

## Las necesidades financieras en ARS para lo que resta del año

El canje de deuda en ARS de la semana pasada redujo los vencimientos del bimestre nov/dic-22 a ARS 850 mil millones - de ARS 1,6 billones-. Después de esa operación estimamos las necesidades financieras en ARS del último bimestre del año en ARS 1,936 billones<sup>1</sup> - por suma de la estimación de vencimientos de deuda en esta moneda y del déficit fiscal-.

En el contexto de un aparente menor apetito por la deuda en ARS, lograr el financiamiento podría despertar algunas alertas respecto del cumplimiento del límite de financiamiento monetario al Tesoro acordada con el FMI. Sin embargo, de usarse la caja acumulada a lo largo del año (estimada en ARS 346 mil millones) y acudiendo al financiamiento monetario todavía disponible dentro de ese límite, los fondos a conseguir se reducen a ARS 1,122 billones. Ello implica una tasa de renovación de los vencimientos de capital del 133% o del 103% de los vencimientos de capital e intereses del período.

Por otro lado, se estima que entre el 40-60% de los títulos están en manos del propio sector público. Esto es relevante para los próximos meses, porque los vencimientos de deuda en ARS de 2023 presentan un desafío mayor en el contexto actual y los rendimientos de la deuda en ARS reflejan esa situación. La reversión de este escenario requiere expectativas de mayor normalidad en materia económica y política.

### El programa financiero en ARS del último bimestre

En reiteradas oportunidades el Gobierno señaló que cumpliría con la meta nominal de déficit primario acordada con el FMI. Suponemos que se cumple ese objetivo a pesar de los mayores gastos, fundamentalmente en materia social, que se anunciaron recientemente. En ese caso, estimamos el déficit del último bimestre del año en ARS 846 mil millones (1% del PBI)<sup>2</sup>.

Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

JuanSommer  
CONSEJERO



<sup>1</sup> Asumiendo que se cumple la meta anual de déficit primario de ARS 2,015 billones acordada con el FMI.

<sup>2</sup> Déficit acumulado de ARS 2,015 billones en 2022.

## MONITOR SEMANAL

**Usos y fuentes en ARS del S. Público Nacional  
Acumulado noviembre-diciembre 2022\***

ARS MM

	ARS MM	% PBI (anual)
<b>Usos</b>		
Déficit primario	846.264	1,0%
Intereses en ARS	243.778	0,3%
Amortización títulos en ARS	846.156	1,0%
<b>Total usos</b>	<b>1.936.197</b>	<b>2,3%</b>
<b>Fuentes</b>		
Caja oct-22	346.853	0,4%
Asistencia directa BCRA**	467.149	0,5%
Colocación deuda / otras fuentes	1.122.196	1,3%
<b>Total fuentes</b>	<b>1.936.197</b>	<b>2,3%</b>

\* Estimado

\*\* Según el programa un máximo de ARS 765,2 millones en 2022

Fuente: MECON, BCRA y estimaciones propias

Ello sumado al pago de intereses y amortizaciones de títulos en ARS determina necesidades totales de fondos de ARS 1,936 billones (2,3% del PBI).

¿Cómo se financiarían? Estimamos que entre ene/oct-22 el Gobierno acumuló una caja de alrededor de ARS 347 mil millones que podría utilizar en el último bimestre del año<sup>3</sup>. Lo que se use de la caja dependerá de cuál sea finalmente el déficit y la capacidad de refinanciar los vencimientos de deuda. Si se decidiese utilizar la caja acumulada entre ene/oct-22 la diferencia con las necesidades sería de ARS 1,589 billones (1,9% del PBI), equivalente a una tasa de refinanciación del 188% de los vencimientos de capital y del 146% de los vencimientos de capital más intereses pagados en el período.

Por otro lado, si bien desde jul-22 el BCRA no está financiando directamente al Tesoro, (hasta esa fecha lo había hecho por ARS 298 mil millones) y que se indicó que esa decisión se extendería al resto de 2022, la meta tope en el acuerdo con el FMI le permite financiar directamente al Tesoro por hasta ARS 765,2 mil millones en 2022, es decir, ARS 467 mil millones adicionales.

Suponiendo que el Tesoro usase la caja acumulada durante 2022 y apelase a la posibilidad de que el BCRA lo financie directamente hasta el límite acordado con el FMI, le restaría conseguir financiamiento por ARS 1,122 billones (1,3% del PBI)

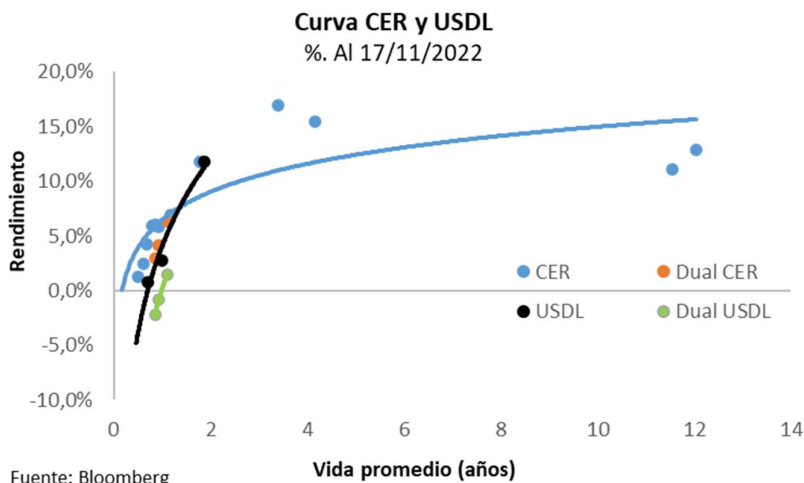
<sup>3</sup> Estimamos que la caja acumulada a fin del año pasado ascendía a ARS 1 billón.

MONITOR SEMANAL

para cerrar el año. Ello se alcanzaría con la refinanciación de 133% de los vencimientos de capital o del 103% de los vencimientos de capital más intereses que vencen en el período.

**La percepción de riesgo y los vencimientos en 2023**

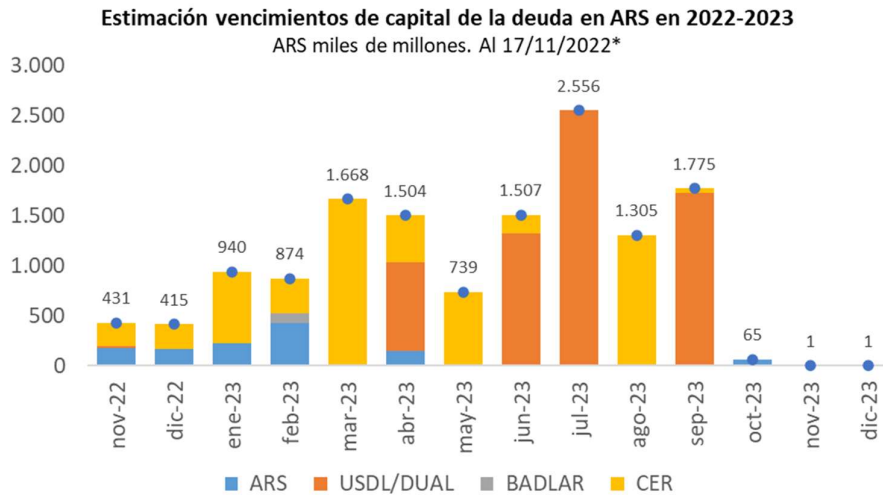
Si bien las necesidades y las fuentes de financiamiento del último bimestre del año estarían relativamente alineadas, se abre el interrogante sobre las proyecciones de necesidades de los meses siguientes y la disponibilidad de financiamiento para enfrentarlas.



Las curvas de rendimientos de la deuda CER, USDL y Dual tienen rendimientos positivos en prácticamente todos los plazos (el de los Duales medido según ajuste por tipo de cambio oficial con vencimiento jun/jul-23 es levemente negativo), de un dígito alto hasta jun-23 y de dos dígitos desde 2024.

Esta situación se torna más relevante cuando se estiman los vencimientos de capital de la deuda en ARS de los próximos meses. Si bien el canje de la semana pasada redujo los vencimientos de nov/dic-22, en los primeros cuatro meses de 2023 vencen entre ARS 0,8 – 1,7 billones por mes. Entre jun/sept-22 los vencimientos son aún mayores, con pico en jul-23 por la amortización del dual TL23 que estimamos en ARS 2,556 billones.

MONITOR SEMANAL



\* Supone inflación y devaluación del tipo de cambio oficial similar de 100% en 2023  
Fuente: MECON y estimaciones propias

En síntesis, en el contexto actual la renovación de los vencimientos del año próximo se presenta desafiante. La intervención activa del BCRA comprando títulos en ARS en el mercado secundario permite sostener precios en el corto plazo, pero con costos en el mediano plazo. Sin embargo, sería manejable bajo circunstancias de mayor normalidad que permita ir disipando la mayor incertidumbre que, en general, se presenta en años electorales.