



Saneamiento parte II: el impacto sobre la deuda del Tesoro

Resumen y conclusiones

El cambio de régimen macro que llevó adelante el nuevo gobierno desde diciembre tuvo implicancias importantes en la deuda pública consolidada, una variable crucial debido a su impacto en el resto de los indicadores macroeconómicos y financieros.

En el presente reporte enfocamos la atención sobre el impacto en la deuda en pesos del Tesoro Nacional, que duplicó su valor en seis meses medida en USD libres. El sector financiero y las agencias del sector público “financiaron” prácticamente toda la variación, mientras que el “resto” no acumuló deuda en pesos desde ese momento.

Frente a este contexto, vemos que la dificultad para remover las restricciones sigue siendo el exceso de pesos y no la falta de USD (que también escasean en las arcas del BCRA).

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

Saneamiento parte II: el impacto sobre la deuda del Tesoro

El cambio de régimen macro que arrancó en diciembre tuvo implicancias clave en varios planos. La deuda consolidada del sector público es uno especialmente importante por las consecuencias que tiene sobre el resto de las variables macrofinancieras.

La semana pasada analizamos el avance del saneamiento del estado patrimonial del BCRA. Las conclusiones que obtuvimos fueron dos: i) en los primeros seis meses el BCRA mejoró la calidad de su balance y sus ratios de apalancamiento (aún aumentando el nivel de sus pasivos medidos en USD), y ii) parte de la mejora se explicó por transferencia de Pases del BCRA hacia Letras del Tesoro (Lecaps), que se neutraliza cuando miramos la deuda consolidada. En el cuadro siguiente proveemos información actualizada que incorpora los datos de la última licitación.

Balance del BCRA

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

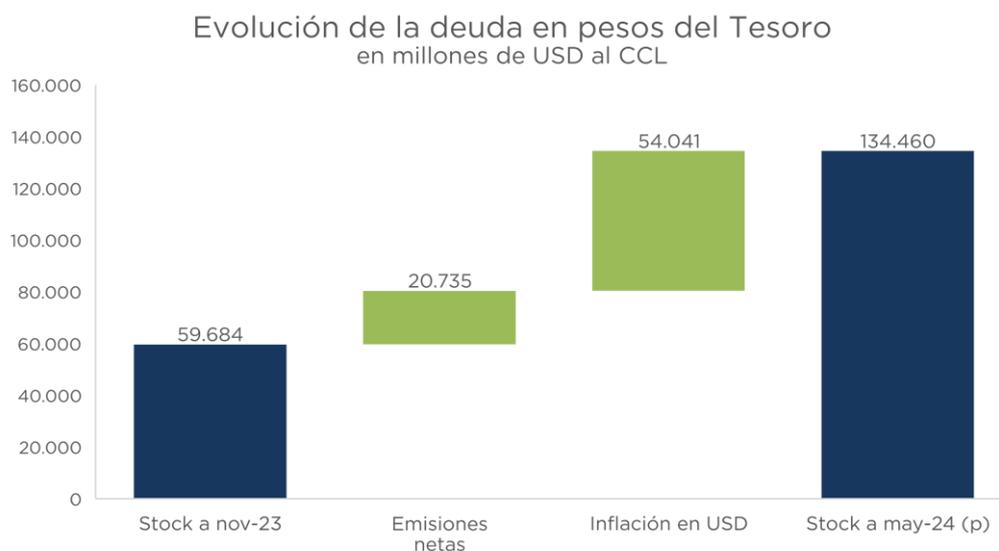
	7-dic	23-may	31-may	Diferencia
ACTIVO	87.634	114.634	111.259	23.625
Moneda extranjera	41.108	48.042	47.289	6.181
Reservas internacionales	21.209	29.005	28.664	7.455
Títulos públicos	3.882	1.335	830	-3.052
Letras intransferibles	16.017	17.703	17.795	1.778
Moneda local	46.526	66.591	63.970	17.444
Títulos públicos	22.529	38.099	39.643	17.114
Adelantos transitorios	1.822	1.781	1.810	-11
Otros activos	22.176	26.712	22.517	341
PASIVO	94.907	105.882	102.332	7.425
Moneda extranjera	38.801	40.470	39.842	1.041
Encajes	9.435	8.820	8.097	-1.338
Swap BPC y OOII	24.316	20.748	20.777	-3.539
Ledivs y bopreal	5.049	10.902	10.967	5.918
Moneda local	56.106	65.411	62.490	6.384
Base monetaria	10.388	11.661	14.119	3.731
Pasivos remunerados	24.037	21.468	17.027	-7.011
Otros pasivos	21.681	32.282	31.345	9.664
PATRIMONIO NETO (CCL)	-7.272	8.752	8.927	16.199
En moneda extranjera	2.307	7.572	7.447	5.140
En moneda local	-9.580	1.180	1.480	11.060
Memo ítem: PATRIMONIO NETO AL TC OFICIAL	-16.766	9.792	9.752	26.518
En moneda extranjera	2.307	7.572	8.313	6.006
En moneda local	-19.074	2.220	1.438	20.512
INDICADORES DE CALIDAD DEL BALANCE				
Títulos públicos / activo	30%	34%	36%	2%
Reservas internacionales / pasivo total	22%	27%	28%	1%
Reservas internacionales / pasivo en ARS	38%	44%	46%	2%
Reservas internacionales / pasivos remunerados en ARS	88%	135%	168%	33%

Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

En este reporte enfocamos la atención en los efectos directos (transferencia de deuda) e indirectos que tuvo la estrategia macro sobre la deuda del Tesoro Nacional.

Saneamiento parte II: el impacto sobre la deuda del Tesoro

El stock de deuda en pesos del Tesoro aumentó alrededor de USD 75,000 M al CCL desde nov-23. Alrededor de USD 20,700 millones son atribuibles a efectos directos (emisiones netas, donde el déficit es casi cero) mientras que el resto (USD 54,000 M) son efectos indirectos de la política macro que, en conjunto, pueden resumirse en el impacto que produjo la apreciación real del tipo de cambio (inflación en dólares).



El stock de deuda en pesos se multiplicó por algo más de dos desde nov-23. Con el actual nivel de reservas internacionales, el impacto de una eventual dolarización de portafolios sería más agudo. En otras palabras, el frente cambiario se volvió más vulnerable a una reversión de la demanda de activos en pesos.

Hay un atenuante para los riesgos que presenta este panorama: la composición de los tenedores de esa deuda. En el cuadro de la hoja siguiente, mostramos una estimación de la evolución de la composición de la deuda en los últimos meses.

A mar-24 (última fecha a la que tenemos datos completos), el sector financiero (USD 16,735 M) y las agencias del sector público (USD 29,627 M) habían “financiado” prácticamente toda la variación de la deuda del Tesoro nacional (USD 44,447 M). Esto es importante porque estos dos sectores son menos propensos a un cambio brusco de apetito por activos en USD. Dicho esto, el hecho de que el “resto” no haya acumulado deuda en pesos desde ese momento (de hecho medida en USD cayó USD 1.915 M) nos está diciendo que la capacidad para absorber deuda del sector privado y externo esta cercana a sus máximos en estos niveles.

Saneamiento parte II: el impacto sobre la deuda del Tesoro

Evolución de la deuda del sector público consolidado

en millones de USD al CCL

	nov-23	mar-24	may-24	mar-24 vs nov-23	may-24 vs nov-23
Deuda BCRA	28.411	34.261	31.722	5.850	3.311
Pasivos remunerados en ARS	26.748	27.448	24.377	700	-2.371
Pasivos remunerados en USD	1.664	6.814	7.346	5.150	5.682
Tesoro nacional en ARS	59.688	104.134	134.460	44.447	74.773
Agencias del sector público	41.185	70.811	87.399	29.627	46.215
Sistema financiero	8.543	25.278	nd	16.735	?
Resto (sector privado + externo)	9.960	8.045	nd	-1.915	?
Sector público consolidado	88.099	138.396	166.183	50.296	78.083

Nota: en mar-24 el principal tenedor de la deuda en pesos del Tesoro era el sector público con una fracción que estimamos en 68%, mientras que el sector financiero tenía el 24% (según datos del BCRA) y el privado y externo lo restante. A may-24 la proyección del sector público desciende a 65% y no contamos con datos adicionales.

Fuente: Consultatio Financial Services en base a estimaciones propias.

Cuando el presidente Milei dice “*si resolvemos el problema de los puts, chau cepo*” se está refiriendo justamente a este punto: que las restricciones cambiarias no fueron removidas todavía por el exceso de pesos, no por falta de USD (que también escasean).

Aun siendo optimistas sobre las manos firmes que hoy tienen el stock (sector financiero y sector público), el problema más delicado está en el margen. Para ilustrar el punto consideremos la situación en donde el cepo se abre. En ese caso es esperable que haya una dolarización de portafolios. La respuesta natural del BCRA debería ser subir la tasa de interés. Pero por la existencia de los puts, esta herramienta está limitada: si suben la tasa de interés, el precio de los bonos estaría presionado a la baja y en ese caso, se activan los puts. Dicho de otra manera: si sube la tasa de interés, se activan los puts y hay más dinero en circulación en el mercado alimentando la dolarización.

El equilibrio sigue siendo muy delicado. Frente a este contexto no vemos que la salida del cepo sea inminente. A pesar de los claros avances en materia fiscal y externa, el levantamiento de las restricciones cambiarias será, en el mejor de los casos, gradual.

INSTITUCIONALES & PARTNERS

Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA

Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA

Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA

José Echagüe
jehague@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 N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 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 cuotas partes 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 de 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 de asumir, 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 cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.