

## Resumen y conclusiones

Con la exitosa colocación de Lecaps de esta semana el gobierno dio un nuevo paso hacia el saneamiento del balance del BCRA. Desde el inicio de la nueva gestión, el BCRA anotó una mejora patrimonial de USD 16,000 al TC libre, en buena medida explicada por el traspaso de pasivos remunerados a nueva deuda del Tesoro.

Este cambio de titularidad de la deuda supone un nuevo mapa de beneficios y vulnerabilidades para las principales variables macro financieras: inflación, tasas de interés y el tipo de cambio. Por su parte, el Tesoro deberá renovar vencimientos de un monto mayor de deuda, a costos más altos mientras consolida el déficit fiscal e intenta retirar el cepo.

¿Es posible? La respuesta es: no lo sabemos. Pero ayuda poner la pregunta en perspectiva histórica y hacer la comparación con 2019. Si el problema en ese momento fue de *fundamentals*, la situación hoy es muy difícil de revertir. Si fue producto del cambio de expectativas que sobrevino a las PASO, la película será otra. La suerte del gobierno en su programa no solo definirá cual será el futuro para Argentina: También reescribirá de manera definitiva su pasado reciente.

José M. Echagüe Estratega

**Isaías Marini** Analista

Melina Costanzo Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo 3302 WO Barrio Parque Bureaux Módulo IV 3er Piso C1425DFE



El gobierno dio esta semana un nuevo paso decisivo en el saneamiento del balance del BCRA. Sin vencimientos que enfrentar, licitó ARS 3.5 billones de Letras del Tesoro (Lecaps) y recibió ofertas por ARS 16.7 billones. Para tomar dimensión, esto equivale -al tipo de cambio oficial- a USD 18,600 millones o 64% de las reservas brutas. Así, con incentivos claramente definidos (las tasas de Lecaps son claramente más atractivas que las de Pases) se concretó una nueva mudanza masiva de Pases del BCRA hacia Letras del Tesoro.

En términos consolidados el nivel de la deuda se mantiene igual. Pero se profundiza la dinámica de una economía que pasa de un Banco Central quebrado y un Tesoro con bolsillo laxo a otra con Banco Central en camino de sanearse y Tesoro que debe mostrarse en forma para poder renovar su deuda en el mercado. Es un cambio significativo. Este cambio de titularidad supone un esquema nuevo de beneficios y vulnerabilidades nada despreciable para las principales variables macro financieras: inflación, tasas de interés y el tipo de cambio.

## BCRA: la cara bonita de la mejora

La mejora de la calidad del balance del BCRA es tal vez el aspecto menos debatido/cuestionado del nuevo gobierno: en los primeros 6 meses mejoró su calidad y se desapalancó de manera notable. Al 23-may, el patrimonio neto anotó una mejoría de USD 16,000 M al CCL y de 26,600 M tomando como referencia el tipo de cambio oficial.

En términos generales, los principales determinantes fueron: compra de reservas internacionales, venta de deuda del Tesoro, traspaso de pasivos remunerados al Tesoro nacional, sinceramiento de valuaciones de instrumentos, reducción y dolarización de pasivos remunerados y ajuste de TC.

Veamos ahora el detalle (ver hoja siguiente). El incremento patrimonial en moneda extranjera (USD 5,900 M) estuvo explicado principalmente por compras de divisas que derivaron en un incremento de las reservas brutas de casi USD 8,000 M desde la asunción de Milei y en cancelación de deuda con organismos internacionales. Esta mejoría se vio parcialmente contrarrestada por el efecto neto de la emisión de Bopreales y el desarme de ledivs (se emitieron USD 10,000 M de bopreal y se cancelaron poco más de 4,000 M de ledivs).



#### Balance del BCRA

Expresado en millones de USD, al tipo de cambio libre (CCL)

	07-dic	23-may	Diferencia
ACTIVO	87,634	114,634	27,000
Moneda extranjera	41,108	48,042	6,934
Reservas internacionales	21,209	29,005	7,796
Títulos públicos	3,882	1,335	-2,547
Letras intransferibles	16,017	17,703	1,685
Moneda local	46,526	66,591	20,065
Títulos públicos	22,529	38,099	15,570
Adelantos transitorios	1,822	1,781	-41
Otros activos	22,176	26,712	4,536
PASIVO	94,907	105,882	10,975
Moneda extranjera	38,801	40,470	1,670
Encajes	9,435	8,820	-614
Swap BPC y OOII	24,316	20,748	-3,568
Ledivs y bopreal	5,049	10,902	5,853
Moneda local	56,106	65,411	9,305
Base monetaria Pasivos remunerados	10,388 24.037	11,661 21,468	1,274 -2,570
Otros pasivos	21,681	32.282	10.601
01103 pasiv03	21,001	32,202	10,001
PATRIMONIO NETO (CCL)	-7,272	8,752	16,024
En moneda extranjera	2,307	7,572	5,265
En moneda local	-9,580	1,180	10,760
Memo item: PATRIMONIO NETO AL TC OFICIAL	-16,766	9,792	26,558
En moneda extranjera	2,307	8,197	5.890
En moneda local	-19,074	1,595	20,668

Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

El grueso de la mejoría del balance ocurrió por el lado de los pesos, aunque el efecto sobre los pasivos y activos difiere según la unidad de cuenta que se utilice. Midiendo todo al tipo de cambio libre, los activos se incrementaron fuertemente por la apreciación de los títulos públicos en poder del BCRA, mientras que la baja combinada de pasivos remunerados y base monetaria no fue demasiado significativa. Al medirse en dólares, el efecto licuación sobre los pasivos remunerados en pesos no se percibe directamente, pero sí indirectamente: sin tasa real tan negativa el stock nominal de pases hubiera crecido mucho, tanto en pesos como en dólares.

Además, el excedente de pesos que no fue absorbido por pases se traspasó en buena medida a deuda del Tesoro, que en las licitaciones de este año ofreció incentivos para que ello suceda. En otras palabras, buena parte del saneamiento del balance del BCRA ocurrió a expensas de un aumento de deuda del Tesoro.



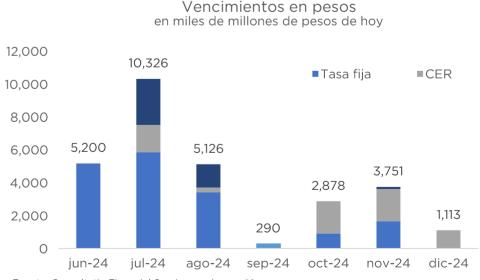
El diferencial de tasas y el sostenimiento del cepo facilitaron esta dinámica. Como resultado, entre el traspaso de deuda del BCRA y el ajuste por valuación de los títulos, el stock de deuda en pesos del Tesoro creció alrededor de USD 25,100 M oficiales desde dic-23. Esta es una parte importante del lado B de la mejora patrimonial del BCRA.

## Tesoro nacional: la otra cara de la mejora

Luego de años de usar al Banco Central como prestamista de última instancia, el Tesoro Nacional se propone prescindir de esa fuente de financiamiento. El cambio es drástico, muy grande y con una ejecución no exenta de riesgos.

El gobierno parece consciente de esta situación. Al igual que en la última licitación, es esperable que el stock de pases pasivos se reduzca en línea con lo adjudicado en Lecaps, al tiempo que aumente el ítem de "otros pasivos" del balance del BCRA. El Tesoro deposita ahí su liquidez, que hoy asciende a una impensable suma de ARS 10.4 billones. Desde el lado del BCRA, este cambia pasivos remunerados por no remunerados. Desde el del Tesoro, emite deuda por encima de la tasa de pases que deja depositada al 0%.

Esta estrategia no es gratis para el Tesoro y es marginalmente más cara que la situación previa para el consolidado. ¿Qué sentido tiene? Es la construcción de un colchón de liquidez para enfrentar vencimientos entre junio y agosto por ARS 20.7 billones.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon



¿Qué pasa después? Hacia adelante la dinámica del Tesoro es desafiante: tiene más deuda, más cara que la del BCRA y dada su renuncia a tener prestamista de última instancia, deberá renovarla con el mercado mientras intenta sacar el cepo y revertir el déficit fiscal.

¿Es posible? La respuesta es: no lo sabemos. Pero ayuda poner la pregunta en perspectiva histórica y hacer la comparación con 2019.

## 2019 vs 2024: ¿una película de expectativas o de fundamentals?

Para muchos el punto de inflexión determinante para explicar la forma que tomó el final del gobierno de Cambiemos -cepo y restructuración de deuda en pesos- fue el resultado de las PASO. En esa interpretación, el programa económico había ya realizado la mayor parte del ajuste y, a partir de ahí, la economía estaba en condiciones de despegar. El desenlace conocido lo explicó el cambio de expectativas que siguió al resultado de las primarias. Para otros, el inicio del cepo y la restructuración estaba dictado por las inconsistencias de ese programa económico y el cambio de expectativas tuvo un rol secundario.

Este no es el lugar para dirimir ese debate, pero es muy útil tomar como referencia una foto del momento previo a las PASO para compararlo con la situación actual. Un resumen de eso lo presentamos en el siguiente cuadro:

	jul-19	НОҮ	Variación acumulada	
Stock de deuda en ARS (USD M)	78.011	176.234	125,9%	
en manos del sector privado	33.089	61.682	86,4%	
PBI anual (ARS M constantes de 2004)	693.224	686.107	-1,0%	
Perspectiva de crecimiento REM	-1,5%	-3,5%	-2,0%	
Resultado primario anual (% PBI)	-0,2%	0,7%	0,9%	
Reservas brutas (USD M)	67.899	29.005	-57,3%	
Reservas netas (USD M)	30.427	2.117	-93,0%	
Base monetaria (% PBI)	6,0%	2,5%	-3,5%	
Pasivos remunerados (% PBI)	5,7%	4,7%	-1,0%	
Tipo de cambio oficial a precios de hoy	1.106	894	-19,2%	
Tipo de cambio libre (CCL) a precios de hoy	1.106	1.231	11,2%	
Riesgo país	784	1.312	67,3%	
Índice de confianza UTDT	2,0	2,5	27,4%	
Fuente: Consultatio Financial Services en base a MECON BCRA INDEC y otros				

Fuente: Consultatio Financial Services en base a MECON, BCRA, INDEC y otros.



Los datos muestran un panorama notablemente más desafiante hoy.

Desde el punto de vista de los *fundamentals*, la película es extraordinariamente más compleja. Se trata de una economía con un PBI de tamaño similar en pesos constantes y perspectivas de crecimiento para el año en curso que hoy son más sombrías.

En el frente fiscal, la deuda en moneda local es mucho mayor tanto a nivel agregado (2.5 veces) como con el sector privado (1.8 veces). Con un riesgo país mucho mayor y tasas internacionales más altas, hoy el país no tiene acceso a financiamiento internacional.

El resultado fiscal primario fue apenas negativo en ese momento (-0.2% del PBI) vs una proyección de +0.7% del PBI hoy (REM para 2024). Desde el punto de vista del BCRA, la economía tiene menos reservas (brutas y netas), un tipo de cambio real más apreciado, También está más desmonetizada y tiene 1 punto del PBI menos de pasivos remunerados que entonces.

El diagnóstico correcto de lo que pasó en 2019 es clave: si fueron los *fundamentals* los que molderaron el final que conocemos, la situación hoy es muy difícil de revertir. Si fueron expectativas, la película será otra. La suerte del gobierno en su programa no solo definirá cual será el futuro para Argentina: también reescribirá de manera definitiva su pasado reciente.



# INSTITUCIONALES & PARTNERS Ingrid Epp

iepp@consultatioinvestments.com

#### INSTITUCIONALES Martin Deluca

mdeluca@consultatioinvestments.com

#### ATENCIÓN BANCA PRIVADA

Hernan Rodríguez

hrodriguez@consultatioinvestments.com

#### ATENCIÓN MINORISTA

Adriana Caceres

asesores@consultatioinvestments.com

#### **ESTRATEGIA**

José Echagüe

jechague@consultatioinvestments.com

#### APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com

## Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia d e depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina deasumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.

