

En el marco de la presentación de los resultados del exitoso canje de deuda Ley Internacional (99% de reestructuración), el Ministro de Economía anticipó el principal dato que estaba esperando el mercado: el déficit primario proyectado para 2021. Anunció que el Presupuesto 2021 se presentaría con un desequilibrio del 4,5%. Este desequilibrio proyectado encendió una luz de alerta, porque es mayor de lo esperado y da cuenta de una velocidad de convergencia hacia el equilibrio fiscal muy baja. La pregunta que surge ahora es: ¿será ese efectivamente el desequilibrio o podemos estar ante una estrategia de negociación para los principales frentes que todavía están abiertos?

Un desequilibrio primario de 4,5% del PBI implica una necesidad de financiamiento, luego del pago de intereses, de 6,2% del PBI. Si tenemos en cuenta que el PBI para 2021 se estima en \$42.000.000 millones, el Tesoro necesitaría obtener al menos \$2.600.000 millones de pesos para cerrar su brecha de financiamiento.

Las alternativas que aparecen para obtener esos pesos necesarios son principalmente dos:

- o **Mercado de Capitales Local:** Es una alternativa que ha ganado participación sobre la base del reordenamiento de la curva de pesos, la concreción del canje de deuda en moneda extranjera y el alto nivel de liquidez como consecuencia de los controles cambiarios. Si bien puede aumentar el apetito por esos activos, la

cifra de \$2,6 billones netos es inalcanzable, porque implicaría retirar inversiones que hoy están en otros instrumentos para canalizarlas hacia allí, donde la principal fuente tendría que ser los depósitos que hoy están en plazos fijos. No parece probable que suceda eso, dado que quienes han optado por plazos fijos suelen tener una preferencia de riesgo diferente que quienes adquieren títulos públicos. A manera de ejemplo, el monto a buscar de financiamiento equivale al 100% de los depósitos a plazo fijo e incluso es una cifra mayor que la capitalización bursátil de las empresas locales que cotizan en bolsa. Por lo tanto, el Tesoro podría obtener solamente una parte de sus necesidades en el mercado siempre y cuando el escenario fiscal se muestre convergente hacia el equilibrio. Podría captar un porcentaje del flujo o rendimiento que se genere, estimamos que es una cifra del orden de \$650.000 / \$700.000 millones anuales.

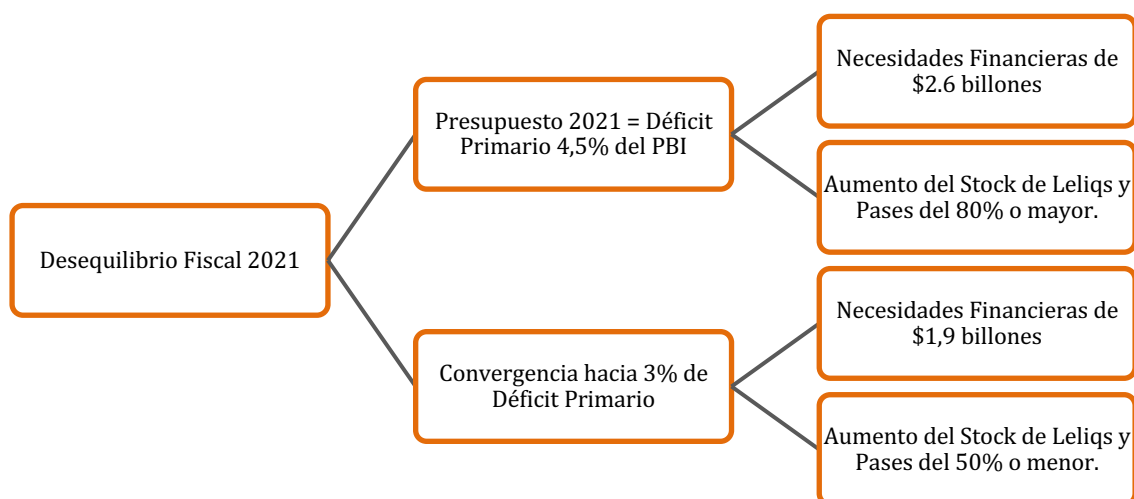
- o **Banco Central:** Inevitablemente termina siendo, mediante emisión de pesos, quien cubre el déficit fiscal. Pero si, en el escenario planteado, tuviera que hacer frente nuevamente a un desequilibrio de \$2 billones, se generaría un ritmo de expansión de los agregados monetarios que se ubicarían en niveles del 70% / 80% en el año. Si se busca acotar el impacto sobre precios, el stock de Leliqs y pases debería aumentar un 80%.

De los párrafos anteriores surge como conclusión que de cumplirse el objetivo de déficit primario de 4,5% del PBI planteado podría generar un desequilibrio monetario de alto impacto sobre precios y brecha cambiaria.

Ante la complejidad de ese escenario surge un interrogante: ¿es posible lograr escenarios fiscales con menor desequilibrio?

Según nuestro análisis es posible lograrlo. En especial porque el año próximo se puede dar un crecimiento del PBI nominal, producto del crecimiento de la actividad y de una probable aceleración inflacionaria que mejore la capacidad recaudadora del Tesoro. Si ese crecimiento se produce, la cifra de desequilibrio primario podría ubicarse en el andarivel del 3% del PBI, por mejoría de los recursos y aumento del denominador (PBI Nominal). Ese escenario implica una expansión de los gastos totales del 30% y de más del 45% si se netean de la base de comparación los gastos extraordinarios por efecto COVID-19.

El impacto monetario sería menor, con una necesidad de esterilización que implicaría un crecimiento del stock de Pases + Leliqs del 50% y no del 80%.



Entendemos que el Presupuesto 2021 no se presente con estas cifras, porque seguramente incluirá un ajuste de precios menor y usará el desequilibrio presentado como argumento de negociación tanto puertas adentro, para limitar la expansión del gasto, como con el FMI, donde iniciará las negociaciones con un desequilibrio alto aprobado por el Congreso Nacional.

Esto no quita que, ya iniciado el año 2021, se puedan lograr desequilibrios menores a los sugeridos y de esta manera atenuar la presión monetaria sobre precios y brecha cambiaria. El problema es que esa señal el mercado recién la recibirá cuando este avanzando el ejercicio 2021, mientras tanto deberá formar expectativas sobre la base del escenario que se plantea desde los organismos oficiales.