



## Mercado aprueba suba del techo de la deuda en pesos

### Resumen y conclusiones

Hasta hace muy poco tiempo uno de los temas que dominaban el debate entre analistas era si nos encaminábamos hacia un nuevo reperfilamiento de la deuda en pesos del Tesoro. Desde la crisis de junio pasado y tras la salida de Guzmán, el Central se vio obligado a intervenir fuertemente para brindar calma a los mercados encontrando una nueva vía de financiamiento al Tesoro que se volvió cada vez más preponderante.

En paralelo, en 2022 el sector privado apenas incrementó su exposición a la deuda pública: le puso su propio techo. No obstante, con el creciente peso del sector público en las licitaciones y en particular del Banco Central, creemos que las razones para esperar un reperfilamiento post elecciones se redujeron de manera significativa.

Es cierto que la estrategia adoptada por el gobierno no está libre de riesgos (particularmente deteriorando el balance del Banco Central), pero reduce la incertidumbre que reinaba hace apenas unos meses y vale la pena preguntarse si no es momento de empezar a aumentar exposición / estirar duration.

**José M. Echagüe**  
Estratega

**Isaías Marini**  
Analista

**Melina Costanzo**  
Analista

+54 11 2206 2206

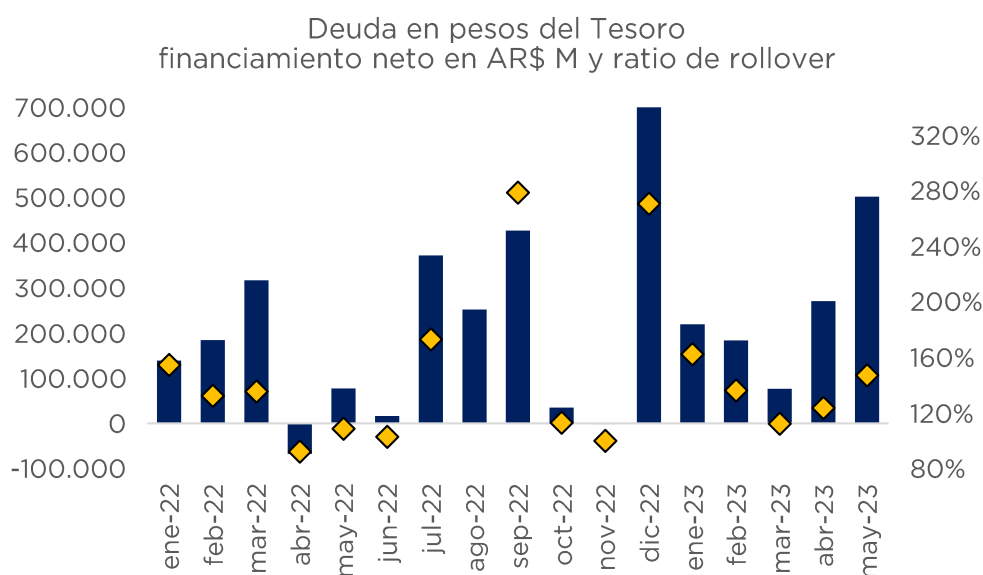
Avda. Ortiz de  
Ocampo 3302  
WO Barrio Parque  
Bureaux Módulo IV  
3er Piso  
C1425DFE

## Mercado aprueba suba del techo de la deuda en pesos

Hasta hace muy poco tiempo uno de los temas que dominaban el debate entre analistas era la dinámica de la deuda en pesos del Tesoro, o dicho fácil: si nos encaminábamos hacia un nuevo reperfilamiento. Desde la crisis de deuda de junio pasado y tras la salida de Guzmán, el Central se vio obligado a intervenir fuertemente para brindar calma a los mercados y de esta manera encontró una nueva vía de financiamiento al Tesoro que se volvió cada vez más preponderante. En paralelo, en 2022 el sector privado apenas incrementó su exposición a la deuda pública: le puso su propio techo.

El sector privado no parece tener demasiado apetito por la deuda en pesos, pero con la mayor participación intra-estatal los temores (beneficios para el estado) de una restructuración se alejaron. Entonces vale la pena preguntarse si no es momento de empezar a aumentar exposición / estirar duration.

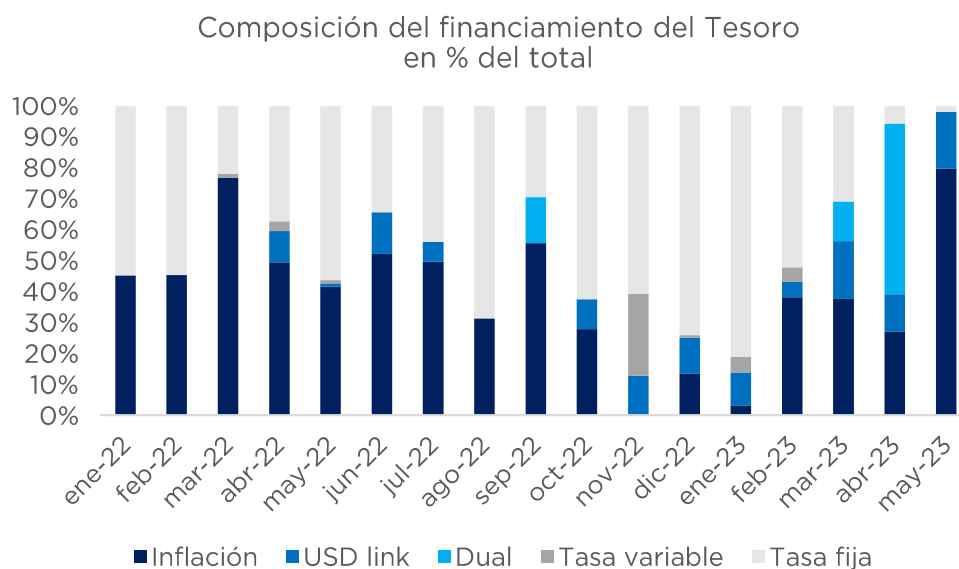
La licitación de deuda de esta semana puso un ladrillo más para despejar miedos. El gobierno logró renovar vencimientos por 477,000 millones de pesos, consiguiendo un financiamiento extra de 322,000 millones (incluyendo lo obtenido en la segunda vuelta) con una participación significativa del sector privado que alcanzó el 70% del total adjudicado según fuentes oficiales. De esta manera, el financiamiento neto del Tesoro en lo que va del 2023 asciende a 1.2 billones de pesos con un ratio de renovación de la deuda promedio de 136%.



## Mercado aprueba suba del techo de la deuda en pesos

A simple vista, los montos detallados en el párrafo anterior resultan clave en un momento donde los ingresos son escasos por el impacto de la sequía en la recaudación impositiva y las necesidades financieras se mantienen firmes de la mano de un déficit fiscal primario que dista de reducirse en el año electoral y que estimamos en 3.3% del PBI. Pero, vemos que hay factores relevantes que alejan a estos resultados de ser tan favorables como lucen.

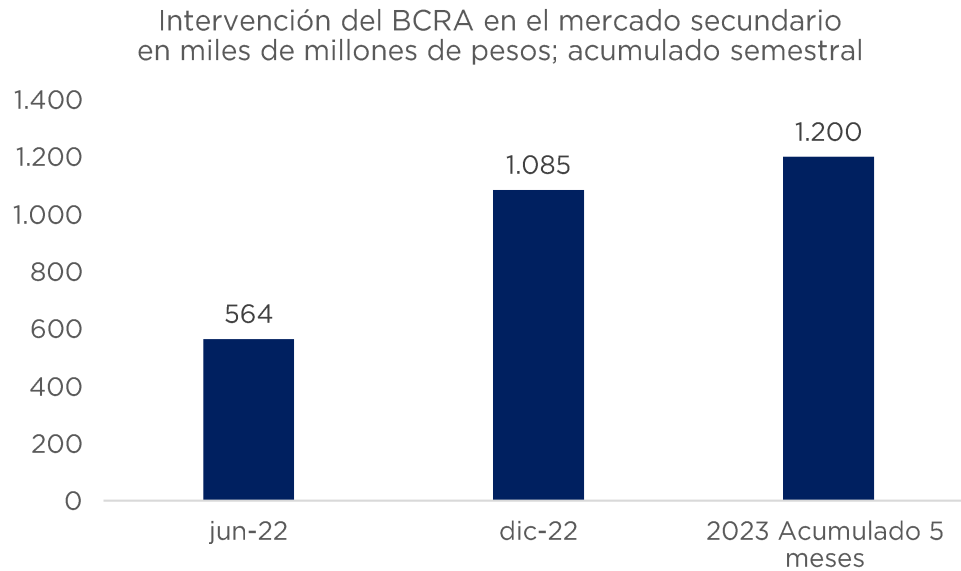
Hace ya un tiempo que el Ministerio de Economía lleva a cabo un cambio de estrategia que consiste en diseñar instrumentos a medida (además de los cambios de normativa recurrentes, como el de esta última semana a través de la comunicación “A” 7775 que extendió el plazo máximo de los soberanos que se admiten como encajes) para que los bancos puedan ampliar la integración de encajes con títulos públicos, pero principalmente en ofrecer instrumentos indexados y a plazos cortos que impliquen mayores incentivos. La contrapartida de este mecanismo es que casi el 100% de la nueva deuda del Tesoro está atada a la evolución del tipo de cambio oficial y de la inflación.



En el mismo sentido, tal como comentamos en nuestro último informe semanal ([link](#)), el Banco Central tiene un rol clave en la nueva estrategia de financiamiento. En lo que va del año, el Central habría comprado cerca de 1.2 billones de títulos en pesos en el mercado secundario, precisamente para otorgar una mayor liquidez a los organismos oficiales para que luego suscriban a las licitaciones del Tesoro.

## Mercado aprueba suba del techo de la deuda en pesos

Esto explica en gran medida los buenos resultados (aunque los haga menos genuinos) y la participación más activa de las agencias del sector público que hoy concentran casi el 70% de las tenencias de vencimientos en pesos.



El rol del propio sector público como financista del Tesoro tomó mayor protagonismo en 2022. De acuerdo a los datos brindados por el Ministerio de Economía, el año pasado la deuda bruta de la Administración Central se incrementó en 33.4 mil millones de dólares al tipo de cambio oficial. Pero el sector privado absorbió en neto apenas 1.5 mil millones.

Estrictamente, las tenencias de títulos en pesos crecieron en unos 5.6 mil millones, pero cayeron las tenencias de bonos en dólares por un total de 4.1 mil millones. Es decir que efectivamente hubo algo de demanda de deuda en pesos, especialmente ante la creciente participación de instrumentos indexados y la suba de tasas, pero la mayor exposición privada palidece al lado del crecimiento de las tenencias del propio sector público. En este sentido, las tenencias intra-sector público crecieron en 24.1 mil millones de dólares, de las cuales 18,200 fueron de títulos en pesos.

La semana pasada conocimos el balance de 2022 del Banco Central y pudimos ahondar un poco más en este tema. Las tenencias de títulos en pesos se incrementaron un 130% en términos reales o un 348% a precios corrientes. El grueso de esta absorción tuvo lugar entre junio y julio, cuando la salida de Guzmán dio lugar a una fuerte volatilidad en los precios de la deuda y crecientes preocupaciones por un posible reperfilamiento.

## Mercado aprueba suba del techo de la deuda en pesos

En base a los números del balance, calculamos que a fines de 2021 el Central tenía títulos en pesos por 7.9 mil millones de dólares, lo que representa un 7.3% del total del stock de la deuda en pesos.

En tan solo un año estos números se vieron alterados fuertemente. A fines de 2022, el Central pasó a tener en su poder unos 20.6 mil millones de dólares en títulos en pesos, un 15.7% del stock total de deuda en moneda local. Y a mayo esta cifra ascendería al 20%.

### Deuda bruta de la Administración Central

En miles de millones de dólares

	dic-21	jun-22	dic-22	Dif. Dic-dic
<b>Deuda bruta performing*</b>	<b>360,8</b>	<b>376,1</b>	<b>394,2</b>	<b>33,4</b>
En pesos	108,2	119,6	131,3	23,0
En moneda extranjera	252,6	256,5	262,9	10,4

### Por tipo de acreedor y moneda

<b>Sector privado</b>	<b>130,2</b>	<b>131,7</b>	<b>131,7</b>	<b>1,5</b>
En pesos	37,7	40,8	43,3	5,6
En moneda extranjera	92,4	90,9	88,3	-4,1
<b>Sector público</b>	<b>157,9</b>	<b>167,6</b>	<b>181,9</b>	<b>24,1</b>
En pesos	69,5	78,8	87,7	18,2
BCRA	7,9	-	20,6	12,7
En moneda extranjera	88,4	88,8	94,2	5,8
<b>Multilaterales y bilaterales</b>	<b>72,8</b>	<b>76,8</b>	<b>80,6</b>	<b>7,8</b>

(\*) En situación de pago normal.

Fuente: Consultatio en base a Min. de Economía y BCRA.

En contraste, la deuda en manos privadas se mantiene estable - muestra de la falta de apetito - pero aleja los riesgos de un default. A fines de 2022 las tenencias de deuda en pesos representaban un 7.5% del PBI, una cifra que dista de ser alarmante, si bien las preocupaciones por el rolleo de vencimientos pre-elecciones son genuinas. El desafío pasa por estirar la duration con nuevos instrumentos - algo frente a lo que el sector privado se ha mostrado algo reticente hasta ahora.

## Mercado aprueba suba del techo de la deuda en pesos

### Deuda bruta de la Administración Central

Como % del PBI

	dic-21	jun-22	dic-22
<b>Deuda bruta performing*</b>	<b>67,3%</b>	<b>61,3%</b>	<b>68,0%</b>
En pesos	20,2%	19,5%	22,6%
En moneda extranjera	47,1%	41,8%	45,3%

### Por tipo de acreedor y moneda

<b>Sector privado</b>	<b>24,3%</b>	<b>21,5%</b>	<b>22,7%</b>
En pesos	7,0%	6,7%	7,5%
En moneda extranjera	17,2%	14,8%	15,2%
<b>Sector público</b>	<b>29,4%</b>	<b>27,3%</b>	<b>31,4%</b>
En pesos	13,0%	12,8%	15,1%
En moneda extranjera	16,5%	14,5%	16,3%

<b>Multilaterales y bilaterales</b>	<b>13,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>13,9%</b>
-------------------------------------	--------------	--------------	--------------

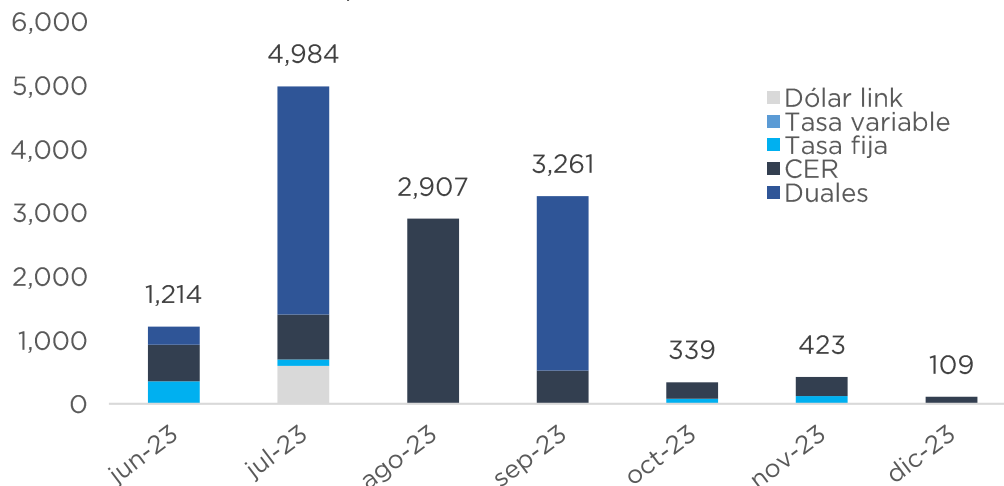
(\*) En situación de pago normal.

Fuente: Consultatio en base a Min. de Economía y BCRA.

En este sentido, en las últimas horas las autoridades del Mecon se estuvieron reuniendo con bancos y fondos de inversión para discutir la posibilidad de un canje. Recordemos a su vez que el Central no puede participar en licitaciones primarias, por lo que precisa de un canje para rollear los vencimientos de deuda en pesos.

El primer desafío es junio, en el que los vencimientos suman unos 1.2 billones y estarían virtualmente en su totalidad en manos del sector privado pues los principales instrumentos habían entrado en el canje de marzo. En julio y agosto los vencimientos están concentrados en el sector público

Perfil de vencimientos en pesos  
Capital + intereses, miles de millones\*



\*Perfil dinámico estimado en base a proyecciones de inflación y tipo de cambio  
Fuente: Consultatio en base a Mecon y proyecciones propias

## Mercado aprueba suba del techo de la deuda en pesos

Con el creciente peso del sector público en las licitaciones y en particular del Banco Central, creemos que las razones para esperar un reperfilamiento post elecciones se redujeron de manera significativa. De hecho, el mercado empieza a asignarle algo de valor a la deuda con vencimiento post elecciones y los títulos 2024 pasaron de rendir 12,3% promedio hace un mes a 9,5% promedio al cierre de ayer, comprimiendo la tasa forward entre el T2X3 y el TX24 hasta 11,4%.



Es cierto que la estrategia del gobierno no está libre de riesgos (particularmente deteriorando el balance del Banco Central), pero reduce la incertidumbre que reinaba hace apenas unos meses. ¿Acaso es tiempo de que el sector privado considere nuevamente aumentarle el techo de la deuda al Tesoro?

**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**  
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 descritos, 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.