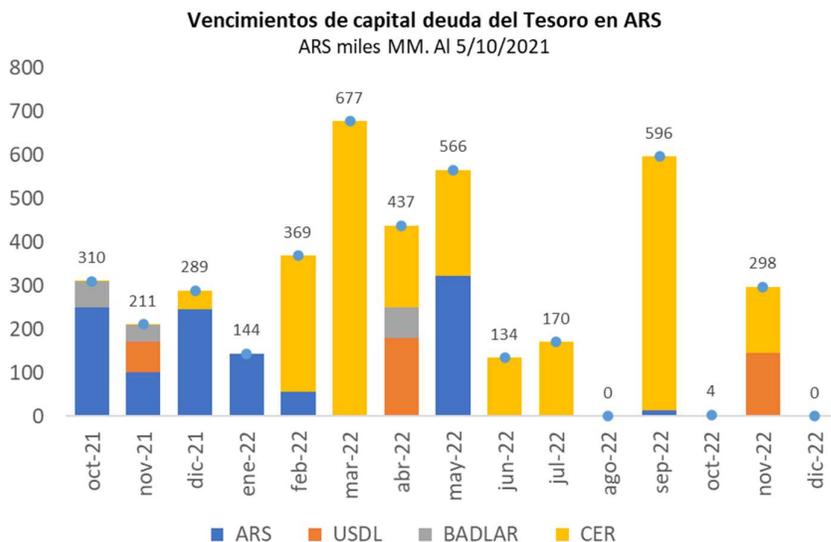
Joaquín Herrera
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

el porcentaje de renovación de los vencimientos sea aún menor, se bajó el plazo promedio de las emisiones y se aumentó la tasa de interés.



Fuente: MECON y estimaciones propias

El gráfico anterior muestra que el perfil de vencimientos de capital del período octubre-diciembre 2021 es relativamente bajo. Pero se conjuga con una época en que el déficit es estacionalmente más alto.

En el trimestre octubre-diciembre de 2021 vencen títulos de deuda en ARS por un promedio mensual de ARS 270 mil millones. Pero en febrero y marzo del 2022 los vencimientos son, en particular en ese último mes, más que el doble del promedio mensual del último trimestre del 2021 (ARS 680 mil millones en marzo).

La deuda en moneda extranjera del Tesoro

Como lo mencionamos oportunamente, los vencimientos de deuda del Tesoro en moneda extranjera para lo que resta de 2021 y en 2022 corresponden principalmente a pagos al FMI. En diciembre de este año hay vencimientos de capital e intereses por USD 2,310 mil millones -USD 1,900 mil millones de capital- que se cancelarían con el saldo de los DEGs que transfirió el FMI en agosto pasado.

MONITOR SEMANAL



Fuente: MECON y estimaciones propias

Pero ya en el primer trimestre de 2022 los servicios de deuda con el FMI superan los USD 4 mil millones, que se suman a USD 800 millones de pagos al resto de Organismos Internacionales.

Leliqs y Pases del BCRA

El stock de pasivos remunerados en ARS del BCRA -Leliqs y Pases- asciende a ARS 4,2 billones -9,6% del PBI. El plazo promedio es de 18 días y los intereses mensuales que se pagan son ARS 130 mil millones, un costo anual superior a 3% del PBI (nominal). Como el costo es inferior a la inflación, el costo real se reduce, siempre y cuando el stock se mantenga. Por otro lado, aumentó la proporción de pases en el total, que reducen marginalmente el costo, pero también el plazo.

Por las condiciones bajo las cuales opera la economía - restricciones cambiarias y baja demanda de crédito del sector privado- y por el marco normativo, los bancos vuelcan su liquidez excedente a estos instrumentos. Alteraciones mayores en la demanda de dinero podrían generar una situación de tensión monetaria que lleve a los bancos a reducir las tenencias de Leliqs y Pases. En caso en que el BCRA no sea efectivo en su política de absorción, la expansión de base monetaria tendría correlato sobre los precios de la economía, incluyendo las diferentes medidas de tipo de cambio.