

Programa financiero del Tesoro: cierre 2021 y consideraciones para 2022

Evolución de necesidades y fuentes de fondos en ARS

Recientemente se conoció el resultado de las cuentas fiscales del Sector Público Nacional en base caja del mes de octubre. A continuación, hacemos una estimación del déficit de los dos últimos meses del año, de las emisiones y vencimientos de deuda en ARS y la asistencia monetaria del BCRA. De esta manera, presentamos la evolución del programa financiero del período enero-diciembre de 2021. Además, agregamos algunas consideraciones sobre la situación en 2022¹.

Los datos de enero-octubre 2021

Estimación evolución del programa financiero en ARS del Sector Público Nacional enero-octubre 2021

ARS MM, % PBI y % del total. Acum. enero-octubre

	ARS MM*	% PBI**	% total
Usos	4.977.601	11,1%	100,0%
Déficit primario	777.735	1,7%	15,6%
Intereses	561.154	1,2%	11,3%
Déficit fiscal	1.338.889	3,0%	26,9%
Amortización títulos en ARS	3.239.759	7,2%	65,1%
Caja	398.954	0,9%	8,0%
Fuentes	4.977.601	11,1%	100,0%
Emisión deuda en ARS	4.116.608	9,1%	82,7%
Asistencia BCRA	860.994	1,9%	17,3%

*Se excluyen los DEGs recibidos en septiembre y contabilizados como ingresos del Tesoro (ARS 430 mil millones)

** PBI anual

Fuente: MECON, BCRA y estimaciones propias

Las necesidades de caja en ARS, excluyendo pagos en moneda extranjera, se hayan o no utilizado pesos para su compra, fueron de ARS 5 billones, el equivalente a 11% del PBI anual. En este cálculo excluimos los DEGs que giró el FMI en septiembre pasado (ARS 430 mil millones) y fueron contabilizados como ingresos del Tesoro. El 65% de este total se genera en

¹ El foco de este informe es el programa financiero en ARS. Quedan afuera las necesidades en moneda extranjera y sus contrapartidas. En 2021 el Tesoro tuvo que afrontar principalmente vencimientos de deuda -capital e intereses- con Organismos Internacionales, que fueron mayores a los desembolsos de esos organismos (saldo negativo neto de USD 900 millones en el acumulado enero-octubre). La transferencia de DEGs del FMI ayudó para reducir su impacto en las reservas internacionales. El año que viene la situación es distinta por las magnitudes involucradas (vencimientos de deuda con el FMI por USD 19.000 millones) y porque por el momento no tienen fuente de financiamiento.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Joaquín Herrera
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

vencimientos de capital de la deuda en ARS y el 27% en el déficit fiscal, equivalente al 3% del PBI (primario de 1,7% del PBI). Adicionalmente, se aumentó el saldo de caja en ARS 400 mil millones (0,9% del PBI).

El 83% de las necesidades de financiamiento fue cubierto con la emisión de títulos de deuda colocados en el mercado y el resto con asistencia monetaria del BCRA. La diferencia entre los vencimientos de capital de los títulos de deuda y la emisión de nueva deuda de ARS 880 mil millones implicó tomar fondos por el 130% de los vencimientos (*rollover*). Esa proporción fue más alta en el primer semestre del año que en el periodo julio a octubre.

Estimación para el año 2021

Los principales supuestos para las estimaciones son los siguientes:

- Mantenemos nuestra estimación de déficit primario anual de 3,2% del PBI (excluyendo los DEGs transferidos por el FMI y contabilizados como ingresos del Tesoro por casi 1% del PBI).
- Suponemos que la tasa de *rollover* de los vencimientos de deuda en diciembre es 110% -en línea con lo observado en los últimos meses.
- Se concluye el año con un saldo de caja igual al de fin de 2020 ajustado por inflación (ARS 371 mil millones).

Estimación del programa financiero en ARS del Sector Público Nacional 2021

ARS MM, % PBI y % del total. Acum. anual

	nov-21	dic-21	año 2021		
	ARS MM		ARS MM	% PBI*	% total
Usos	609.066	715.521	6.302.188	14,0%	100,0%
Déficit primario	273.465	388.800	1.440.000	3,2%	22,8%
Intereses	70.000	75.000	706.154	1,6%	11,2%
Déficit fiscal	343.465	463.800	2.146.154	4,8%	34,1%
Amortización títulos en ARS	237.288	307.826	3.784.872	8,4%	60,1%
Caja	28.313	-56.104	371.163	0,8%	5,9%
Fuentes	609.066	715.521	6.302.188	14,0%	100,0%
Emisión deuda en ARS	474.904	338.608	4.930.120	11,0%	78,2%
Asistencia BCRA	134.162	376.913	1.372.069	3,0%	21,8%

*Se excluyen los DEGs recibidos en septiembre y contabilizados como ingresos del Tesoro (ARS 430 mil millones)

** PBI anual

Fuente: MECON, BCRA y estimaciones propias

MONITOR SEMANAL

En noviembre y diciembre estimamos un aumento del déficit primario en relación con los meses previos. En el primer mes, por el mayor gasto asociado con medidas tomadas en el periodo de la campaña electoral (el déficit primario ascendería a ARS 273 mil millones) y, en el segundo, por la incidencia del mayor gasto de fin de año, asociado a aguinaldo de beneficiarios de la seguridad social y empleados públicos, entre otros (déficit primario de ARS 389 mil millones). Las necesidades totales de caja ascenderían a ARS 1,3 billones en el último bimestre del año.

En paralelo, a diciembre de 2021 la base monetaria tendría una variación anual del 44% y el stock de Leliqs y Pases del 70%, asumiendo que en diciembre se mantiene la dinámica observada en los últimos meses entre la asistencia del BCRA al Tesoro, la evolución de la base monetaria y el incremento del saldo de los instrumentos de absorción -incluyendo el aumento adicional por la esterilización de los intereses pagados por las Leliqs y los Pases emitidos.

Variación variables monetarias

ARS MM, % PBI y Var. % anual

	Stocks (ARS MM)		Intereses Leliqs+Pases (% PBI)
	BM	Leliqs+Pases	
31/12/2020	2.470.260	2.843.343	3,4%
31/12/2021	3.563.111	4.841.185	3,8%
Var. %	44%	70%	-

De esta manera, el año cerraría con necesidades totales por 14% del PBI (ARS 6,3 billones), representando el 60% de esa cifra vencimientos de capital de la deuda en ARS. El 78% del financiamiento provendría de emisiones de deuda y la asistencia del BCRA sería equivalente a 3% del PBI.

El actual esquema de limitar la expansión monetaria por el financiamiento del BCRA al Tesoro mediante la emisión de instrumentos de esterilización significó el pago de intereses por esos instrumentos por el equivalente a 3,8% del PBI en 2021 (que también fueron esterilizados).

Números iniciales de 2022

MONITOR SEMANAL

Mediante medidas que aún deben definirse, suponemos que el déficit primario se reducirá a 2,5% del PBI desde 4% proyectado sin acciones en ese sentido, como lo mencionamos en un informe anterior². En ese caso, y suponiendo una tasa de inflación promedio del 55%, la necesidad en ARS corrientes ascendería a ARS 1,8 billones, cifra que aumentaría a ARS 3,4 billones (4,8% del PBI) si se incluye el pago de intereses³.

Estimaciones iniciales necesidades en ARS en 2022

ARS MM y % PBI		
	ARS MM	% PBI
Déficit primario	1.755.000	2,5%
Intereses	1.628.100	2,3%
Déficit fiscal	3.383.100	4,8%
Amortización títulos de deuda en ARS	5.451.398	7,8%
Total	8.834.498	12,6%

Fuente: MECON y estimaciones propias

Por su parte, el perfil actual de vencimientos de capital de los títulos de deuda en ARS en 2022 es por ARS 5,4 billones, concentrados mayormente en el período marzo-mayo y en septiembre. Con ello, las necesidades totales en ARS en 2022 ascenderían a ARS 8,8 billones, el equivalente a 12,6% del PBI.

Perfil de vencimientos de capital de títulos de deuda en ARS


Fuente: MECON y estimaciones propias

² "Ejecución presupuestaria 2021 y punto de partida de 2022". 211105 Monitor Semanal.

³ Se incluye el aumento en el pago de intereses respecto de 2021 asumiendo que el 60% del déficit fiscal se financia mediante la emisión de nuevos títulos públicos.

MONITOR SEMANAL

La combinación de instrumentos para financiar esas necesidades definirá el sendero de expansión de agregados monetarios, inflación, tipo de cambio y tasa de interés en ARS. El acuerdo con el FMI seguramente pondrá límites a la financiación monetaria del déficit, por lo que se debería emitir proporcionalmente más deuda en el mercado local. Emitir deuda en el mercado voluntario requerirá adaptar los términos (plazo, tasa, índices) considerando la demanda de títulos.