ODE

Decimotercer Informe de la Deuda Externa

Un seguimiento de las emisiones de deuda, la fuga de capitales y el perfil de vencimientos de la deuda desde el comienzo del Gobierno de Cambiemos

Septiembre de 2018

Universidad Metropolitana
para la Educación y el Trabajo

RESUMEN EJECUTIVO

- Las emisiones de deuda del Tesoro Nacional en moneda local y extranjera, y de las Provincias y el Sector Corporativo en moneda extranjera suman desde inicios de la gestión de Cambiemos unos VN USD 128.830 millones. De allí, el 80,6% corresponden a colocaciones en moneda extranjera y el 80,2% (VN USD 103.328 millones) corresponden a emisiones del Tesoro Nacional. Si se agregan los USD 15.000 millones del primer desembolso del préstamo *stand by* con el FMI, el total asciende a USD 143.830 millones.

- En un contexto de deterioro sistemático de todas las variables macrofinancieras de la Argentina, los mercados se preguntan si el Gobierno Nacional podrá cerrar la brecha financiera y externa de aquí a fines de 2019. El supuesto que hace el Programa Financiero de septiembre 2018-diciembre 2019 presentado por el Ministerio de Hacienda en el que las necesidades en moneda extranjera podrán ser *rolloveadas* y cubiertas por financiamiento externo e interno resulta poco realista en un contexto financiero internacional crecientemente hostil y en un escenario donde el mercado cuestiona cada vez más las capacidades de repago de la deuda argentina (el riesgo país ha subido un 125% y los CDS a 10 años un 130% desde inicios del 2018). A las dificultades de conseguir financiamiento se agrega el reciente desarme de posiciones en activos locales por parte de fondos de inversión: la cuenta de *Inversión de portafolio de no residentes* (donde se registran todas las operaciones de carry trade) acumula en tan sólo 4 meses una salida neta de divisas de USD -3.517 millones. Además de las necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional, se suma la demanda de divisas por parte del Sector Provincial y del Sector Corporativo para cubrir vencimientos de deuda contraída en estos últimos 2 años y medio (por aproximadamente USD 5.494 millones), así como la demanda de divisas para cubrir el déficit de balance comercial y la incesante fuga de capitales; todo ello en un contexto de fuerte caída en las Reservas Internacionales y persistentes corridas cambiarias.

- Según datos de la Secretaría de Finanzas, el stock de Deuda Pública al I. 2018 creció un 30,7% con respecto a octubre de 2015 hasta los USD 331.481 millones, mientras que el ratio sobre PIB creció en 18,9 p.p. hasta un 59,3%. Según cálculos propios, se espera para el IV. 2018 un stock de deuda de USD 356.570 millones y un ratio del 111,4%. Asimismo, si se analiza la deuda por acreedor, se obtiene que la participación de la Deuda Pública con el Sector Privado sobre el total subió 15,7 p.p. (con respecto a octubre de 2015) hasta alcanzar un 44,9%, mientras que el ratio de Deuda Pública con el Sector Privado sobre PIB subió 14,8 p.p. hasta 26,6%.

- Si se analiza el Balance Cambiario del BCRA con datos a julio de 2018, se obtiene que desde diciembre de 2015 han salido del país divisas netas por *FAE del SPNF*, *Utilidades, Dividendos y Otras Rentas,* y *Turismo* por USD -54.146 millones, USD -6.211 millones, y USD -21.041 millones, respectivamente, estimándose una fuga de capitales total de USD -81.399 millones. Si se agregasen los *Intereses de la deuda* (por USD -26.953 millones) en el cómputo de la fuga de capitales, entonces la cifra total alcanzaría los USD -108.352 millones.

- A partir de los datos del Balance Cambiario publicado por el BCRA se observa que la Cuenta Capital y Financiera se ha mantenido superavitaria (USD 68.289 millones acumulado) durante todo el gobierno de Cambiemos (con excepción de estos últimos meses, dónde la salida de capitales a través de las cuentas de *Inversión de Portafolio de no resientes* y de *FAE del SPNF* han más que superado los ingresos de capitales por deuda), financiando así el déficit permanente de la Cuenta Corriente (USD -43.416 millones acumulado). Efectivamente, el endeudamiento masivo por parte del Gobierno Nacional, el Sector Provincial y Privado en estos dos años y medio, en conjunto con el ingreso de divisas por *carry trade* a partir de la Cuenta Capital y Financiera han estado cubriendo: (a) el egreso de divisas por *FAE del SPNF* de la propia Cuenta Capital y Financiera, y (b) el déficit de Cuenta Corriente por el creciente déficit comercial de bienes y servicios (USD -13.379 millones acumulado), así como por el pago de *Utilidades, dividendos y otras rentas,* y de *Intereses de la deuda*.

- Para lo que resta de 2018 (septiembre a diciembre) se estiman vencimientos totales en moneda extranjera por USD 19.590 millones, mientras que para todo el año 2019 se estiman pagos totales en moneda extranjera por USD 31.220 millones. Tanto el perfil de vencimientos de la deuda del Tesoro Nacional en moneda extranjera como el ratio de intereses pagados sobre PIB presentan una trayectoria marcadamente ascendente: en el año 2017 se pagó un 68% más que en el año 2016, mientras que en el año 2018 se pagará en total un 58% más en relación al año 2017. En paralelo, el ratio de intereses sobre PIB también fue en aumento: éste creció del 1% en 2015, al 1,5% en 2017, y se estima para 2018 un ratio del 3%. Por su parte, los vencimientos totales para la deuda Provincial y Corporativa para lo que resta del Gobierno de Cambiemos se estiman en aproximadamente USD 3.548 millones y USD 1.946 millones, respectivamente.

1. INTRODUCCIÓN

Debido fundamentalmente a la inoperancia en el manejo macroeconómico de la gestión de Cambiemos, la presente crisis presenta enormes desafíos que en el contexto nacional actual plantean un elevado nivel de incertidumbre presente y futuro. Lo inmediato es la cuestión financiera y cambiaria, la enorme recesión que nadie sabe cuando puede terminar y su nivel de profundidad (con sus dramáticos efectos sobre la población argentina), y por otro lado y no menos relevante, la sostenibilidad de la deuda pública.

El mercado ya anticipa que con el acuerdo alcanzado en junio con el FMI no alcanzará para financiar el déficit fiscal y el déficit financiero del gobierno nacional de 2019 (tenemos dudas de que puedan alcanzar el prometido déficit cero). Esto resultaría posible sólo a costa de un adelantamiento de los desembolsos comprometidos originalmente para 2020 y 2021 (que, en esta ocasión volverá con mayores condicionamientos que incrementarán la dureza del ajuste fiscal), mientras que del financiamiento del 2020 en adelante el escenario es completamente incierto, tarea que quedará para el próximo gobierno.

La otra duda que por el momento parece irresuelta, es cómo hará en este marco el gobierno para satisfacer la demanda adicional de dólares de la economía en su conjunto, vista la necesidad de recursos que se requieren para atender el déficit comercial (muy importante en 2018, y probablemente alto también en 2019), del pago de intereses externos (sumando las provincias y grandes corporaciones), de los servicios de capital de deuda, y de los igualmente elevados consumos externos en turismo. En paralelo pesarán el constante y expansivo atesoramiento en dólares por desconfianza en el peso, las remesas de utilidades de compañías extranjeras, el desarme de carteras locales por parte de inversores foráneos, y la caída de depósitos en dólares en el sistema financiero.

La completa liberalización del mercado cambiario y financiero de los últimos 2 años y 8 meses generó una creciente demanda de moneda extranjera que fue financiada casi exclusivamente con dólares obtenidos a través del endeudamiento externo (financiando particularmente al Tesoro, algunas provincias y grandes corporaciones).

Hoy esa disponibilidad de dólares se terminó. Los mercados no tienen confianza suficiente en que el gobierno de Cambiemos logre llevar adelante un proceso de estabilización tal que consiga evitar un colapso de la economía y una cada vez más probable crisis de deuda externa.

El potencial adelantamiento de los fondos del FMI lograría compensar parcialmente el déficit fiscal y financiero de 2018 y 2019, ayudados por algún financiamiento adicional en pesos que se consiga en el mercado local (suponiendo además la renovación de los Repos con bancos internacionales, una tarea cuya dificultad no será menor).

En este sentido debe recordarse que el incumplimiento observado por el gobierno de Cambiemos de las metas comprometidas en el acuerdo stand by con el FMI, le valió su interrupción. De este modo en esta ocasión el equipo económico ha iniciado un nuevo proceso de negociación con el

organismo para establecer un segundo acuerdo que será objetivamente más duro, con más ajuste y con dos objetivos bien claros: un déficit fiscal primario muy bajo (fuerte reducción del gasto público con mejoras en los ingresos) y la recuperación de reservas internacionales para garantizar que las reservas netas superen los 20.000 millones de dólares, hoy por debajo de ese nivel (tarea que parece muy difícil).

Sin embargo es muy poco probable que alcance con esos desembolsos externos para cubrir la incierta evolución del déficit de cuenta corriente, la fuga de capitales, la salida de inversores de activos locales y el retiro de depósitos en dólares del sistema financiero. La evolución de estos últimos dependerá en gran medida de la capacidad del gobierno de administrar la crisis y la confianza, y así frenar la salida de dólares y lograr para más adelante nuevos financiamientos, en este caso privados.

Por la experiencia reciente de estos últimos meses no hay dentro del gobierno mucho optimismo, y menos fuera. Un aporte adicional del FMI lo único que permitirá generar es una supuesta "primavera" financiera transitoria que permitirá a grandes fondos de inversión desarmar definitivamente su posición en activos argentinos, pero no alcanzará a cubrir toda la demanda adicional de dólares, lo que impactará en el nivel de reservas internacionales y en el tipo de cambio.

Adicionalmente, y como resultado del proceso de sobreendeudamiento que llevó adelante el gobierno de Mauricio Macri, se ha generado un problema estructural adicional. La economía argentina no está preparada para mantener un tipo de cambio real depreciado en el tiempo (debido al sobredimensionado endeudamiento en dólares en el que incurrió el Tesoro Nacional). Esperamos que de mantenerse en estos niveles, el ratio de deuda pública sobre PIB alcance a finales de 2018 un nivel alarmante, superior al 111% del PIB; mientras que el gobierno recibió en 2015 un nivel de apenas el 40%. El actual ratio no es sostenible en el tiempo, sobre todo si la recesión se profundiza (seguramente perdurará más allá de 2019) y no se logra revertir el déficit de cuenta corriente y la fuga de capitales.

Observando el cuadro general, se podría afirmar que nuestra economía se encuentra en un callejón sin salida. El desequilibrio externo para algunos se podría resolver con un proceso de depreciación real, pero este efecto inequívocamente generará un impacto en el nivel de la deuda externa muy peligroso y un fuerte crecimiento de la inflación. Mientras que una apreciación del peso (en un contexto de escasez de dólares) generará con seguridad mayor inestabilidad cambiaria, también insostenible en el tiempo.

Estamos, consecuentemente, ante una pérdida de la capacidad de compra del salario real (luego de la reciente devaluación del peso) y un empobrecimiento permanente de las grandes mayorías. La cuestión social en este marco es insalvable. La recesión vino para quedarse: no hay recuperación posible de la economía sin consumo e inversión con un ajuste que será cada vez más profundo y cruento, una inflación creciente, y un nivel de tasas de interés que destruyen cualquier economía productiva (en especial a la pequeña y mediana empresa).

Frente a la escasez de dólares frescos el gobierno de Cambiemos muy probablemente recorrerá los siguientes pasos: en primer lugar hará un intento de privatización parcial o total de las empresas públicas o de aquellas acciones cuya titularidad corresponde al Estado Nacional (ANSES) y que sirven como activos para el pago de futuras jubilaciones. En segundo lugar, y frente al elevado nivel de deuda, el Tesoro intentará llevar adelante una reestructuración de la deuda en manos de tenedores públicos (ANSES, BCRA y Banco Nación), lo que tendrá también un impacto efectivo sobre el patrimonio de los jubilados y de todos los argentinos.

Finalmente, más allá de si el gobierno encuentra un camino para evitar una profundización de la crisis actual en 2019, cualquiera de las fuerzas políticas que tenga la responsabilidad de conducir el país a partir de 2020 se encontrará con una economía desahuciada, con enormes dificultades para encontrar financiamiento externo y completamente condicionada por un plan económico definido por las autoridades locales en conjunto con el FMI. Los costos sociales, económicos y financieros generados por la actual conducción política son para toda la sociedad demasiado elevados y se extienden dejando muchas limitaciones que acotarán los grados de libertad de la próxima gestión institucional.

Queda claro que en este marco, cerrar la brecha externa y permitir un modelo productivo con empleo y mejora de la vida de los sectores postergados en este lapso 2016-2019 requerirá de muchos recursos financieros y fiscales. Sólo se podrá salir con un modelo alternativo, que deje atrás las reformas neoliberales que produjeron junto a la deuda externa, un condicionamiento que deberá ser repensado más pronto que tarde.

2. EMISIONES DE DEUDA

2.1 EMISIONES DEL TESORO NACIONAL EN MONEDA EXTRANJERA

El 13 de julio el Tesoro Nacional emitió, bajo legislación local, el *Bono dual 2020* denominado en dólares pero pagadero en pesos por VN USD 1.638 millones, con vencimiento el 13 de febrero de 2020 (plazo de 1,6 años). El bono paga al vencimiento en pesos el máximo entre: (i) la amortización del capital en pesos al tipo de cambio aplicable más los intereses capitalizados en pesos, y (ii) el VN en dólares más intereses del 4,5% en dólares.

Desde el comienzo del gobierno de Cambiemos se registran emisiones de deuda en los mercados internacionales de crédito en moneda extranjera y bajo legislación extranjera y local por VN USD 64.102 millones, a un plazo promedio de 14,1 años. De allí, VN USD 22.051 millones fueron emitidos en el año 2016, VN USD 28.413 millones en el año 2017, y VN USD 13.638 millones en lo que corre del año 2018.

2.2 EMISIONES DE LETES DEL TESORO NACIONAL EN MONEDA EXTRANJERA

A pesar de que se han reducido las emisiones de deuda en moneda extranjera del Gobierno Nacional en el 2018 (en relación a los primeros 2 años de gobierno) frente a las crecientes

dificultades para acceder a los mercados internacionales de crédito, las emisiones de Letes en dólares (destinadas principalmente al mercado local) siguen realizándose con frecuencia.

A fines de junio el Tesoro Nacionalemitió 2 Letes en dólares por un total de VN USD 761 millones: las emisiones fueron de VN USD 299 millones y VN USD 462 millones cada una, con vencimiento el 12 de octubre de 2018 y 22 de febrero de 2019 (plazos de 105 y 238 días, respectivamente) y rendimientos del 3,69% y 4,45%, respectivamente. Luego, en julio el Tesoro emitió 4 Letes en dólares más: el 6 de julio emitió Letes por VN USD 422 millones, con vencimiento el 26 de julio de 2019 (plazo de 385 días) y rendimiento del 5,5%; el 13 de julio emitió Letes por VN USD 220 millones y VN USD 294 millones, con vencimiento el 8 de febrero de 2019 y 26 de julio de 2019 (plazos de 210 y 378 días, respectivamente), y TNA de 4% y 5,5% respectivamente; y el 27 de julio emitió VN USD 400 millones, con vencimiento el 25 de enero de 2019 (plazo de 182 días) y TNA del 3,75%. Asimismo, en agosto emitió dos Letes en dólares más: una por VN USD 430 millones, vencimiento el 8 de febrero de 2019 (plazo de 182 días) y rendimiento de 4,99%, y otra por VN USD 913 millones, vencimiento el 15 de marzo de 2019 (plazo de 203 días) y rendimiento de 5%.

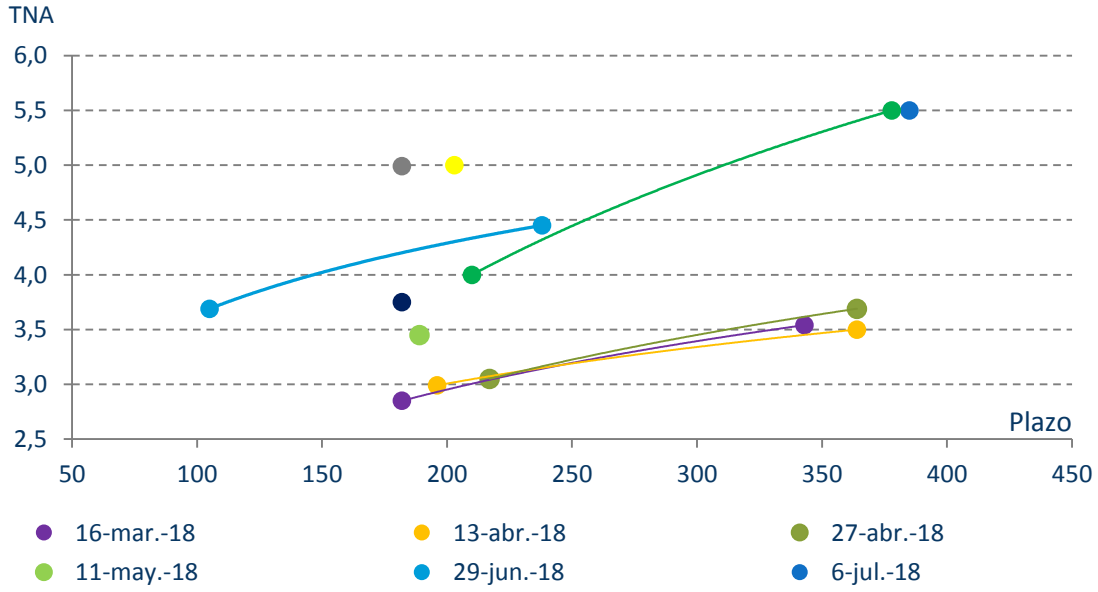
Además, como se observa en el Gráfico 1, el costo de financiamiento de las Letes es creciente en el tiempo. Por ejemplo, para igual plazo de 182 días, se observa que entre las emisiones del 16 de marzo, 11 de mayo, 27 de julio y 10 de agosto el costo subió en 0,6 p.b., 0,3 p.b. y 1,24 p.b., respectivamente.

Gráfico 1: Curvas de rendimiento de emisiones de Letes del Tesoro en dólares

Emisiones desde el 16 de marzo de 2018

TNA en porcentaje y plazo en días

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Como se evidencia en el Gráfico 2, el stock de Letes ha ido creciendo sistemáticamente en el tiempo, alcanzando su punto máximo de USD 16.568 millones entre fines de febrero y principios

de marzo de 2018. Esto resulta particularmente preocupante si se tiene en cuenta que el porcentaje de renovación de los vencimientos es cada vez menor (Gráfico 3). Adicionalmente, cabe señalar que la renovación de Letes en dólares esconde un problema más, sobre todo en el actual contexto de creciente demanda de dólares: al ser instrumentos que pueden suscribirse indistintamente en pesos o dólares (aunque paguen en dólares), la renovación del stock de Letes en dólares con suscripciones en pesos esconde detrás una dolarización encubierta, que en un contexto de mayor tensión cambiaria podría convertirse en un factor fuertemente desestabilizante.

Gráfico 2: Stock de Letes del Tesoro en dólares

En millones de dólares

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas

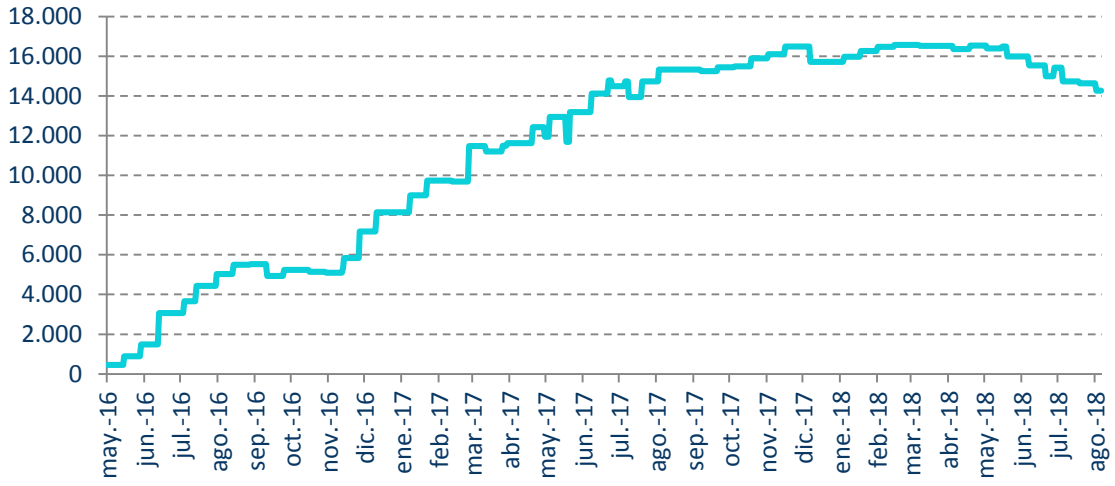
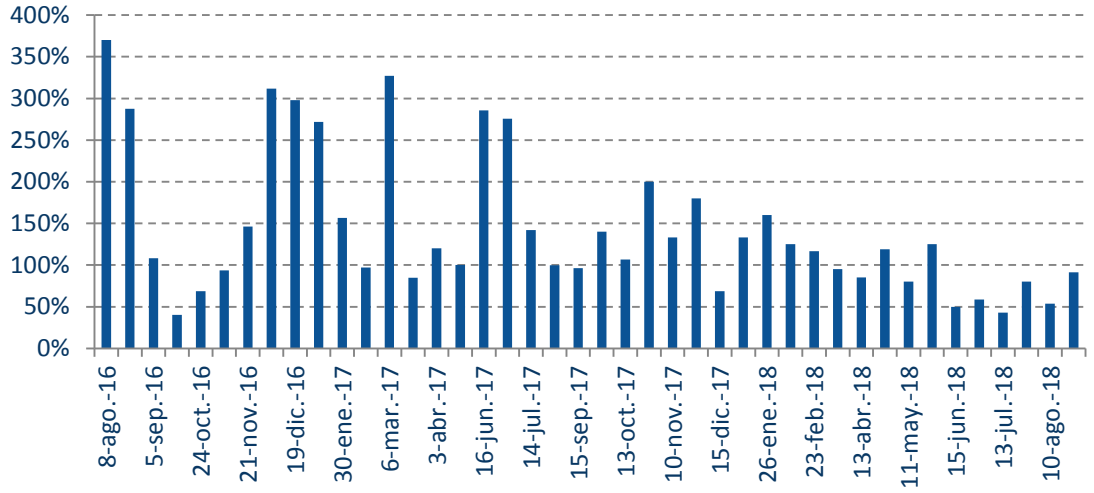


Gráfico 3: Porcentaje de renovación de Letes del Tesoro en dólares

En porcentaje

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Actualmente, en lo que va de la gestión de Cambiemos, el Tesoro Nacional ha acumulado un stock de Letes de más de VN USD 14.179 millones, a un plazo promedio de 304 días. Si a este stock se le adicionan los VN USD 64.102 millones emitidos en moneda extranjera mencionados arriba, el total de emisiones Nacionales en moneda extranjera para la gestión completa asciende a los VN USD 78.368 millones.

2.3 EMISIONES DEL TESORO NACIONAL EN MONEDA LOCAL

El 18 de julio el Tesoro Nacional realizó una reapertura de los *Bote 2020*en pesos, bajo legislación local, por VN $ 44.955 millones, vencimiento el 21 de noviembre de 2020 (plazo de 2,3 años) y cupón fijo del 26%.

Desde comienzos de la gestión de Cambiemos se contabilizan emisiones totales en pesos bajo legislación local por parte del TesoroNacional de VN $842.941 millones, a un plazo promedio de 3,9 años; dónde $ 219.090 millones corresponden a 2016, $ 292.014 millones a 2017 y $ 331.837 millones a 2018.

2.4 EMISIONES DE LETES DEL TESORO NACIONAL EN MONEDA LOCAL

El 17 de agosto el Tesoro Nacional emitió 2 Letes capitalizables en pesos bajo legislación local. Las emisiones fueron por VN $ 14.227 millones y VN $ 8.862 millones,con vencimiento el 30 de noviembre de 2018 (plazo de 105 días) y 29 de marzo de 2019 (plazo de 224 días), y cupones del 3% capitalizable mensualmente y 2,85% capitalizable mensualmente, respectivamente.

Luego el 24 de agosto el Tesoro Nacional realizó una reapertura de las dos Letes emitidas originalmente el 17 de agosto; esta vez por VN $ 25.773 millones de la Lete con vencimiento el 30

de noviembre de 2018 y por VN $ 10.582 millones de la Lete con vencimiento el 29 de marzo de 2019.

Desde comienzos de la gestión de Cambiemos se registra un stock de Letes del Tesoro en pesos por VN $ 149.132 millones, a un plazo promedio de 171 días, dónde VN $ 9.713 millones corresponden a 2017 y VN $ 139.419 millones a 2018.

Si a este stock se le adicionan los VN $ 842.941 millones emitidos en pesos mencionados en la Sección 2.3, el total de emisiones Nacionales en pesos para la gestión completa asciende a los VN $ 992.073 millones.

2.5 EMISIONES PROVINCIALES EN MONEDA EXTRANJERA

No se han registrado nuevas emisiones del Sector Provincial en moneda extranjera desde diciembre de 2017, momento a partir del cual comienzan a cerrarse los mercados internacionales de crédito para la Argentina.

Para la gestión de Cambiemos completa se registra un endeudamiento total de las Provincias de Neuquén, Mendoza, Chubut, Córdoba, Salta, Chaco, Santa Fe, Entre Ríos, Buenos Aires, Tierra del Fuego, La Rioja, Jujuy, Río Negro, y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires por VN USD 12.336 millones, a un plazo promedio de 8,2 años.

2.6 EMISIONES DEL SECTOR CORPORATIVO EN MONEDA EXTRANJERA

A principios de agosto de este año 2 empresas (*Euro S.A.* y *SAESA*) emitieron deuda en dólares y bajo legislación local. La empresa *Euro S.A.* emitió USD 1 millón a un plazo de 3 años (vencimiento el 7 de septiembre de 2021) y cupón de 14%, mientras que *SAESA* emitió otro USD 1 millón a un plazo de 2 años (vencimiento el 20 de agosto de 2020) y cupón de 9,45%.

Desde inicios de la gestión Cambiemos se registran 56 empresas endeudadas en dólares bajo legislación local y extranjera por un total de VN USD 13.166millones, a un plazo promedio de 7,4 años. De allí, VN USD 5.540 millones corresponden a emisiones de 2016, VN USD 5.626 millones a emisiones de 2017 y VN USD 1.999 millones a emisiones de 2018.

2.7 EMISIONES TOTALES

Si se consideran en conjunto las emisiones de deuda del Tesoro Nacional en moneda local (títulos públicos en pesos más Letes del Tesoro en pesos) y extranjera (títulos públicos en moneda extranjera más Letes del Tesoro en dólares), y de las Provincias y el Sector Corporativo en moneda extranjera, se obtiene que hasta fines de agosto de 2018 en este año ya se han emitido VN USD 37.146 millones. Si se tienen en cuenta los VN USD 40.242 millones emitidos en 2016, y los VN USD 51.442 millones emitidos en 2017, entonces desde inicios de la gestión de Cambiemos hasta la actualidad el total emitido asciende a más de VN USD 128.830 millones. De dicha cifra, el 80,6% son colocaciones en moneda extranjera y el 19,4% restante en moneda local.

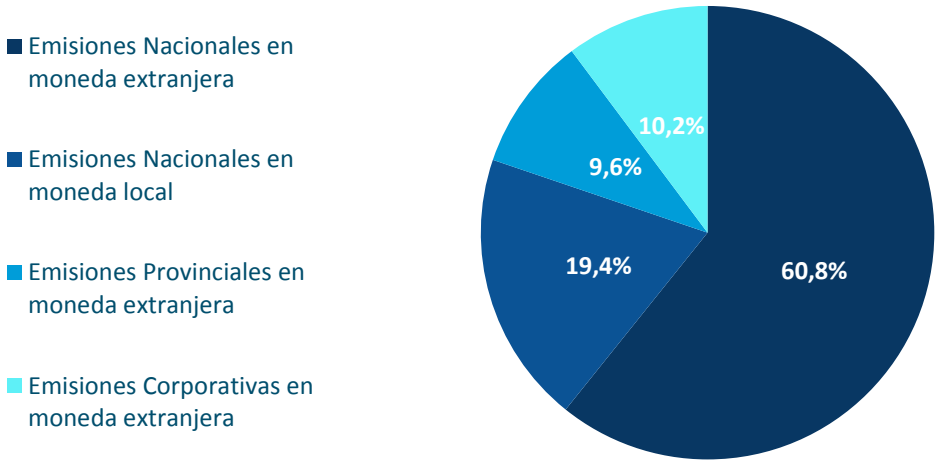
Además, de los VN USD 128.830 millones, solamente el Tesoro Nacional es responsable de VN USD 27.583 millones emitidos en 2016, VN USD 40.598 millones emitidos en 2017, VN USD 35.147 millones emitidos en 2018, y VN USD 103.328 millones emitidos durante la gestión de Cambiemos completa. Esto quiere decir que actualmente las emisiones de deuda de Tesoro Nacional representan un 80,2% de las emisiones totales, de las cuales el 60,8% son emisiones en moneda extranjera.

Gráfico 4: Emisiones Nacionales, Provinciales y Corporativas totales desde inicios de la Gestión Cambiemos

Diciembre de 2015 a fines de agosto de 2018

En porcentaje sobre el total

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas y Bloomberg



Nota: Las emisiones Nacionales en moneda extranjera incluyen el stock de Letes del Tesoro en dólares y las emisiones Nacionales en pesos incluyen el stock de Letes del Tesoro en pesos hasta fines de agosto de 2018.

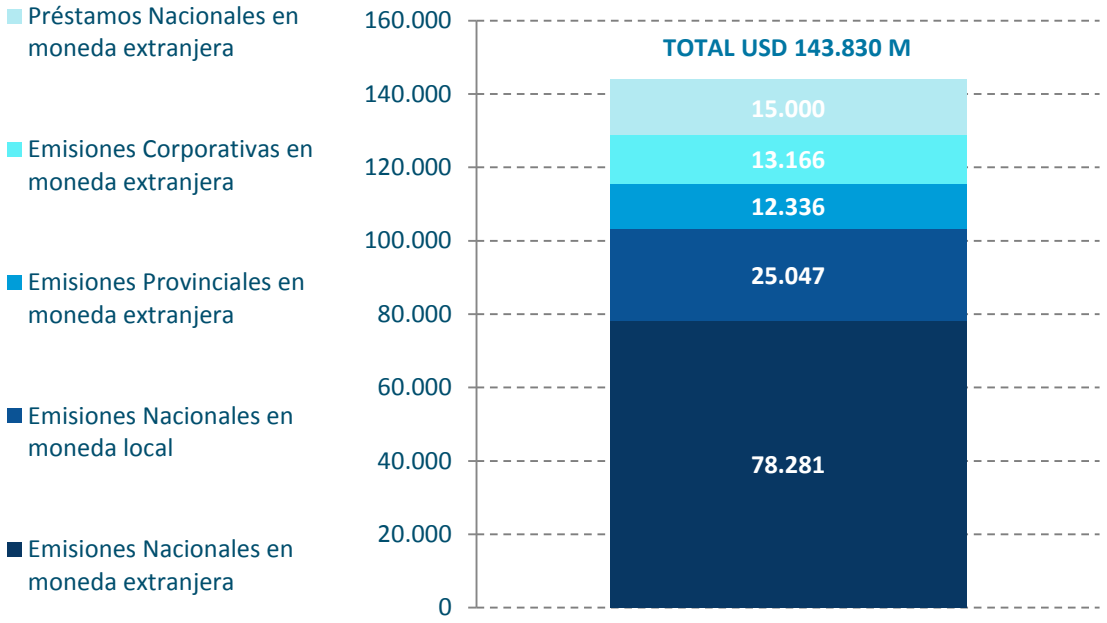
Si al monto total de VN USD 128.830 millones se le suma el primer desembolso por USD 15.000 millones por parte del FMI de junio de este año, entonces las colocaciones de deuda totales alcanzan los USD 143.830 millones.

Gráfico 5: Emisiones Nacionales, Provinciales y Corporativas totales y préstamos Nacionales en moneda extranjeradesde inicios de la Gestión de Cambiemos

Diciembre de 2015 a fines de agosto de 2018

En VN millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas y Bloomberg



Nota: Las emisiones Nacionales en moneda extranjera incluyen el stock de Letes del Tesoro en dólares y las emisiones Nacionales en pesos incluyen el stock de Letes del Tesoro en pesos hasta fines de agosto de 2018.

3. LAS NECESIDADES DE DIVISAS HASTA EL FINAL DEL GOBIERNO DE CAMBIEMOS

En estas últimas semanas el Gobierno Nacional ha estado atravesando su peor momento desde el comienzo de su mandato. En un contexto de deterioro sistemático de todas las variables macroeconómicas y financieras de la Argentina, los mercados se preguntan si el Gobierno Nacional podrá cerrar la brecha financiera y externa de aquí a fines de 2019.

En el Programa Financiero de septiembre 2018-diciembre 2019 presentado recientemente por el Ministerio de Hacienda, se asume que podrá refinanciar todos los vencimientos de capital de la deuda en moneda extranjera (títulos públicos, repos y préstamos), *rollovear* el 60% y 100% de las Letes del Tesoro en dólares en 2018 y 2019 respectivamente, e incluso conseguir financiamiento extra en moneda extranjera.

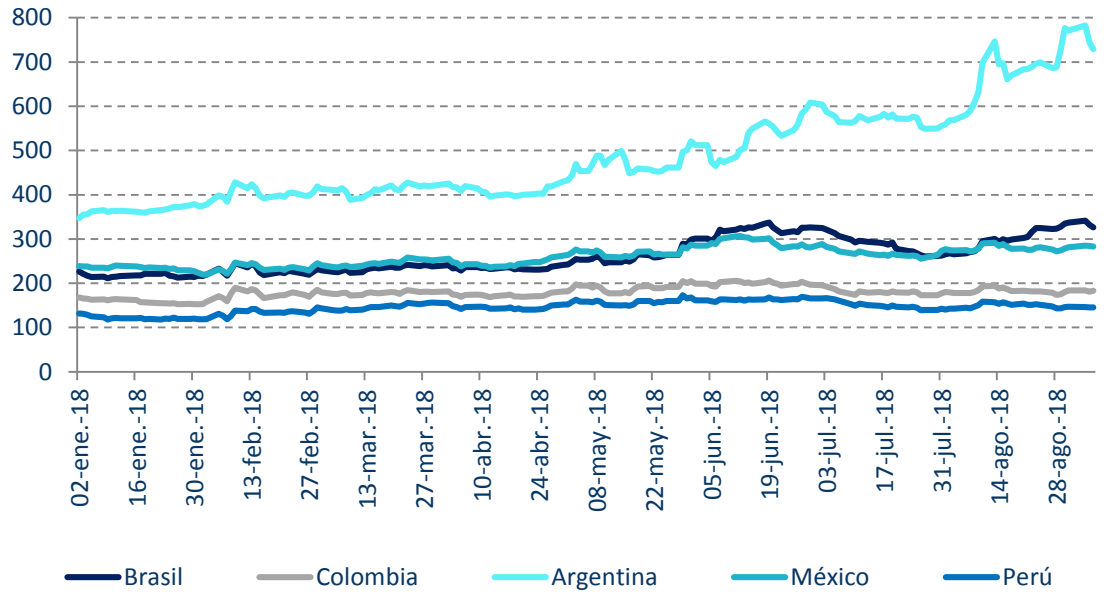
Sin embargo, el supuesto de que las necesidades en moneda extranjera podrán ser *rolloveadas* y cubiertas por financiamiento externo e interno resulta poco realista en un escenario donde el mercado cuestiona cada vez más las capacidades de repago de la deuda argentina y el riesgo país sube persistentemente. Efectivamente, desde inicios del 2018 el EMBI+ argentino ha crecido un 125% hasta alcanzar un valor máximo de 782 p.b. (el 4 de septiembre), un valor que no se

registraba desde fines de 2014. Como se observa en el Gráfico 6, la suba del riesgo país supera además ampliamente la de sus pares regionales.

Gráfico 6: Riesgo país de los principales países regionales

En puntos básicos

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

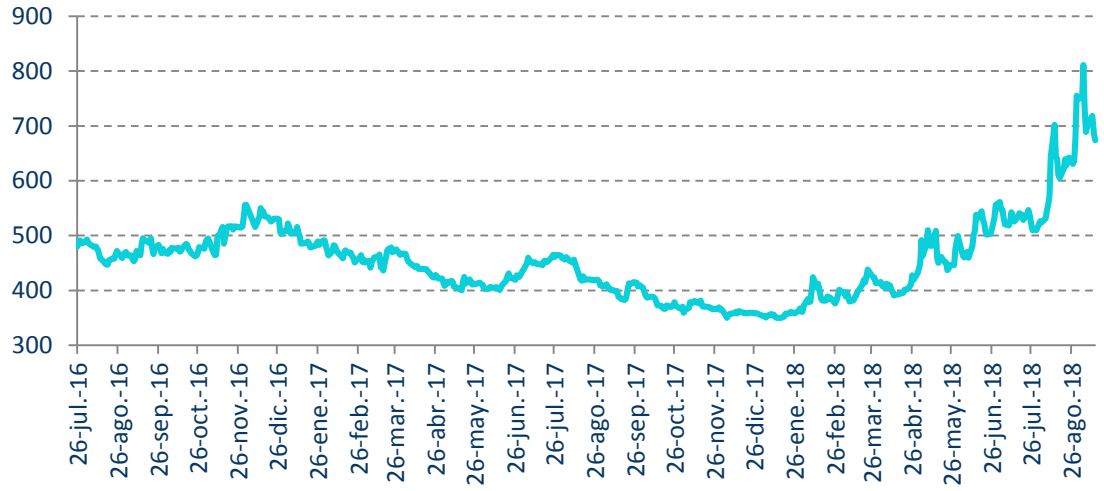


En paralelo, los *Credit default swaps* (CDS) argentinos o seguros contra default, derivados financieros que sirven de indicador para medir el riesgo de probabilidad de un default, también han estado subiendo de valor: desde inicios de 2018 los CDS argentinos a 10 años han aumentado un 130%, alcanzando un máximo de 811 p.b. (el 4 de septiembre).

Gráfico 7: CDS de Argentina a 10 años

En puntos básicos

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg



A la suba en el EMBI+ argentino y en los CDS, se suma un contexto financiero internacional crecientemente hostil, caracterizado por el endurecimiento de la política monetaria de EE.UU. y de las principales economías centrales. Se espera que la Reserva Federal de los EE.UU. (FED) suba la tasa de interés en dos ocasiones más este año (en septiembre y diciembre), y tres veces más en 2019, dificultando severamente las posibilidades de que la Argentina consiga financiamiento en los mercados internacionales.

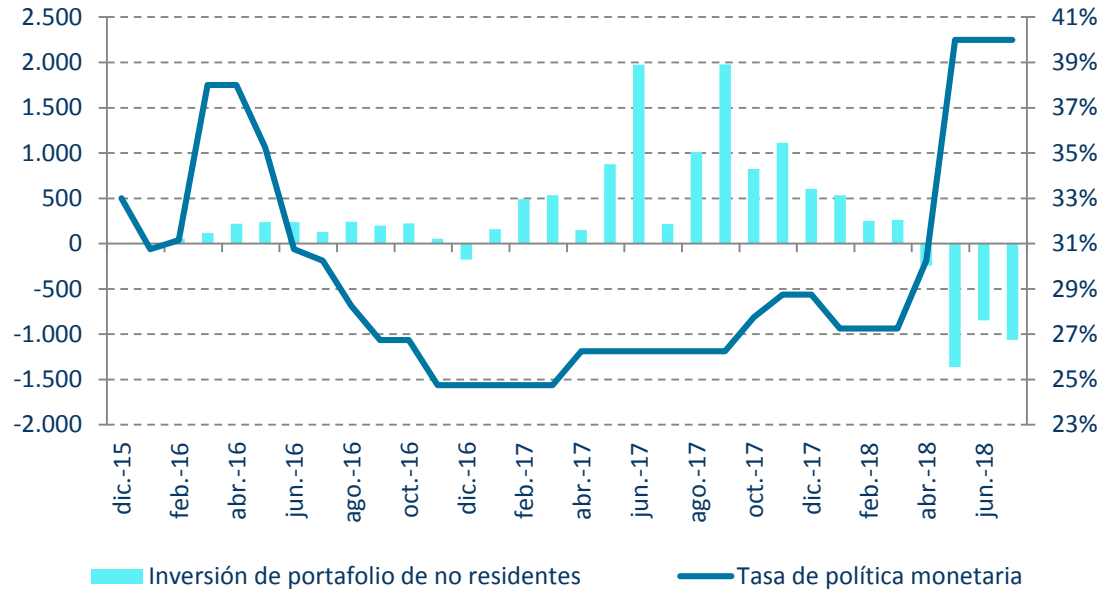
Al cierre de los mercados internacionales de crédito, se agrega el desarme de posiciones en activos locales por parte de fondos de inversión que comenzó en los últimos meses. En efecto, desde abril de este año, la cuenta de *Inversión de portafolio de no residentes* de la Cuenta Capital y Financiera del Balance Cambiario del BCRA (donde se registran todas las operaciones de carry trade) se ha revertido y pasado a ser de signo negativo, acumulando en tan sólo 4 meses una salida neta de divisas de USD -3.517 millones (Gráfico 8).

Esto ocurrió en simultáneo y a pesar de la suba en la tasa de política monetaria del BCRA, que pasó del 27,25% a principios de abril al 40% a fines de julio, y que se posiciona actualmente al 60%. Evidentemente el aumento en la rentabilidad de todos los instrumentos en pesos no estaría desincentivando la salida de inversores de activos locales, frente al descalabro financiero que está sufriendo nuestro país.

Gráfico 8: Inversión de portafolio de no residentes y tasa de política monetaria

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base al Balance Cambiario (BCRA) y BCRA



Pero además de las necesidades de financiamiento en moneda extranjera por parte del Tesoro Nacional, de acá a fines de 2019 también ejercerá presión sobre las Reservas Internacionales la demanda de divisas por parte del Sector Provincial y del Sector Corporativo, principalmente para cubrir vencimientos de deuda contraída en estos últimos 2 años y medio. En efecto, para lo que resta del Gobierno de Cambiemos se esperan vencimientos de capital e interés en moneda extranjera de USD 3.548 millones por parte de las Provincias y de USD 1.946 millones por parte del Sector Corporativo, aproximadamente (Cuadro 1 y Sección 7).

Cuadro 1: Vencimientos de interés y capital de la deuda contraída por el Sector Provincial y el Sector Corporativo

Se contemplan emisiones únicamente desde diciembre de 2015

En millones de dólares

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

	Septiembre-Diciembre 2018	2019	Total
Provincias	1.080	2.468	3.548
Corporativos	392	1.554	1.946

A las necesidades de divisas para el pago de vencimientos de deuda, también habría que sumar las divisas que requerirá nuestra autoridad monetaria para cubrir la incesante fuga de capitales[1] y el

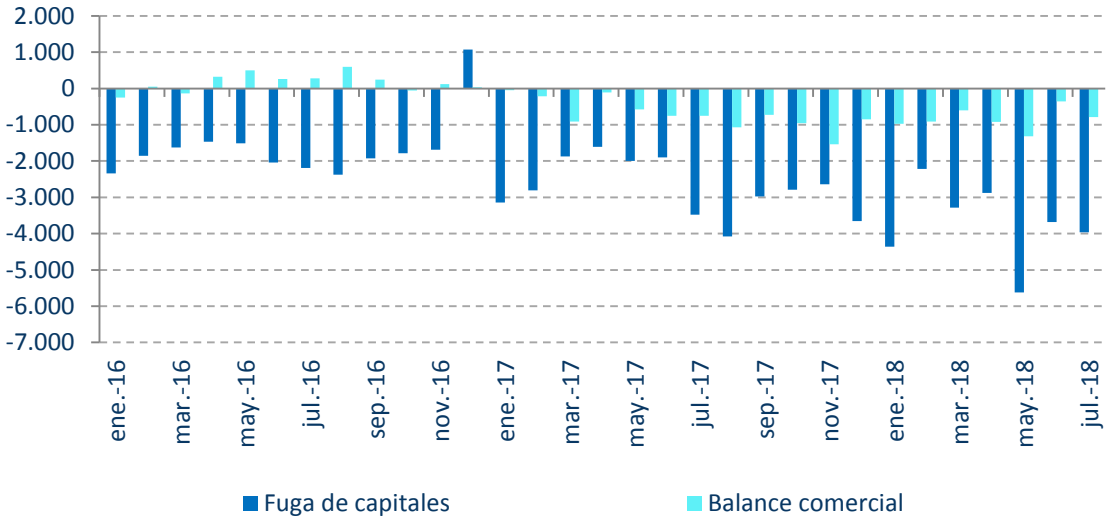
[1] Calculada como la salida de moneda extranjera en concepto de *Formación de Activos Externos (FAE) del Sector Privado no Financiero (SPNF)*, giro de *Utilidades, Dividendos y Otras Rentas*, y *Turismo*.

déficit de balance comercial, los cuales ya han alcanzado desde diciembre de 2015 los USD -81.399 millones según datos del Balance Cambiario del BCRA y los USD -13.379 millones según datos del Intercambio Comercial Argentino (ICA) de INDEC[2], respectivamente (ver Sección 5 y 6).

Gráfico 9: Fuga de capitales y Balance Comercial

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base al Balance Cambiario (BCRA) e ICA (INDEC)



Con la reciente megadevaluación del peso argentino, el cual alcanzó un máximo histórico el 30 de agosto de 39,61 $/USD si se toma el tipo de cambio mayorista A3500 (Gráfico 10) y de 40,73 $/USD si se toma el tipo de cambio vendedor del Banco Nación, se podría pensar que la balanza comercial mejorará aunque sea levemente, en tanto un tipo de cambio más alto alentaría a las exportaciones y reduciría las importaciones, estando éstas últimas además deprimidas por la caída en la actividad económica. Sin embargo, lo más probable es que la fuga de capitales continúe si la desconfianza en torno a la sostenibilidad del modelo y a las capacidades del BCRA de sostener el valor de nuestra moneda siguen aumentando.

Debemos tener en cuenta además que la creciente demanda de devisas ocurre en un contexto de fuerte caída en las Reservas Internacionales: actualmente éstas rondan en los USD 51.090 millones, lo que representa una caída del 20% (USD -12.816 millones) desde que alcanzaron su valor máximo el 11 de enero de este año (Gráfico 10). Sólo el desembolso de USD 15.000 millones del préstamo *stand-by* del FMI de junio de este año permitió que las Reservas volvieran a su nivel más alto, para luego volver a retomar una senda decreciente.

A la escalada en el tipo de cambio y el desplome de las Reservas Internacionales se suma la caída en los depósitos en dólares del Sector Privado en el sistema financiero. En efecto, desde fines de

[2] Si en cambio se tomase el dato de balance comercial del Balance Cambiario del BCRA, se estimaría un déficit comercial acumulado de USD -11.223 millones.

agosto de este año se observa una abrupta caída en los depósitos en dólares: aproximadamente USD 1.376 millones en tan sólo los últimos 10 días (Gráfico 11).

Grafico 10: Reservas Internacionales y tipo de cambio nominal A3500

En millones de dólares y en $/USD

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

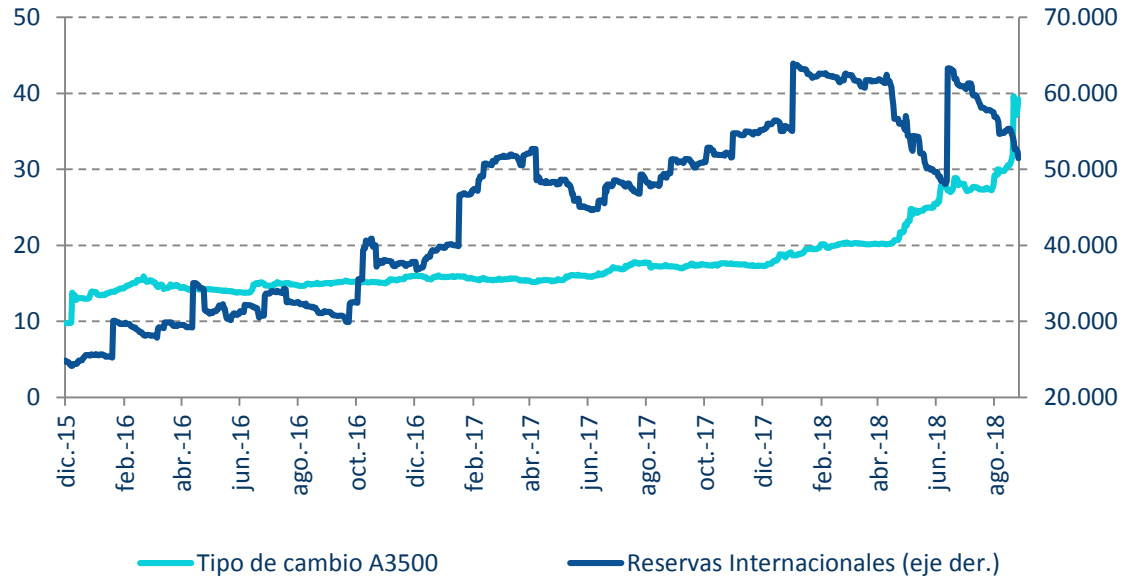
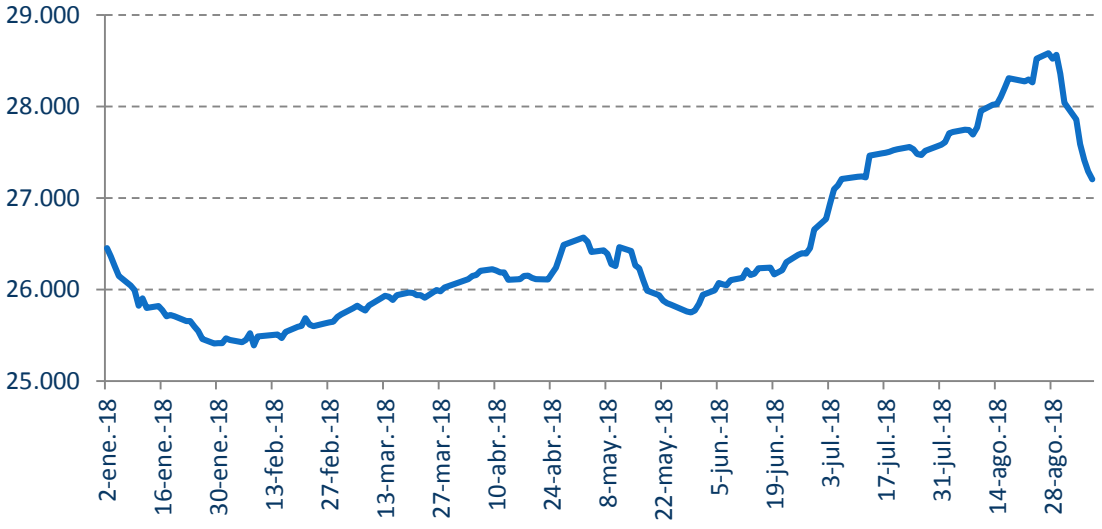


Grafico 11: Depósitos en dólares del Sector Privado en el sistema financiero

En millones de dólares

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

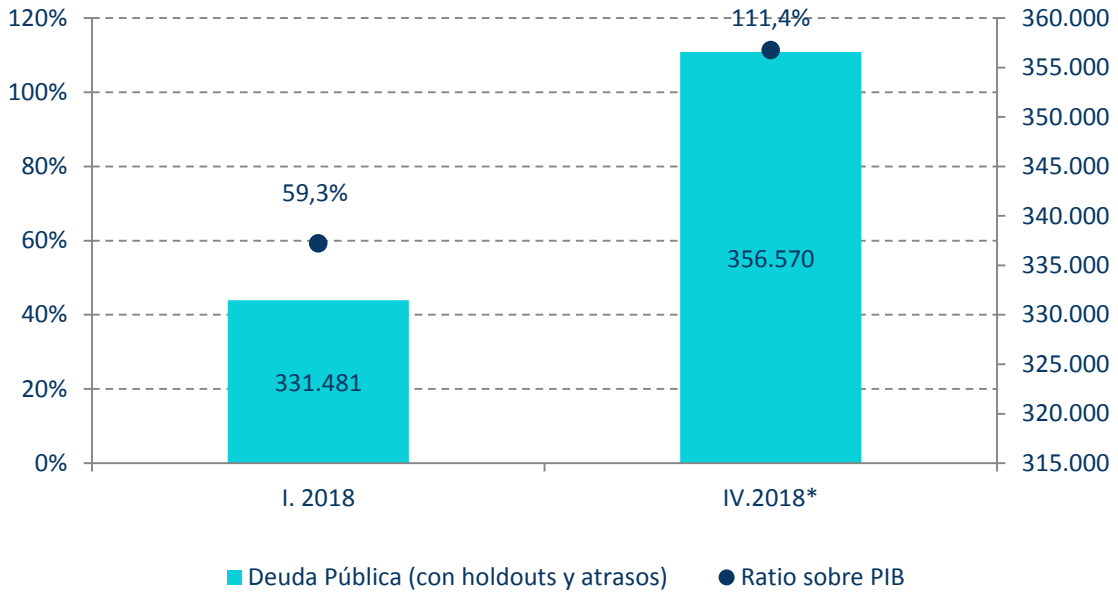


El escenario local resulta preocupante si se tiene en cuenta además que, según cálculos propios, ya se estima un stock de deuda pública de USD 356.570 millones y un ratio de deuda pública sobre

PIB del 111,4% tan sólo para fines de 2018; un aumento de 52,1 p.p. en relación al I. 2018 (59,3%), el último dato publicado por el Ministerio de Finanzas (Gráfico 12).

Con estas cifras en mente, claro está que si en los próximos 16 meses el Gobierno Nacional no logra conseguir las divisas necesarias para cerrar la brecha del Programa Financiero y satisfacer la demanda adicional de moneda extranjera por parte de todos los demás sectores de la economía, la deuda externa se volverá prácticamente insostenible de no mediar una reestructuración.

Grafico 12: Stock de Deuda Pública y ratio de Deuda Pública sobre PIB
En millones de dólares y en porcentaje
Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Nota: Estimación propia para el IV. 2018.

4. EL EMPEORAMIENTO DE LOS INDICADORES DE DEUDA PÚBLICA

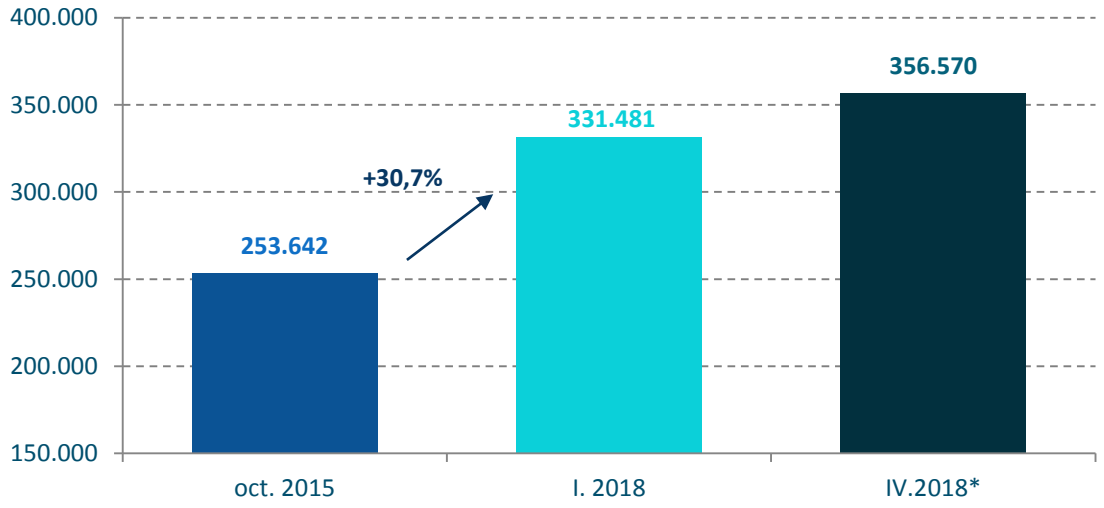
Según los datos publicados por la Secretaría de Finanzas correspondientes al primer trimestre de 2018, los principales indicadores de Deuda Pública han estado empeorando desde el inicio de la gestión de Cambiemos.

Con respecto a octubre de 2015, el stock de Deuda Pública al I. 2018 creció un 30,7% (un aumento de USD 77.839 millones) hasta los USD 331.481 millones (Gráfico 13), mientras que el ratio de Deuda Pública sobre PIB creció 18,9 p.p. hasta alcanzar un ratio de 59,3% (Gráfico 14), aunque ese dato ha quedado, luego de la gigantesca devaluación de los meses subsiguientes. Según cálculos propios, se espera para el IV. 2018 un stock de deuda de USD 356.570 millones y un ratio sobre PIB de 111,4%.

Gráfico 13: Stock de Deuda Pública (incluye *holdouts* y atrasos)

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas

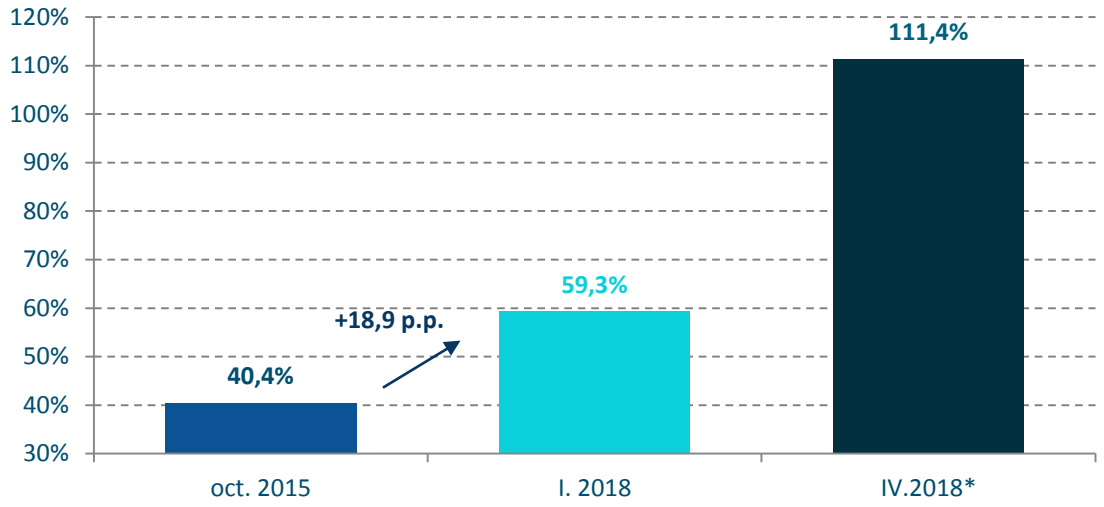


Nota: Estimación propia para el IV. 2018.

Gráfico 14: Ratio de Deuda Pública (incluye *holdouts* y atrasos) sobre PIB

En porcentaje

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Nota 1: Todos los datos calculados en base al nuevo indicador de PIB.

Nota 2: Estimación propia para el IV. 2018.

Si se analiza el stock de Deuda Pública por acreedor, notaremos que tanto el stock de Deuda Pública, como la participación sobre el total, como el ratio de deuda sobre PIB, aumentaron fuertemente para el caso de la Deuda Pública con el Sector Privado.

En efecto, entre octubre de 2015 y el I.2018, el stock de la Deuda Pública con el Sector Privado subió extraordinariamente un 101% hasta alcanzar los USD 148.838 millones (Gráfico 15). A la vez, subió la participación de la Deuda Pública con el Sector Privado sobre el total (Gráfico 16) y el ratio de Deuda Pública con el Sector Privado sobre PIB (Gráfico 17): 15,7 p.p. hasta alcanzar un 44,9%, y 14,8 p.p. hasta 26,6%, respectivamente. Dicha sustitución a favor de acreedores privados no resulta un dato menor teniendo en cuenta que es justamente la deuda con privados la que conlleva los mayores riesgos de refinanciación.

Gráfico 15: Stock de Deuda Pública (incluye *holdouts* y atrasos) por acreedor

En M de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas

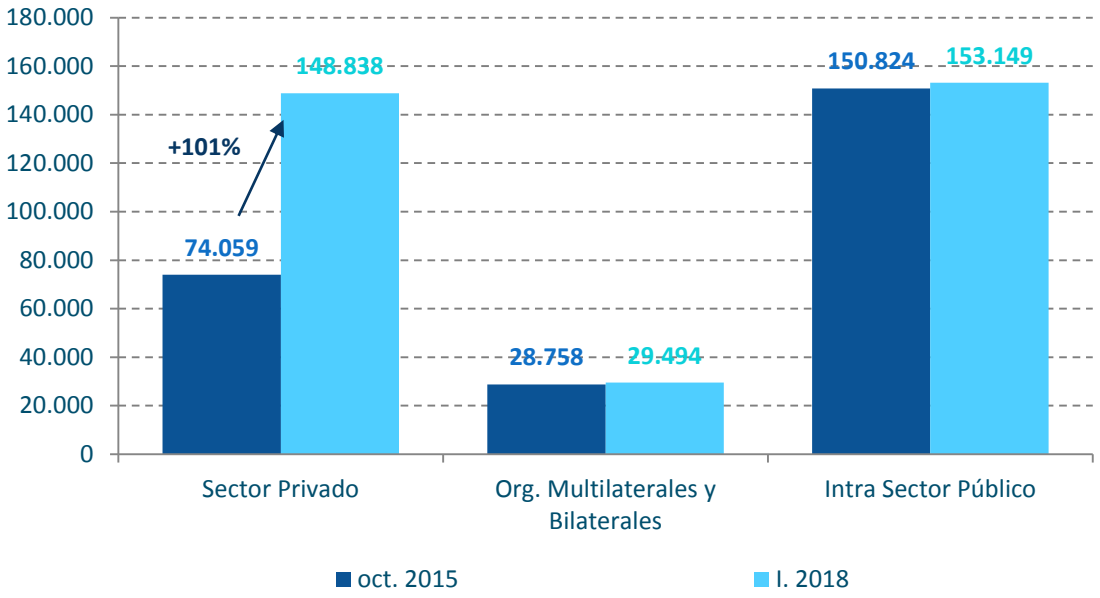


Gráfico 16: Participación de la Deuda Pública (incluye *holdouts* y atrasos) por acreedor

En porcentaje

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas

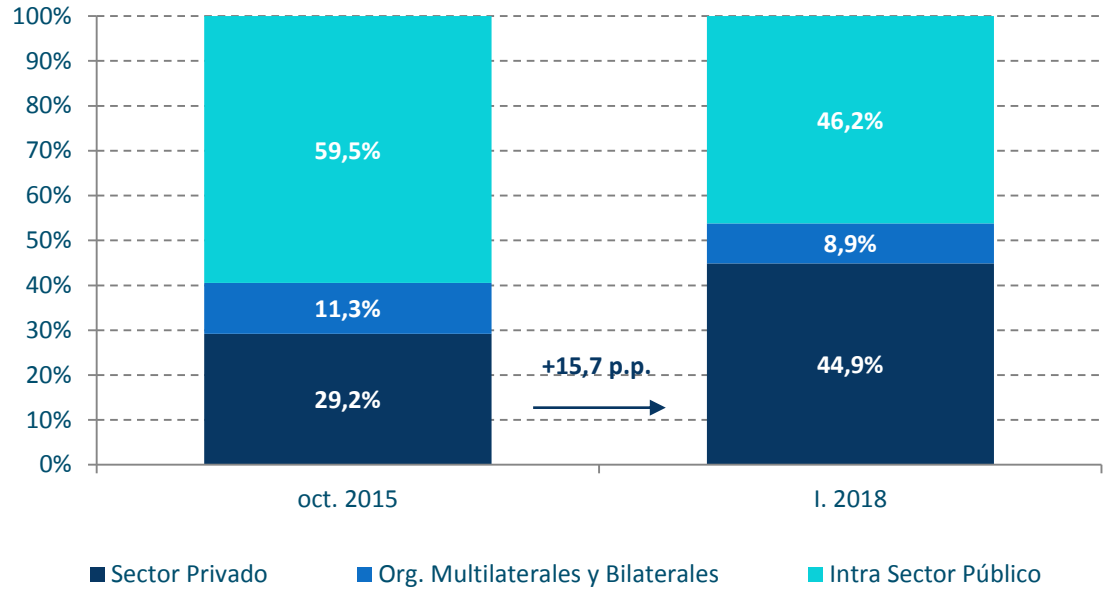
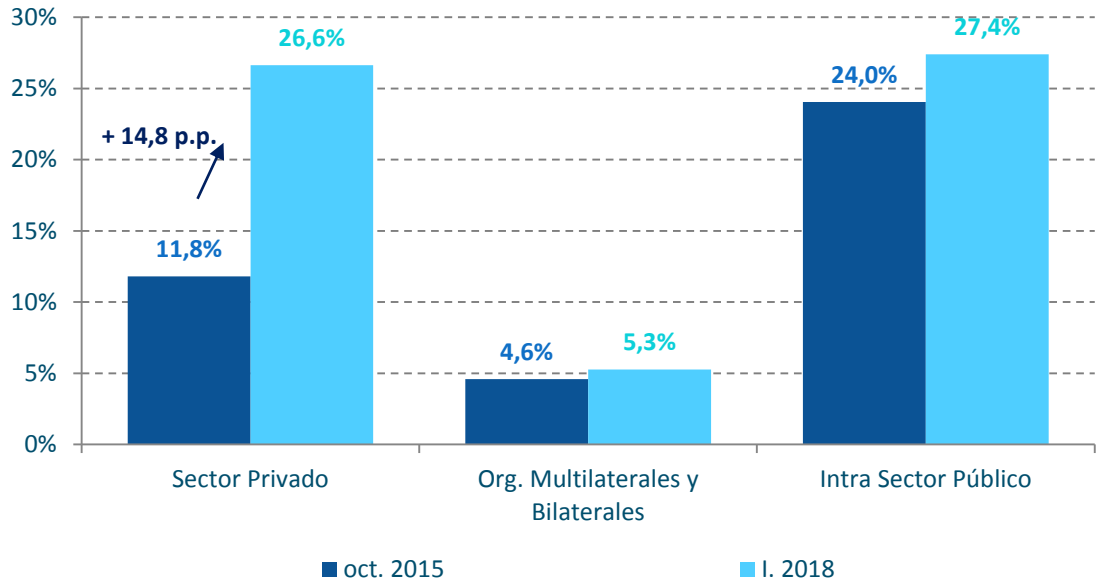


Gráfico 17: Ratio de Deuda Pública (incluye *holdouts* y atrasos) por acreedor sobre PIB

En porcentaje

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



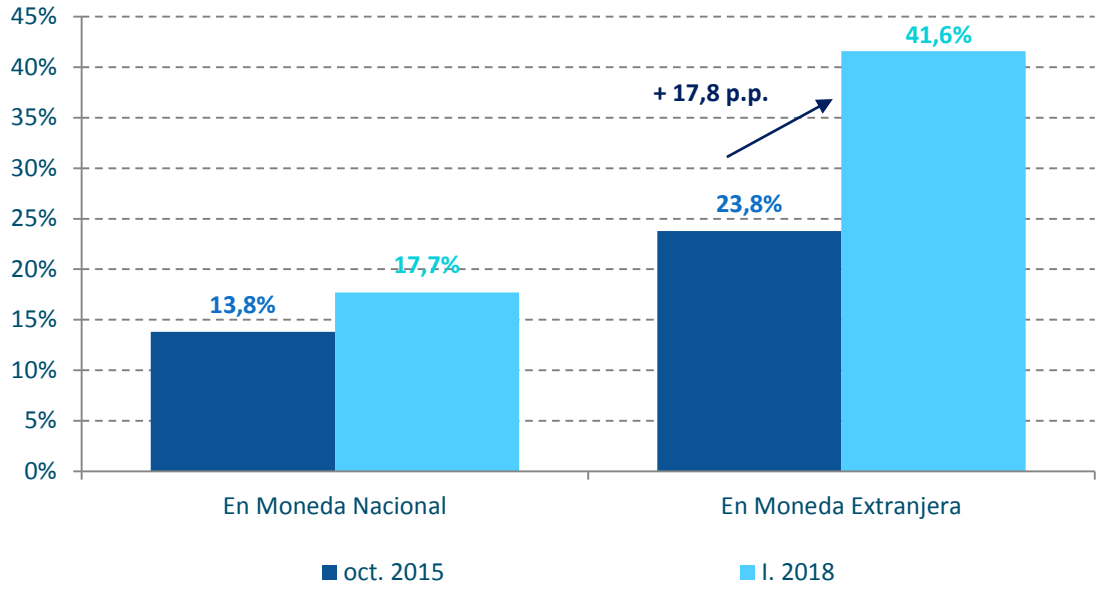
Nota: Todos los datos calculados en base al nuevo indicador de PIB.

En simultáneo, el ratio de Deuda Pública en moneda extranjera sobre PIB trepó 17,8 p.p. hasta 41,6% en el I. 2018; un signo más de que la sostenibilidad externa argentina se encuentra cada vez en mayor riesgo.

Gráfico 18: Ratio de Deuda Pública (incluye *holdouts* y atrasos) por moneda sobre PIB

En porcentaje

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



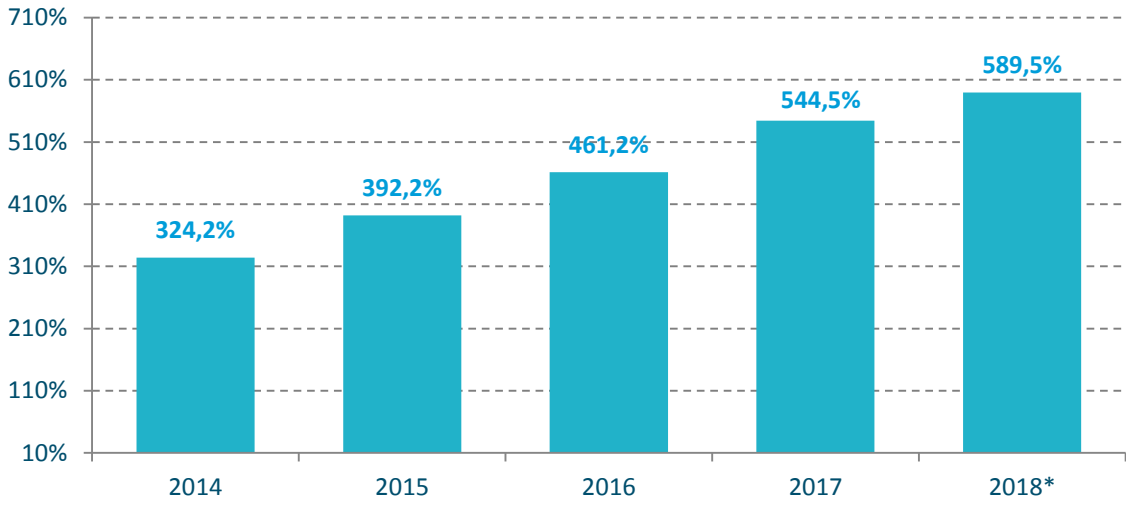
Nota: Todos los datos calculados en base al nuevo indicador de PIB.

Por último, el ratio de stock de Deuda Pública sobre exportaciones ha estado ascendiendo abruptamente desde 2015: en efecto, si se compara el año 2015 con el año 2017 la suba es de 152 p.p., y si se compara el año 2015 con el año 2018 (estimado) la suba es aún mayor (de 197 p.p.).

Gráfico 19: Ratio de Deuda Pública (incluye *holdouts* y atrasos) sobre exportaciones

En porcentaje

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas e ICA (INDEC)



Nota: Estimación propia para el año 2018.

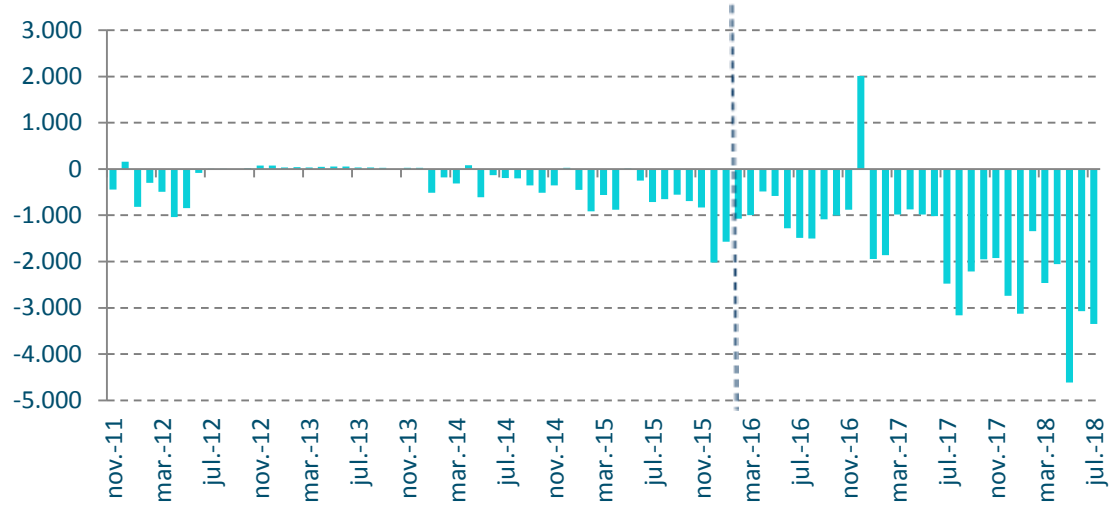
5. FUGA DE CAPITALES

Según los últimos datos publicados en el Balance Cambiario del Banco Central de la República Argentina (BCRA) correspondientes a julio de 2018, se observa que en ese mes egresaron de la economía en concepto de *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero* (FAE del SPNF) USD -3.351 millones, un 35% más en relación al mismo mes del año 2017; siendo ésta la segunda cifra mensual más alta desde noviembre de 2011 (y la primera siendo la de USD -4.616 millones correspondientes a la corrida cambiaria ocurrida en mayo de 2018). Si se toma el acumulado para los primeros 7 meses de 2018 la cifra alcanza los USD -20.027 millones, lo que representa un incremento del 97%, 167%, y 433% respecto a igual período de 2017, 2016 y 2015, respectivamente.Si a dicho monto se le adicionan los USD -9.951 millones fugados bajo ese concepto en el año 2016 y los USD -22.144 millones fugados en el año 2017 entonces se obtiene que desde diciembre de 2015 han salido del país divisas netas por atesoramiento en moneda extranjera (FAE del SPNF) por aproximadamente USD -54.146 millones.

Gráfico 20: Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Balance Cambiario, BCRA



Si se analizan las cifras que corresponden únicamente a los egresos brutos de FAE del SPNF (es decir sólo la compra de divisas), se observa que tan sólo en el mes de julio egresaron USD -5.589 millones, un 26% más en relación a igual mes del año anterior; siendo ésta también la segunda cifra más alta desde noviembre de 2011. En lo que va de 2018 egresaron USD -35.449 millones, un 42%, 156% y 534% más en relación a igual período de 2017, 2016 y 2015, respectivamente. Si se suman los USD -28.554 millones egresados en 2016 y los USD -47.932 millones egresados en 2017, el total para la gestión Cambiemos asciende a USD -114.163 millones.

Con respecto a la salida de capitales en concepto de giros de divisas al exterior por *Utilidades, Dividendos y Otras Rentas*, la cifra para el mes de julio es de USD -67 millones. En los primeros 7 meses de este año se giraron USD -884 millones, un 499% más en relación a igual período de 2015. El giro de divisas total desde el comienzo de la gestión de Mauricio Macri alcanza pues los USD -6.211 millones.

En concepto de *Turismo*, el último dato disponible indica un egreso neto de capitales por este concepto de USD -548 millones para julio, un 16% más que el mes pasado. Asimismo, se calcula para lo que va de 2018 una salida neta de dólares por Turismo de USD -5.102 millones; lo que implica un crecimiento del 29% en relación a enero-julio de 2016 y 38% en relación a enero-julio de 2015. En total, y contando los USD -6.674 millones fugados bajo dicho concepto en 2016 y los USD -8.622 millones fugados en 2017,el egreso de divisas total por Turismo desde diciembre de 2015 supera los USD -21.041 millones.

Por último, los *Intereses de la Deuda* pagados al extranjero en julio fueron de USD -1.024 millones, un 28% más en relación al mes de junio y un 90% más en relación a julio de 2017. En lo que va de

2018, se abonaron intereses por USD -5.367 millones. Desde diciembre de 2015 la cifra asciende a USD -26.953 millones.

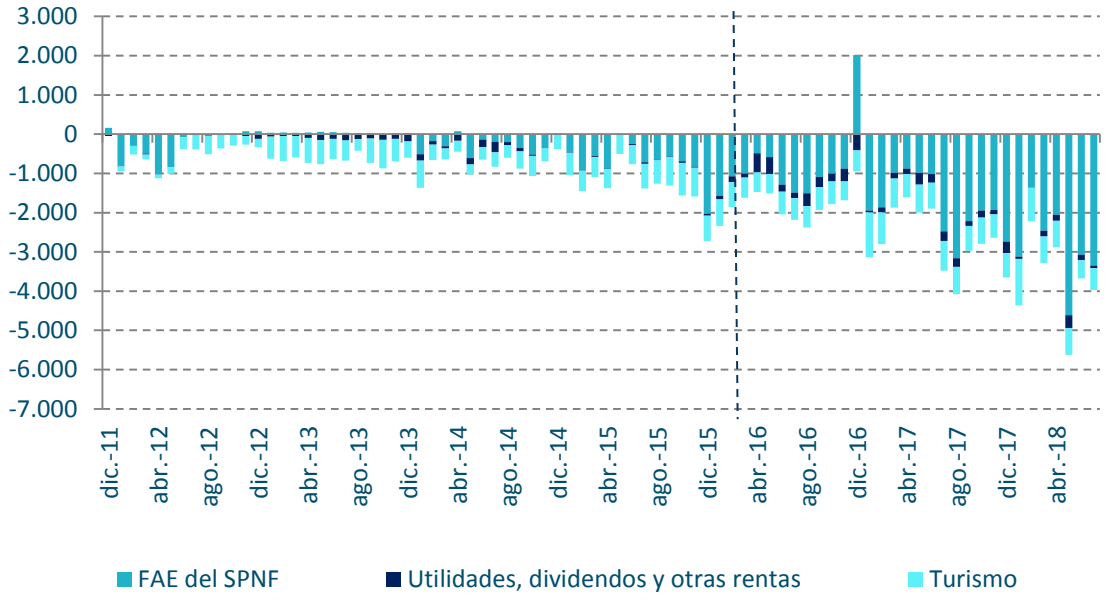
En total, se estima que la fuga de capitales, calculada como la salida de divisas en concepto de *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero*, giro *de Utilidades, Dividendos y Otras Rentas*, y *Turismo* es de USD -3.966 millones en julio de este año (Gráfico 21), lo que implica una suba del 14% respecto a igual mes del año 2017. Para el acumulado enero-julio de 2018 se calculan egresos netos por USD -26.013 millones, un 55%, 100% y 242% más que en igual período de 2017, 2016 y 2015, respectivamente.

Desde comienzos de la gestión de Mauricio Macri la fuga de capitales alcanza entonces los USD -81.399 millones. De allí, USD -2.723 millones corresponden a diciembre de 2015, USD -19.731 millones corresponden al año 2016 y USD -32.932 millones al año 2017.

Gráfico 21: Fuga de capitales y componentes: FAE del SPNF, Utilidades, dividendos y otras rentas, y Turismo

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Balance Cambiario, BCRA

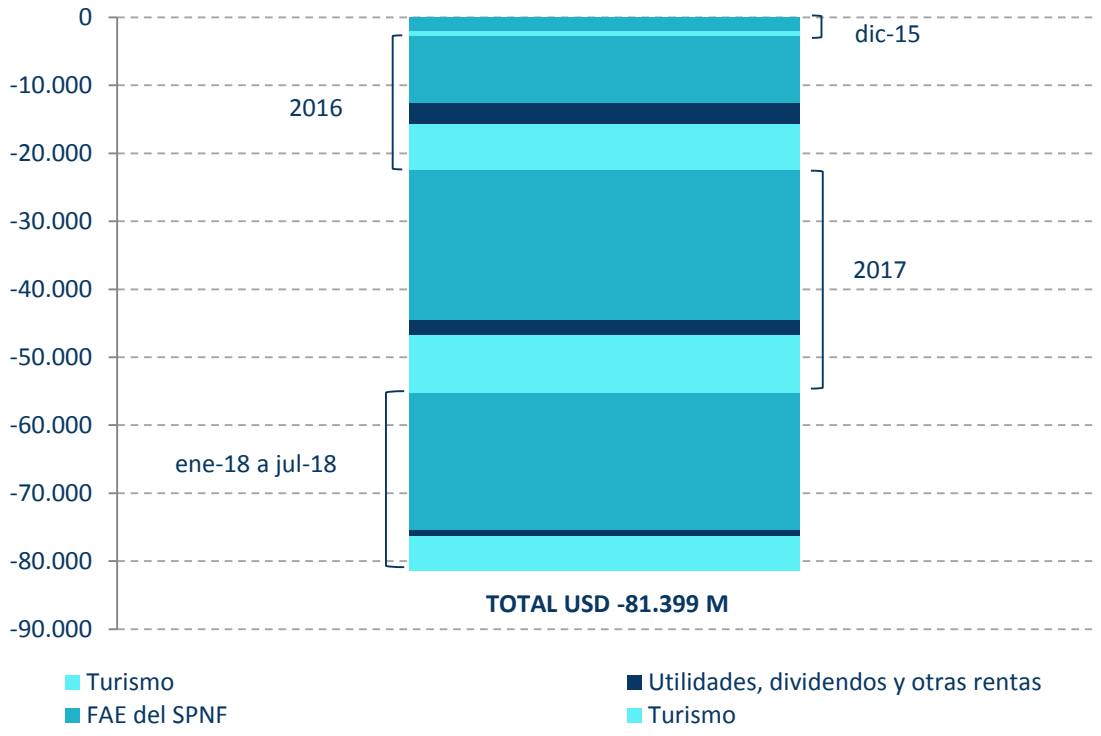


Si además se agregasen los intereses de la deuda en el cómputo de la fuga de capitales, entonces la fuga de divisas al exterior desde inicios del nuevo Gobierno alcanzaría los USD -108.352 millones: USD -3.841 millones en diciembre de 2015, USD -32.257 millones en 2016, USD -40.873 millones en 2017, y USD -31.380 millones en lo que va de 2018.

Gráfico 22: Fuga de capitales y componentes: FAE del SPNF, Utilidades, dividendos y otras rentas, y Turismo

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Balance Cambiario, BCRA



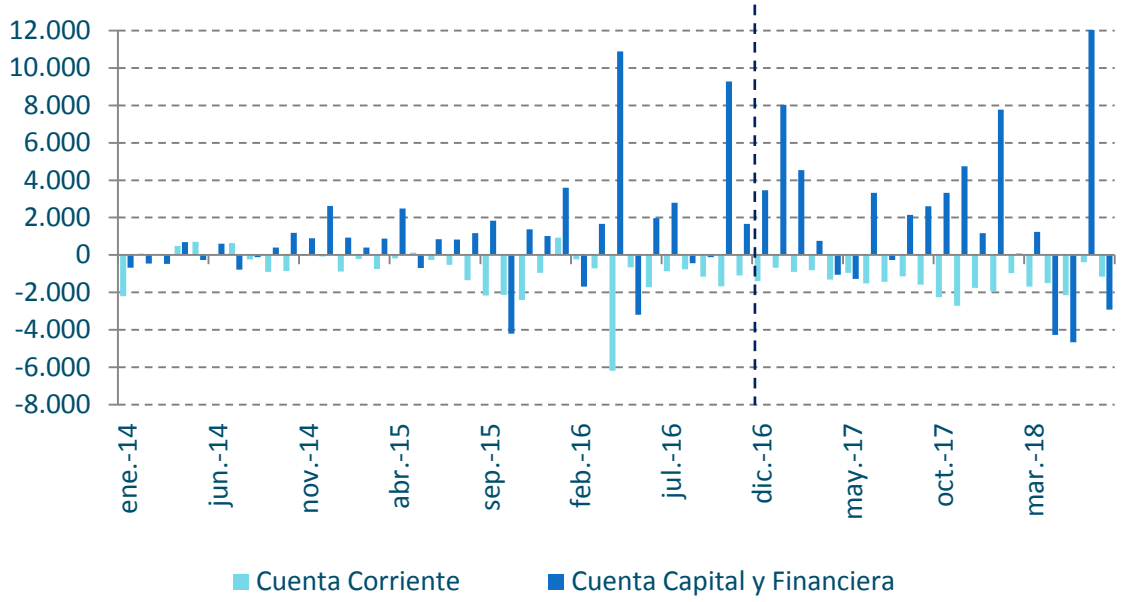
6. LA DEUDA FINANCIA LA FUGA DE CAPITALES Y EL DÉFICIT COMERCIAL

A partir de los datos del Balance Cambiario publicado por el BCRA puede observarse, por un lado, el persistente déficit de Cuenta Corriente que alcanza para ese mes los USD -1.156 millones, y por el otro, el salto en la Cuenta Capital y Financiera desde comienzos de la gestión de Cambiemos, que alcanza un nuevo máximo de USD 12.134 millones en junio de este año con el desembolso de los USD 15.000 millones del préstamo *stand-by* del FMI (Gráfico 23).

Gráfico 23: Cuenta corriente, y Cuenta Capital y Financiera

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Balance Cambiario, BCRA

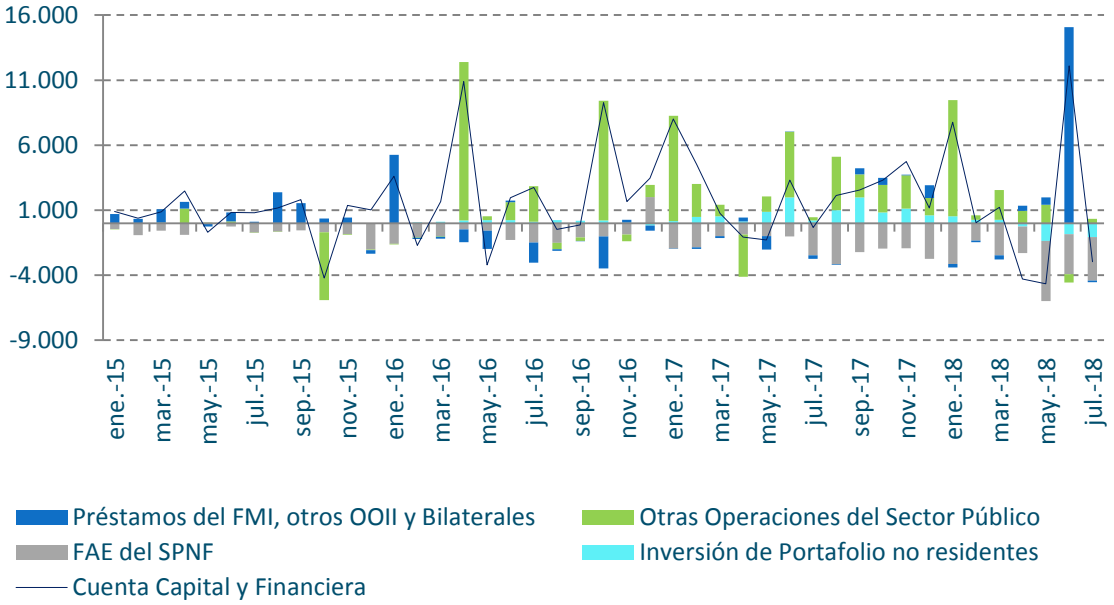


En efecto, la Cuenta Capital y Financiera se ha mantenido superavitaria durante prácticamente todo el gobierno de Cambiemos, financiando así el déficit permanente de la Cuenta Corriente. Esto ha ocurrido con excepción de estos últimos meses, dónde la salida de capitales a través de las cuentas de *Inversión de Portafolio de no resientes* y de *FAE del SPNF* han más que superado los ingresos de capitales por deuda (Gráfico 24): efectivamente, desde abril de este año, la Cuenta Capital y Financiera se ha tornado negativa, con excepción del mes de junio con el ingreso de deuda con el FMI.

Gráfico 24: Cuenta Capital y Financiera y subcuentas seleccionadas

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Balance Cambiario, BCRA



El Cuadro 2 lo evidencia: desde diciembre de 2015 hasta julio de 2018 se ha acumulado un superávit en la Cuenta Capital y Financiera de USD 68.289 millones y un déficit en la Cuenta Corriente de USD -43.416 millones.

Cuadro 2: Cuenta Corriente, y Cuenta Capital y Financiera

Acumulado diciembre de 2015 a julio de 2018

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Balance Cambiario, BCRA

Cuenta Corriente	**-43.416**
Balance Comercial de bienes y servicios	-11.223
Servicios de Turismo	-21.041
Utilidades, Dividendos y Otras rentas	-6.212
Intereses	-26.953
Ingreso Secundario	971
Cuenta Capital y Financiera	**68.289**
IED de no residentes	5.954
Inversión de Portafolio de no residentes	8.998
FAE del SPNF	-54.146
Otras Operaciones del Sector Público	65.533
Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito	22.502
Resto	19.448

Nota: El *Resto* de la Cuenta Capital y Financiera incluye a todas las demás subcuentas no mencionadas de forma individual.

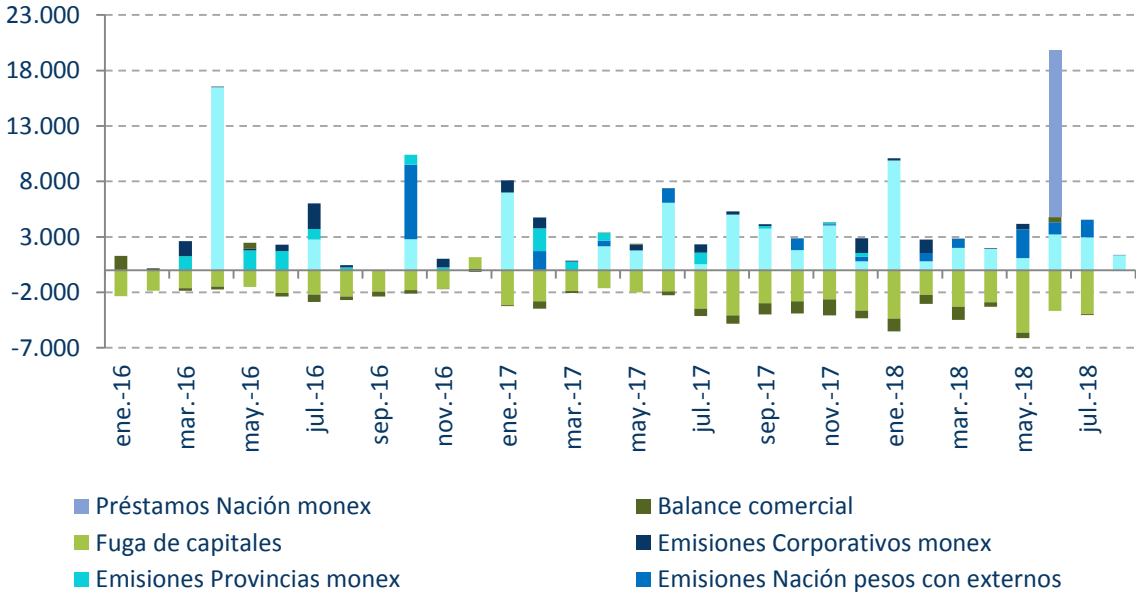
El endeudamiento masivo por parte del Gobierno Nacional, el Sector Provincial y Privado en estos dos años y medio, en conjunto con el ingreso de divisas de corto plazo por *carry trade* a partir de la Cuenta Capital y Financiera han estado cubriendo: (a) el egreso de divisas por *FAE del SPNF* de la propia Cuenta Capital y Financiera, y (b) el déficit de Cuenta Corriente por el creciente déficit comercial de bienes y servicios, así como por el pago de *Utilidades, dividendos y otras rentas,* y de *Intereses de la deuda*.

En el Gráfico 25 se observa que el endeudamiento mes a mes por parte del Tesoro Nacional, las Provincias y el Sector Privado (tanto en moneda extranjera como en pesos con tenedores externos) ha estado ocurriendo en simultáneo a la creciente fuga de capitales y el agravamiento del déficit comercial.

Gráfico 25: Emisiones Nacionales, Provinciales y Corporativas en moneda extranjera y en moneda local en manos de tenedores externos desde inicios de la Gestión Cambiemos, Fuga de capitales y Balance Comercial

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas, Bloomberg y Balance Cambiario (BCRA)



Nota 1: Las emisiones de deuda Nacionales en moneda extranjera incluyen el stock de Letes del Tesoro en dólares hasta fines de agosto de 2018.
Nota 2: Estimaciones aproximadas sobre las emisiones Nacionales en moneda local en manos de tenedores externos.

En el Gráfico 26 se presentan en cambio, las emisiones de deuda, la fuga de capitales y el déficit comercial para toda la gestión de Cambiemos completa. Allí se observa que desde diciembre de 2015 hasta fines de agosto de 2018, las emisiones de deuda Nacionales, Provinciales y Privadas totales en moneda extranjera, sumadas a las emisiones Nacionales en pesos con tenedores

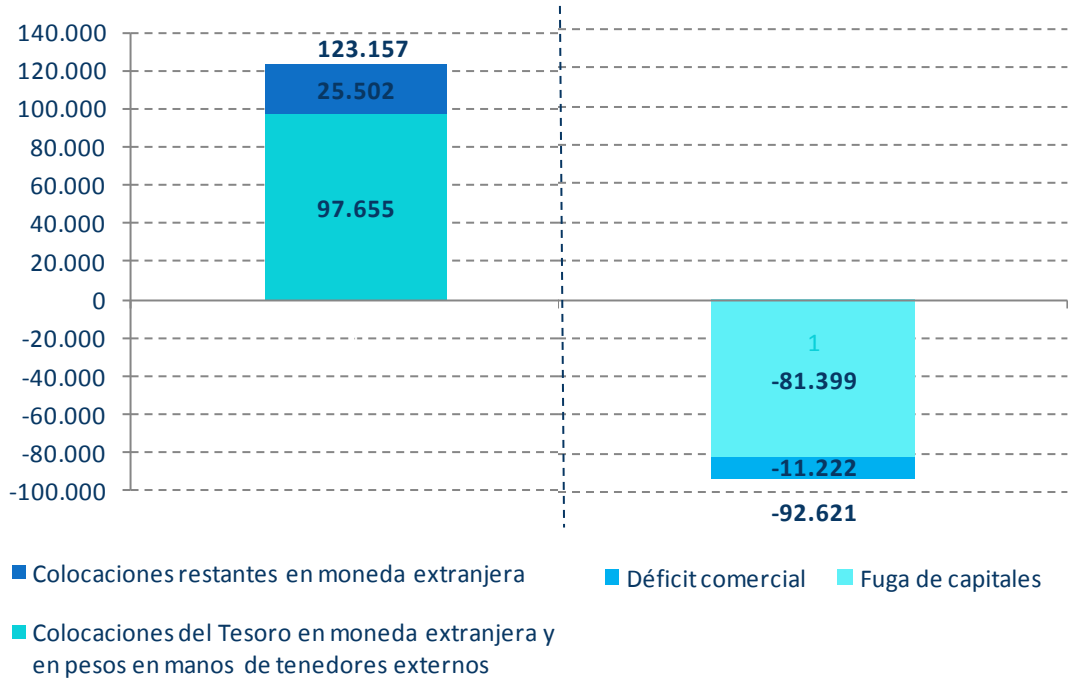
externos han alcanzado aproximadamente los VN USD 123.157 millones, de los cuales el Tesoro es responsable de USD 97.655 millones (79,3% del total). En prácticamente el mismo período (de diciembre de 2015 a julio de 2018), se fugaron divisas por USD -81.399 millones[3], a la vez que se acumuló un déficit comercial por USD -11.222 millones[4].

Gráfico 26: Colocaciones de deuda total y del Tesoro Nacional en moneda extranjera y en pesos en manos de tenedores externos (acumulado), Fuga de capitales (acumulado), y Déficit comercial (acumulado)

Diciembre de 2015 a julio de 2018

En millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas, Bloomberg y Balance Cambiario (BCRA)



Nota 1: Las colocaciones de deuda no incluyen stock de Letes del Tesoro en dólares.
Nota 2: Estimaciones aproximadas sobre las emisiones Nacionales en moneda local en manos de tenedores externos.

Según cálculos propios, se estima que la fuga de capitales y el déficit comercial representan actualmente el 83,4% y 11,5%, respectivamente, de la deuda en moneda extranjera y en pesos (en manos de tenedores externos) tomada por el Tesoro Nacional durante la gestión actual. Si se comparan estos datos con los publicados en *Informes de la Deuda Externa (ODE)* anteriores (Cuadro 3), se observa que los ratios han ido creciendo con el correr del tiempo, alcanzando un

[3]Calculada como la salida de moneda extranjera en concepto de *Formación de Activos Externos (FAE) del Sector Privado no Financiero (SPNF),* giro de *Utilidades, Dividendos y Otras Rentas,* y *Turismo*.
[4] Si en cambio se tomasen datos del Intercambio Comercial Argentino (ICA) de INDEC entonces la cifra ascendería a los USD -13.379 millones.

máximo en junio de 2018 con un ratio de fuga/deuda de 96,1% y un ratio de déficit comercial/deuda de 15,1%.

Cuadro 3: Evolución de los ratios de fuga/deuda y de déficit comercial/deuda

En porcentaje

Fuente: Informes de la Deuda Externa (ODE)

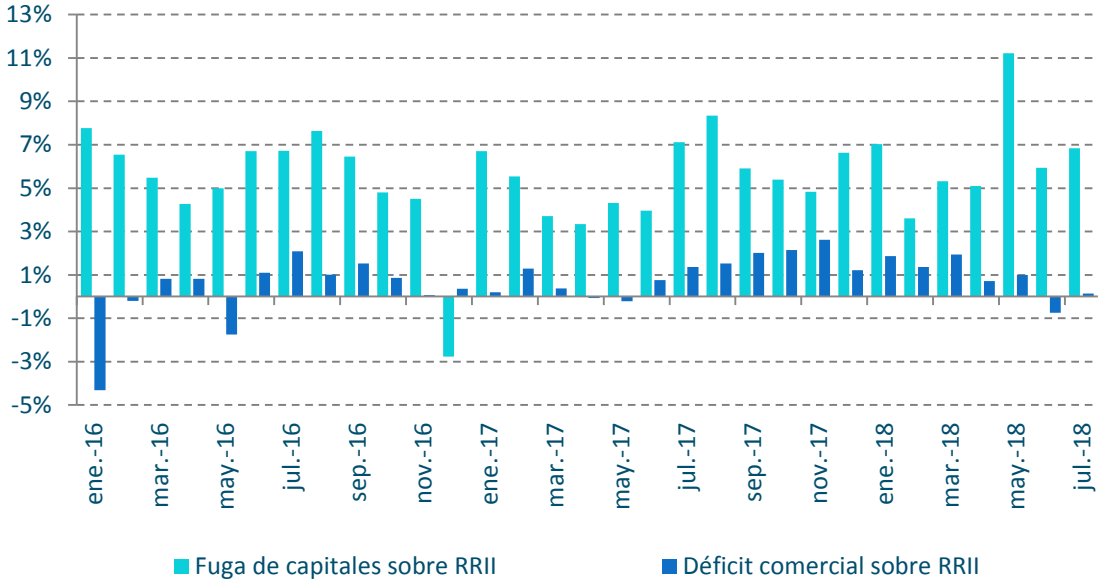
	Septiembre 2017	Noviembre 2017	Febrero 2018	Abril 2018	Mayo 2018	Junio 2018	Agosto 2018
Ratio fuga sobre deuda	72,2%	75,1%	77,8%	90,7%	88,8%	96,1%	83,4%
Ratio déficit comercial sobre deuda	4,0%	6,8%	10,5%	14,9%	14,5%	15,1%	11,5%

Los números resultan aún más preocupantes cuando se tiene en cuenta que el déficit comercial y la fuga de capitales representan una porción significativa de las Reservas Internacionales de las que dispone la autoridad monetaria (Gráfico 27): en promedio para el período enero de 2016 a julio de 2018, el ratio de fuga de capitales sobre Reservas Internacionales ronda en torno al 5,6% y se encuentra actualmente en torno 6,8%.

Gráfico 27: Ratio de fuga de capitales y de déficit comercial sobre stock de Reservas Internacionales

En porcentaje

Fuente: Elaboración propia en base a Balance Cambiario (BCRA) y BCRA



7. EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA

7.1 EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA NACIONAL EN MONEDA EXTRANJERA

En el mes de juliode 2018 el Tesoro Nacional debió enfrentar vencimientos de intereses de la deuda en moneda extranjera por USD 703 millones, dónde USD 77 millones correspondieron al pago a Organismos Internacionales y USD 584 millones al pago de títulos públicos; todos ellos emitidos durante la gestión de gobierno de Mauricio Macri[5]. Asimismo, el Tesoro también debió abonar en juliovencimientos de capital en moneda extranjera por USD 132 millones, de los cuáles la mayoría (USD 121 millones) se destinó al pago a Organismos Internacionales. Por último, pagó vencimientos netos de Letes en dólares por USD 364 millones. El total para ese mes (capital, intereses y Letes) asciende pues a los USD 1.199 millones.

En el mes de agosto, abonó intereses de deuda en moneda extranjera por USD 43 millones (dónde USD 24 millones se debieron al pago a Organismos Internacionales), y pagó vencimientos de capital por USD 115 millones (dónde USD 86 millones también se debieron al pago a Organismos Internacionales). Además, pagó vencimientos netos de Letes en dólares por USD 457 millones. El total para el mes fue de USD 615 millones.

En el presente mes de septiembre se espera abonar un total de USD 2.728 millones: USD 2.051 millones por Letes (si no se *rollovean*), USD 385 millones por pago de intereses, y USD 292 millones por pago de capital.

Según el Gráfico 28, se espera que el mes de noviembre sea el más complicado del año 2018 en lo que hace al repago de la deuda, con vencimientos totales (capital, interés y Letes) por más de USD 7.657 millones, seguido por el mes de diciembre con vencimientos por USD 5.968 millones. Para el año 2019, el mes de mayo será el más problemático, con vencimientos totales por aproximadamente USD 6.122 millones, seguido por el mes de abril con pagos por USD 5.446 millones.

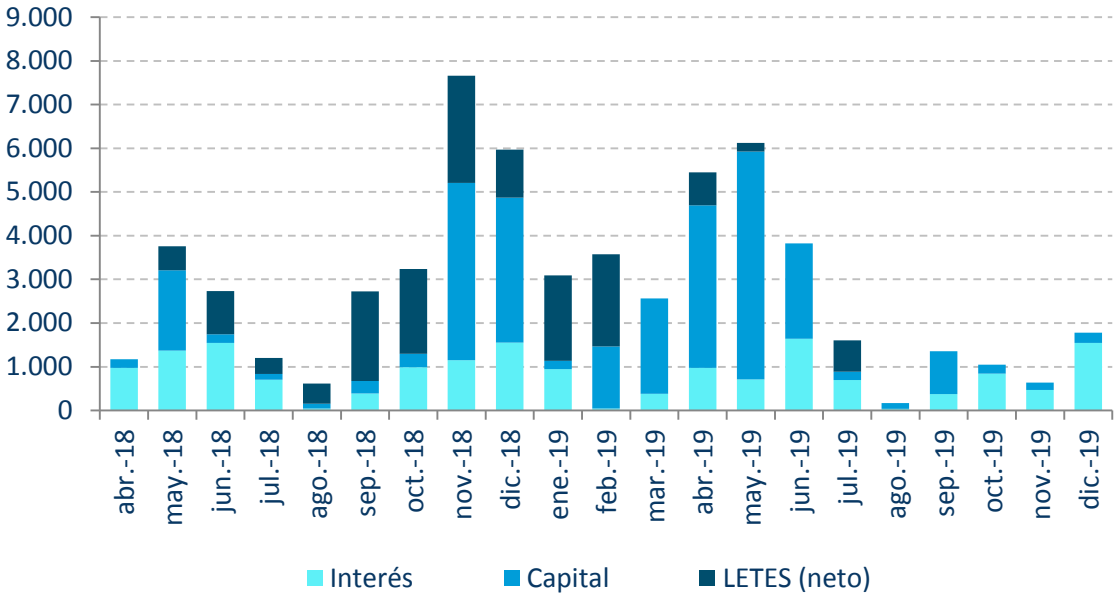
[5]Los BIRAD 2028, BIRAD 2023, BIRAD 2036, BIRAD 2028, BIRAD 2022, BIRAD 2048 y BIRAD 2027.

Gráfico 28: Perfil mensual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda extranjera, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

En millones de USD

Abril de 2018 a diciembre de 2019

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



En lo que hace a los vencimientos anuales, para el año 2018 completo (de enero a diciembre) se estiman vencimientos de deuda del Tesoro Nacional en moneda extranjera por aproximadamente USD 20.698 millones, dónde USD 9.660 millones corresponden a intereses y USD 11.038 millones a pagos de capital. Si además se incluyen los vencimientos de Letes en dólares (USD 9.896 millones), entonces los vencimientos totales ascienden a USD30.592 millones.

Para lo que resta de 2018 (septiembre a diciembre) en cambio, se estiman vencimientos de capital por USD 7.972 millones, de interés por USD 4.081 millones, y de Letes por USD 7.537 millones, totalizando unos USD 19.590 millones.

Por otra parte, para el año 2019, se estiman pagos totales en moneda extranjera por USD 25.491 millones, dónde USD 8.666 millones corresponden a intereses y USD 16.825 millones a pagos de capital. Si se adicionan los USD 5.729 millones que deben abonarse por vencimientos de Letes en dólares entonces el total alcanza los USD 31.220 millones.

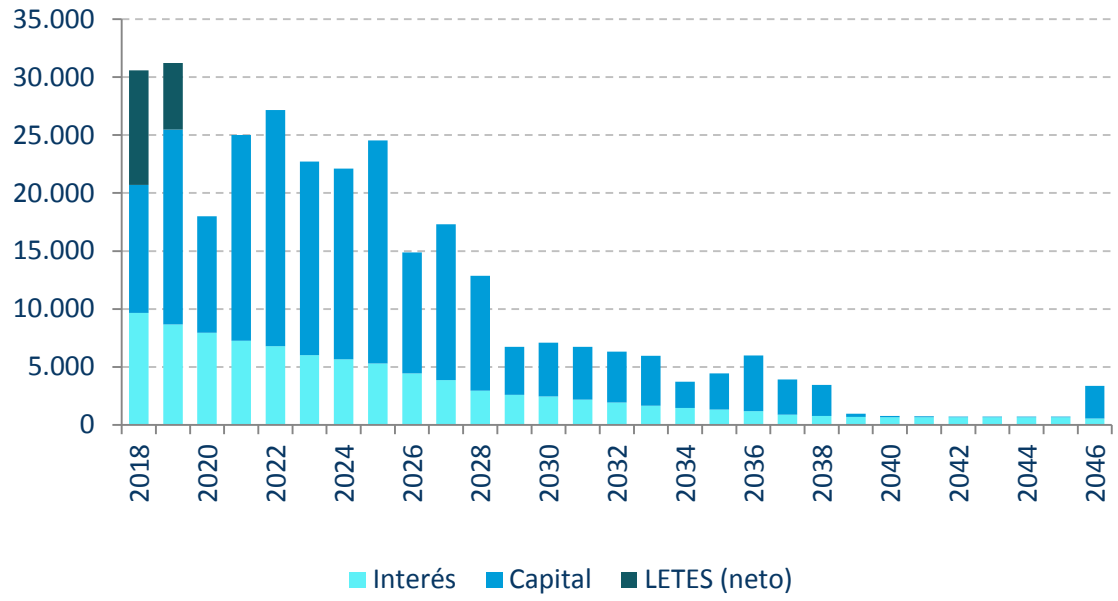
Según el Gráfico 29, si no se tuviesen en cuenta los vencimientos de Letes del Tesoro en dólares, entonces los vencimientos para el año 2022 (por aproximadamente USD 27.171 millones) resultarían los más abultados del período 2018-2046; caso contrario, el año 2019 resultaría el más exigente en lo que hace al repago de la deuda.

Gráfico 29: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda extranjera, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

En millones de USD

Años 2018-2046

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



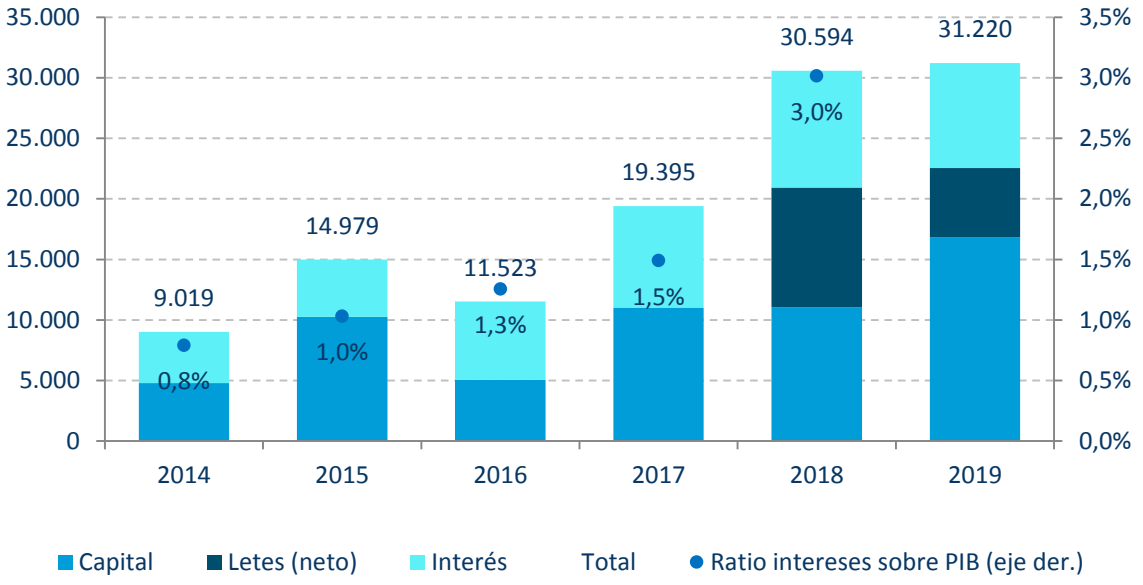
A partir del Gráfico 30 se puede observar la trayectoria marcadamente ascendente del perfil de vencimientos de la deuda del Tesoro en moneda extranjera desde el año 2014 en adelante. En efecto, en el año 2017 se pagó un 68% más que en el año 2016, mientras que en el año 2018 se pagará en total un 58% más en relación al año 2017. La serie anual alcanza un pico en el año 2019, tanto si se incluyen las Letes del Tesoro en dólares (USD 31.220 millones) como si se las excluyen (USD 25.491 millones). En paralelo, el ratio de intereses sobre PIB también fue en aumento: éste creció del 1% en 2015, al 1,3% en 2016, y 1,5% en 2017. Se estima para 2018 un ratio del 3% (1,5 p.p. más en relación a 2017).

Gráfico 30: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda extranjera, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro, y ratio de intereses sobre PIB

En millones de USD

Años 2014-2019

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas y BCRA



Nota: Estimaciones propias del PIB para el año 2018.

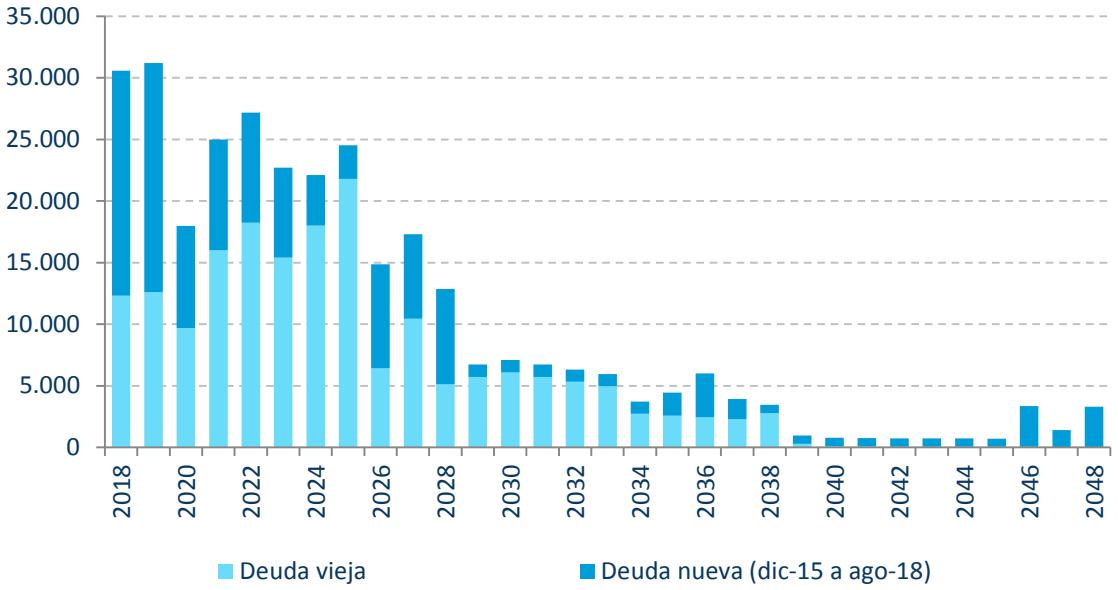
Como se observa en el Gráfico 31, las nuevas emisiones en moneda extranjera realizadas por la gestión de Cambiemos ya han impactado en el perfil de vencimientos de la deuda: en perspectiva agregada, la "nueva deuda" ya explica casi la mitad (un 40%; USD 126.924 millones) del total de vencimientos de deuda pública para los años 2018-2048 en su conjunto (USD 314.405 millones).

Gráfico 31: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda extranjera, discriminando por deuda anterior y deuda emitida por la gestión actual

En millones de USD

Años 2018-2048

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Nota: La "deuda nueva" incluye el stock de Letes del Tesoro en dólares.

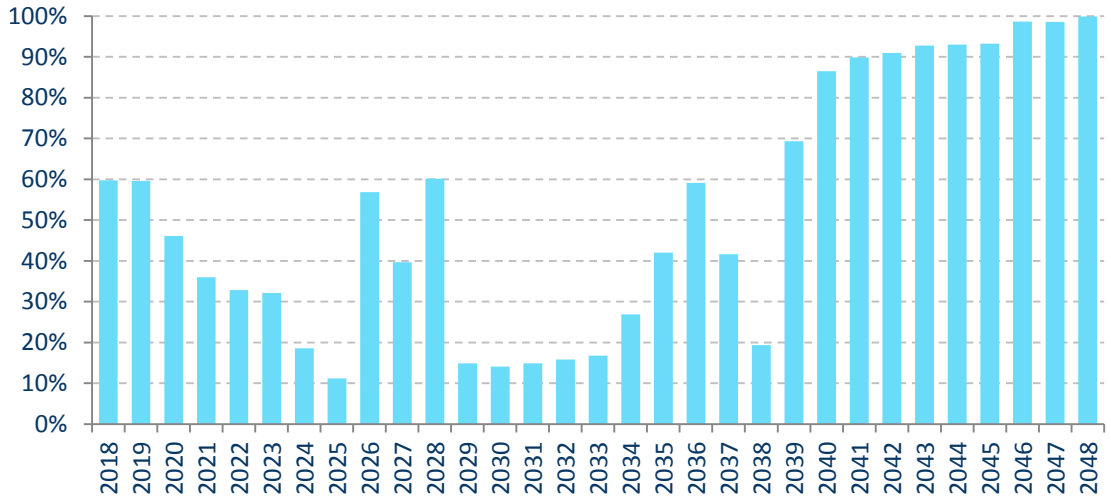
Si adicionalmente se calcula la participación de los vencimientos de la deuda en moneda extranjera emitida por la gestión actual sobre los vencimientos totales de deuda en moneda extranjera (Gráfico 32), se obtiene que los años más resentidos por las nuevas emisiones de Cambiemos serán los años 2018, 2019, 2020, 2026, 2028, 2036, 2039 y 2040, dónde la participación anual de la deuda nueva sobre la deuda total es del 60%, 60%, 46%, 57%, 60%, 59%, 69% y 86%, respectivamente. Desde el año 2041 en adelante en cambio, la participación ya es cercana al 100%, debiéndose aquellos vencimientos exclusivamente a deuda emitida en estos últimos 2 años y 8 meses.

Gráfico 32: Participación de los vencimientos de la deuda emitida por la gestión actual sobre los vencimientos de deuda total del Sector Público Nacional en moneda extranjera

En porcentaje

Años 2018-2048

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Nota: La "deuda nueva" incluye el stock deLetes del Tesoro en dólares.

7.2 EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA NACIONAL EN MONEDA LOCAL

Si se observa el perfil de vencimientos de la deuda del Tesoro Nacional en moneda local se puede dilucidar fácilmente en qué momento del tiempo el Gobierno Nacional deberá enfrentar los pagos de capital e interés en pesos más abultados.

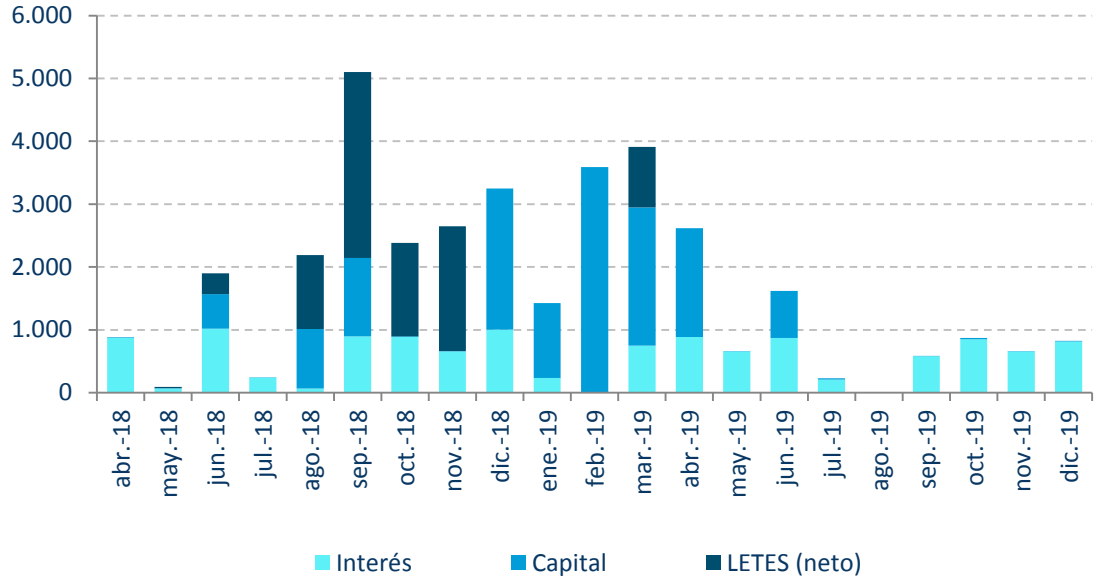
En el caso del perfil mensual (Gráfico 33), se observa que será el mes de septiembre de 2018 el más dificultoso en lo que hace al repago de la deuda, con vencimientos en pesos por aproximadamente USD 5.104 millones: USD 894 millones por pagos de intereses, USD 1.247 millones por pagos de capital y USD 2.963 millones por pago de Letes en pesos (si no se *rollovean*). Si en cambio se excluyesen las Letes en pesos, el mes más complejo sería el de febrero de 2019, con vencimientos totales por USD 3.590 millones.

Gráfico 33: Perfil mensual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda nacional, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

En millones de USD

Abril de 2018 a diciembre de 2019

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Nota 1: Se excluyen los adelantos transitorios del BCRA.

Nota 2: Los vencimientos en pesos están expresados en dólares del 31 de marzo de 2018.

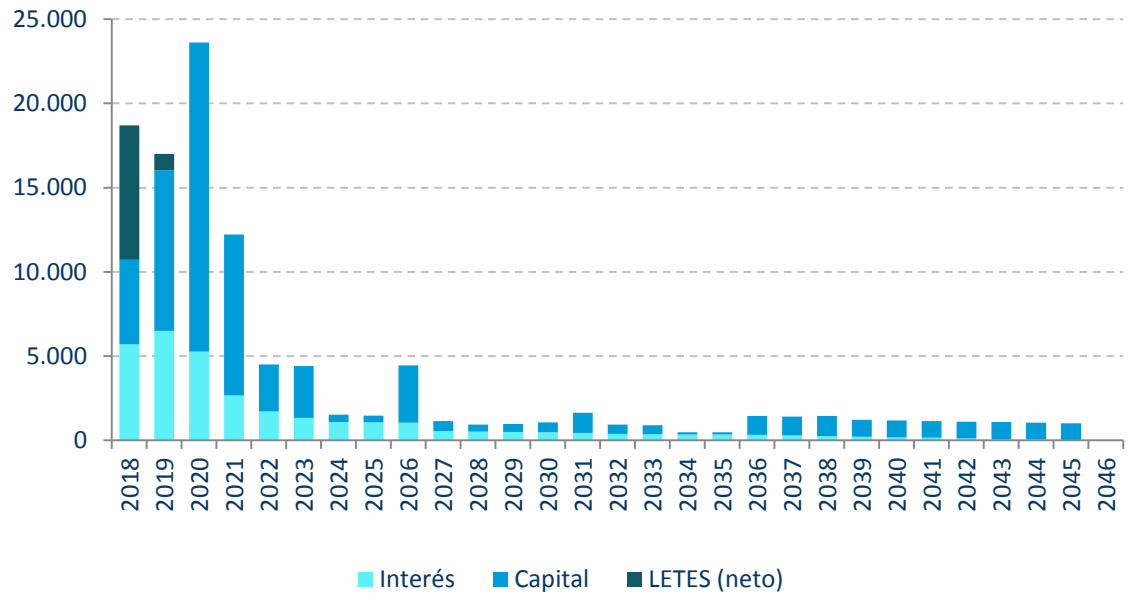
En el caso del perfil anual (Gráfico 34), el año con mayores desembolsos por el pago de vencimientos de deuda en pesos será el año 2020 con pagos por USD 23.608 millones: USD 18.333 millones por vencimientos de capital y USD 5.275 millones por vencimientos de interés.

Gráfico 34: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda nacional, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

En millones de USD

Años 2018-2046

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Nota 1: Se excluyen los adelantos transitorios del BCRA.

Nota 2: Los vencimientos en pesos están expresados en dólares del 31 de marzo de 2018.

7.3 EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA NACIONAL EN MONEDA EXTRANJERA Y LOCAL

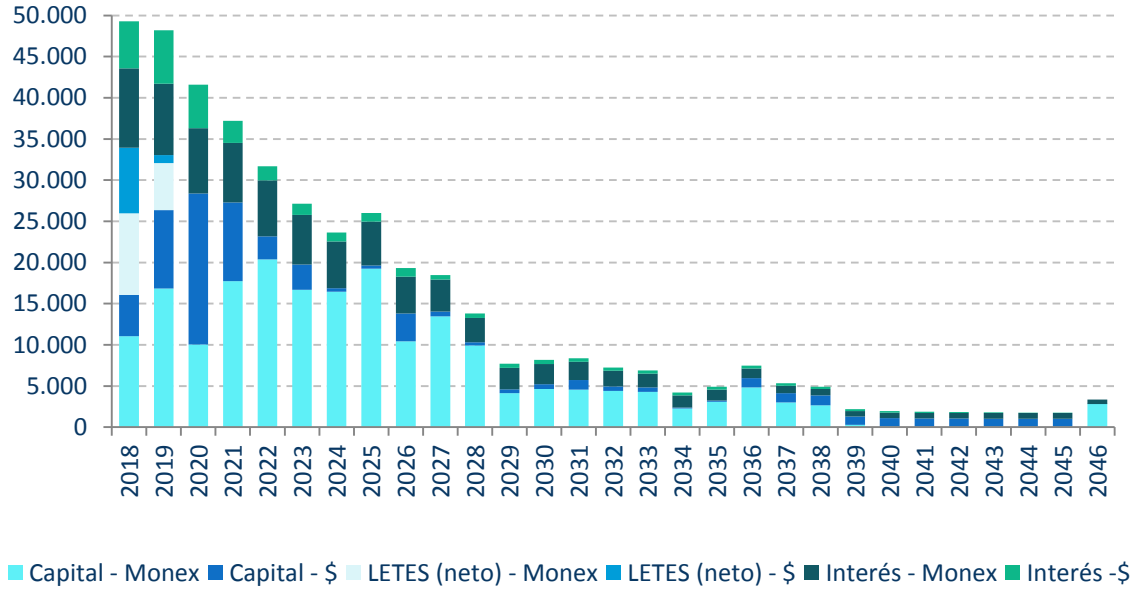
Si se combina el perfil de vencimientos anual de la deuda Nacional en moneda extranjera con el perfil en moneda local para obtener los vencimientos totales (Gráfico 35), se concluye que el año 2020 será el año en el que se deberán enfrentar los vencimientos más altos (USD 41.601 millones) y, si se incluyen las Letes del Tesoro en dólares y pesos, lo será el año 2018 completo (USD 49.288 millones).

Gráfico 35: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda extranjera y nacional, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

En millones de USD

Años 2018-2046

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Nota 1: Se excluyen los adelantos transitorios del BCRA.

Nota 2: Los vencimientos en pesos están expresados en dólares del 31 de marzo de 2018.

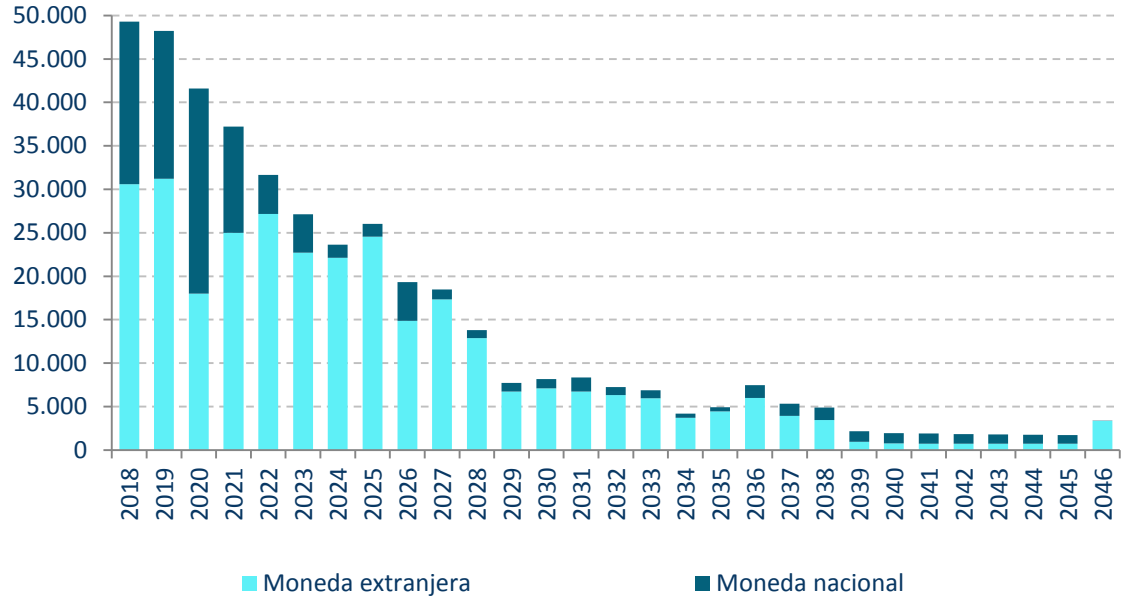
Por otro lado, el Gráfico 36 presenta el perfil de vencimientos de la deuda pública por moneda. Allí se evidencia que la mayor parte de los vencimientos de interés, capital y Letes del Tesoro está denominado en moneda extranjera: mientras que en los primeros 3 años los vencimientos se reparten de forma aproximadamente equivalente entre monedas, desde el año 2021 en adelante es la deuda en moneda extranjera la que domina el perfil de vencimientos.

Gráfico 36: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda extranjera y nacional, por moneda

En millones de USD

Años 2018-2046

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas



Nota 1: Se excluyen los adelantos transitorios del BCRA.

Nota 2: Los vencimientos en pesos están expresados en dólares del 31 de marzo de 2018.

7.4 EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA PROVINCIAL EN MONEDA EXTRANJERA

Tan sólo teniendo en cuenta las emisiones de deuda en moneda extranjera que han realizado las Provincias desde diciembre de 2015, los vencimientos de capital e interés para la deuda provincial en su totalidad se estiman en aproximadamente USD 912 millones para el año 2018 completo,USD 322 millones para lo que resta de 2018 (de septiembre a diciembre) y USD 1.662 millones para 2019.

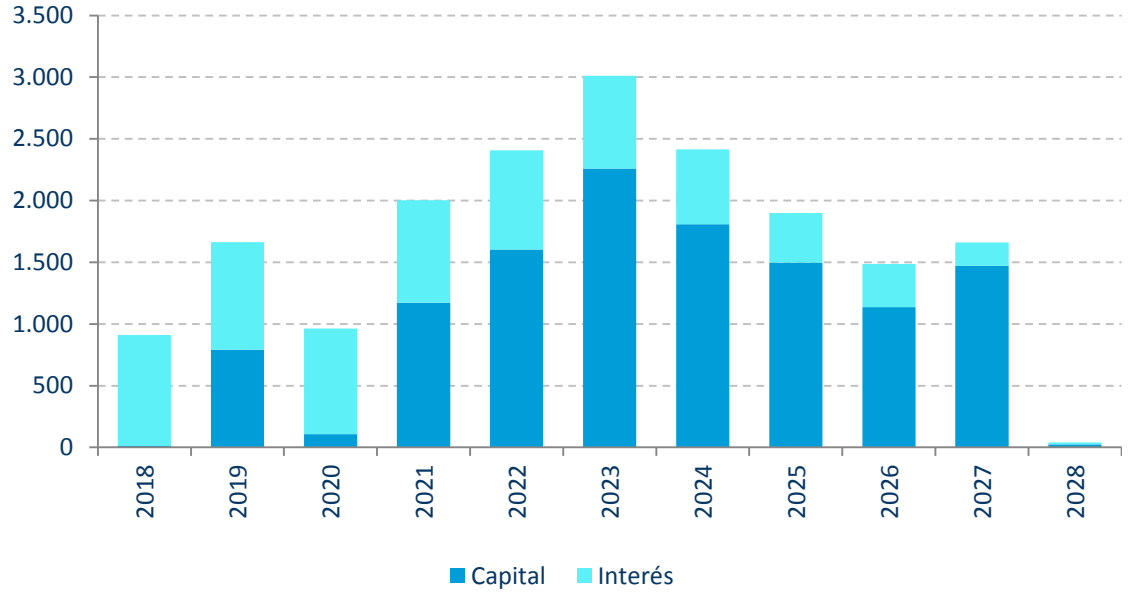
A futuro, se estima que el año 2023 será el año más significativo en lo que hace al pago de los vencimientos de la deuda provincial contraída en estos últimos dos años y 8 meses, con vencimientos totales que alcanzarán los USD 3.012 millones.

Gráfico 37: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Provincial en moneda extranjera, discriminando por capital e interés

Emisiones únicamente desde diciembre de 2015

Años 2018-2028

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg



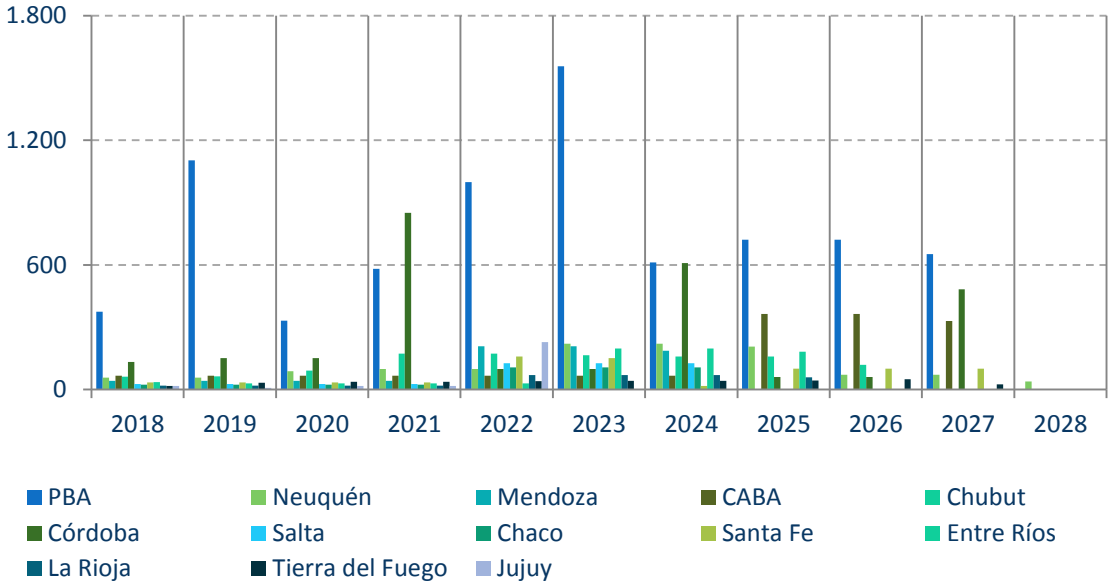
A nivel individual de cada Provincia, y a partir del Gráfico 38, se observa que la que deberá enfrentar mayores vencimientos de capital e interés de deuda a lo largo de los años 2018-2028 es la Provincia de Buenos Aires, con vencimientos totales para dichos años de aproximadamente USD 7.996 millones, seguida por la Provincia de Córdoba (USD 2.812 millones), CABA (USD 1.591 millones), Neuquén (USD 1.279 millones) y Chubut (USD 1.220 millones).

Gráfico 38: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Provincial en moneda extranjera, por Provincia

Emisiones únicamente desde diciembre de 2015

Años 2018-2028

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg



7.5 EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA DEL SECTOR CORPORATIVO EN MONEDA EXTRANJERA

Si se toman las emisiones de deuda en moneda extranjera que ha realizado el Sector Corporativo desde principios de la gestión de Cambiemos, los vencimientos de capital e interés para la deuda Corporativa en su totalidad se estiman en aproximadamente USD 1.177 millones para el año 2018 completo, USD 392 millones para lo que queda de 2018, y USD 1.554 millones para el año 2019.

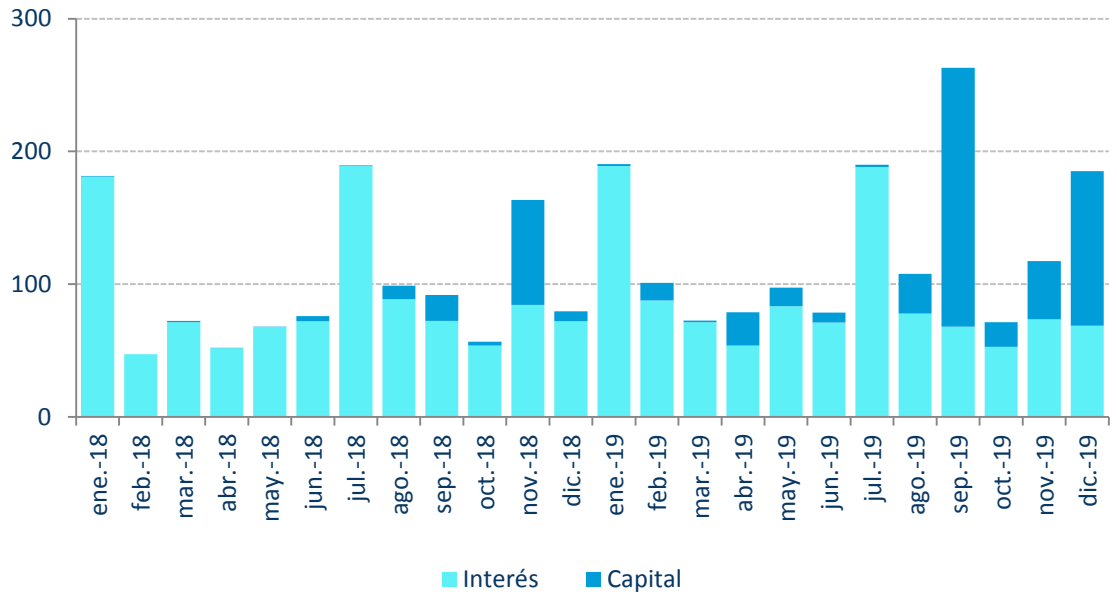
Gráfico 39: Perfil mensual de vencimientos de la deuda del Sector Corporativo en moneda extranjera, discriminando por capital e interés

En millones de USD

Emisiones únicamente desde diciembre de 2015

Enero de 2018 a diciembre de 2019

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg



Asimismo, a partir del Gráfico 40 se observa que el 2023 será el año en el que el Sector Corporativo deberá enfrentar mayores pagos de vencimientos de la deuda, con vencimientos totales que alcanzarán los USD 2.828 millones, seguido por el año 2021 con pagos por USD 2.802 millones.

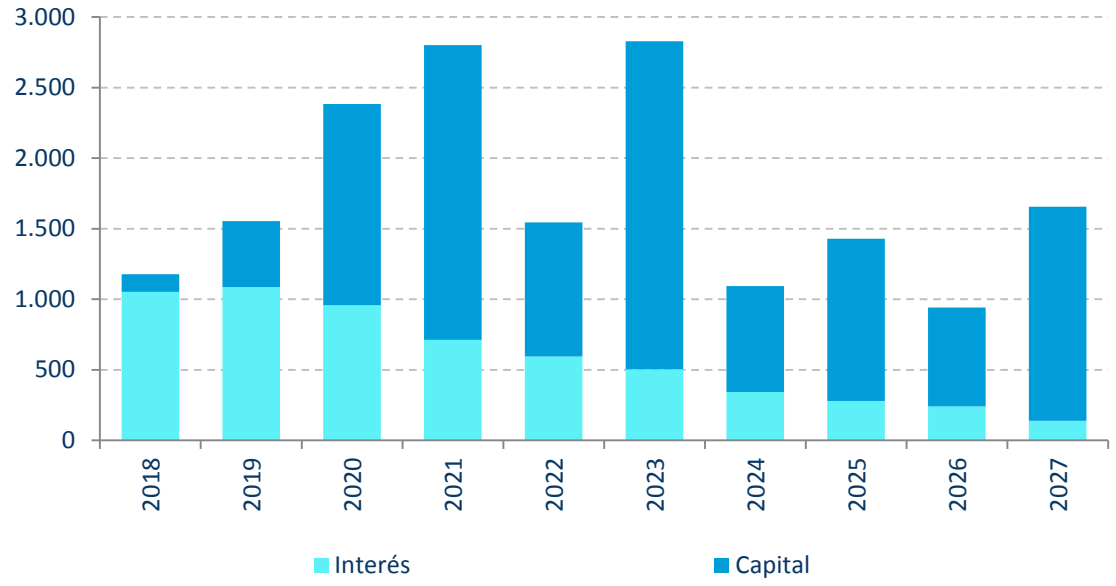
Gráfico 40: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Corporativo en moneda extranjera, discriminando por capital e interés

En millones de USD

Emisiones únicamente desde diciembre de 2015

Años 2018-2027

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg



7.6 EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL, SECTOR PROVINCIAL, Y SECTOR CORPORATIVO EN MONEDA EXTRANJERA

Si se suman los vencimientos en moneda extranjera de las Provincias, Privados y Tesoro Nacional los pagos totales que deberán realizarse en 2018 completo son de USD 32.683 millones, en lo que resta de 2018 (septiembre a diciembre de 2018) de USD 20.315 millones, y en 2019 de USD 34.436 millones.

Evidentemente son los vencimientos de deuda del Tesoro Nacional los que dominan el perfil de vencimientos.

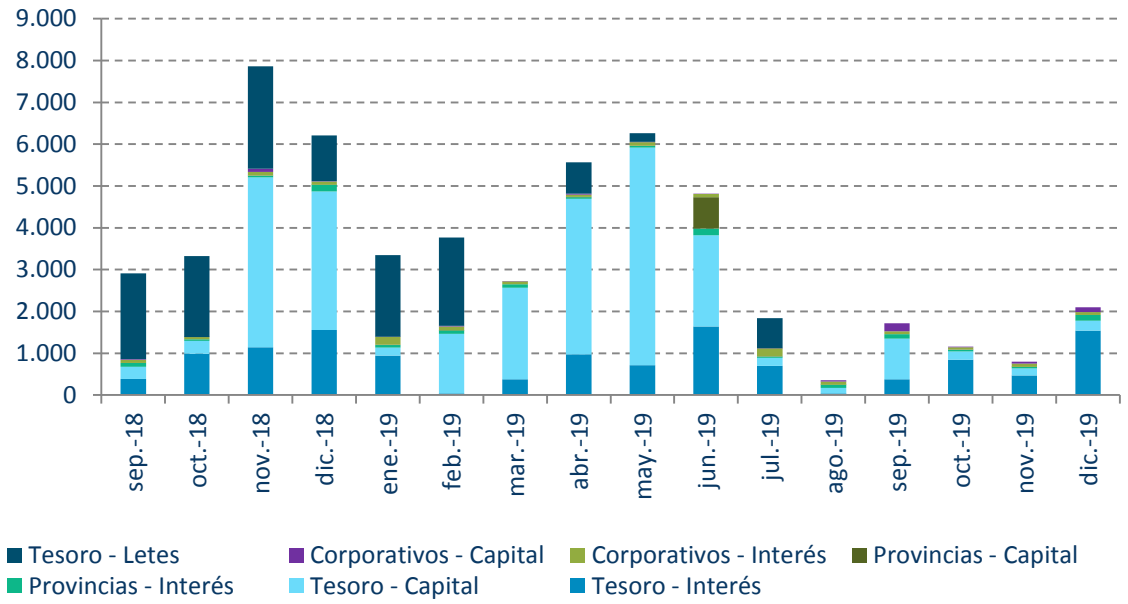
Gráfico 41: Perfil mensual de vencimientos de la deuda del Tesoro Nacional, Provincias y Corporativos en moneda extranjera, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

Para Provincias y Corporativos emisiones únicamente desde diciembre de 2015

En millones de USD

Septiembre 2018 a diciembre 2019

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas y Bloomberg



Según se observa en el Gráfico 42, el año en el que deberán afrontarse los pagos más altos de la deuda Nacional, Provincial y Privada será el año 2019. Si se excluyese el pago de Letes del Tesoro en cambio, el año más complicado para el repago de la deuda pasaría a ser el año 2022 con un pago estimado de USD 31.123 millones, seguido por el año 2021 con un pago estimado en USD 29.800 millones.

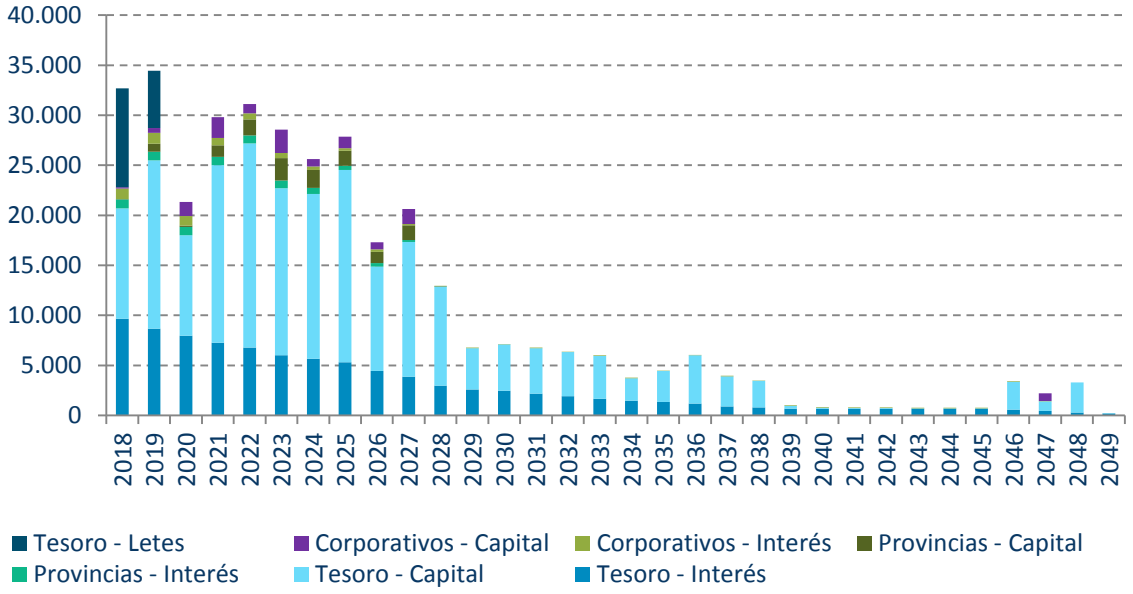
Gráfico 42: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Tesoro Nacional, Provincias y Corporativos en moneda extranjera, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

Para Provincias y Corporativos emisiones únicamente desde diciembre de 2015

En millones de USD

Años 2018-2049

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas y Bloomberg



ANEXO ESTADÍSTICO

Cuadro 1: Emisiones Nacionales, Provinciales y Privadas totales desde inicios de la gestión de Cambiemos

Diciembre de 2015 a mediados de agosto de 2018

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas y Bloomberg

Fecha de emisión	Sector	Emisor	Tipo	Moneda	Monto (VN M de USD)	Plazo (años/días*)	Vencimiento	Cupón/TNA*	Legislación
03/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	271	4,0	1/3/2020	Badlar+325pb	LAR
03/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	117	2,0	1/3/2018	Badlar+275pb	LAR
03/2016	Provincia	Buenos Aires	Bono	USD	1.250	8,0	16/3/2024	9,13%	LNY
03/2016	Privado	YPF	ON	USD	1.000	5,0	23/3/2021	8,50%	LNY
03/2016	Privado	IRSA	ON	USD	360	7,0	23/3/2023	8,75%	LNY
04/2016	Privado	YPF	ON	USD	46	4,0	18/4/2020	8,25%	LAR
04/2016	Nación	Argentina	Bono	USD	2.750	3,0	22/4/2019	6,25%	LNY
04/2016	Nación	Argentina	Bono	USD	4.500	5,0	22/4/2021	6,88%	LNY
04/2016	Nación	Argentina	Bono	USD	6.500	10,0	22/4/2026	7,50%	LNY
04/2016	Nación	Argentina	Bono	USD	2.750	30,0	22/4/2046	7,63%	LNY
05/2016	Privado	Banco Hipotecario	ON	USD	150	4,5	1/11/2020	9,75%	LNY
05/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	267	1,0	9/5/2017	Lebac 90 días	LAR
05/2016	Provincia	Neuquén	Bono	USD	349	12,0	12/5/2028	8,63%	LNY
05/2016	Provincia	Mendoza	Bono	USD	500	8,0	19/5/2024	8,38%	LNY
05/2016	Provincia	CABA	Bono	USD	890	11,1	26/6/2027	7,50%	LNY
05/2016	Provincia	Chubut	Bono	USD	50	7,0	19/5/2023	8,88%	LNY
06/2016	Provincia	Córdoba	Bono	USD	725	5,0	10/6/2021	7,13%	LNY
06/2016	Provincia	Buenos Aires	Bono	USD	500	3,0	15/6/2019	5,75%	LNY
06/2016	Provincia	Buenos Aires	Bono	USD	500	11,0	15/6/2027	7,88%	LNY
06/2016	Privado	Cablevisión	ON	USD	500	5,0	15/6/2021	6,50%	LNY
06/2016	Privado	EDSA	ON	USD	65	5,0	1/6/2021	11,50%	LNY
07/2016	Nación	Argentina	Bono	USD	1.000	12,0	6/7/2028	6,63%	LNY
07/2016	Nación	Argentina	Bono	USD	1.750	20,0	6/7/2036	7,13%	LNY
07/2016	Privado	Arcor	ON	USD	350	7,0	6/7/2023	6,00%	LNY
07/2016	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	18	3,0	6/7/2019	6,75%	LNY
07/2016	Provincia	Salta	Bono	USD	300	8,0	7/7/2024	9,13%	LNY
07/2016	Privado	YPF	ON	USD	750	4,0	7/7/2020	Badlar+400pb	LNY
07/2016	Provincia	Chubut	Bono	USD	650	10,0	26/7/2026	7,75%	LNY
07/2016	Privado	Banco Galicia	ON	USD	250	10,0	19/7/2026	8,25%	LNY
07/2016	Privado	CLISA	ON	USD	200	7,0	20/7/2023	9,50%	LNY
07/2016	Privado	Petrobras Argentina	ON	USD	500	7,0	21/7/2023	7,38%	LNY
07/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	208	5,0	22/7/2021	CER+2,5%	LAR
07/2016	Privado	Grupo Albanesi	ON	USD	250	7,0	27/7/2023	9,63%	LNY
08/2016	Privado	Central Térmica Guemes	ON	USD	14	4,0	12/8/2020	7,00%	LAR
08/2016	Privado	IRSA	ON	USD	185	3,1	9/9/2019	7,00%	LAR
08/2016	Provincia	Chaco	Bono	USD	250	8,0	18/8/2024	9,38%	LNY
08/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	171	4,9	22/7/2021	CER+2,5%	LAR
09/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	384	1,5	5/3/2018	22,75%	LAR
09/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	339	2,0	19/9/2018	21,20%	LAR
09/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	292	2,0	19/9/2018	21,20%	LAR
09/2016	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	18	2,0	26/9/2018	6,00%	LAR
10/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.262	5,0	3/10/2021	18,20%	LAR
10/2016	Nación	Argentina	Bono	EUR	1.401	5,3	15/1/2022	3,88%	LNY
10/2016	Nación	Argentina	Bono	EUR	1.401	10,3	15/1/2027	5,00%	LNY
10/2016	Provincia	Buenos Aires	Bono	USD	250	2,7	15/6/2019	5,75%	LNY
10/2016	Provincia	Buenos Aires	Bono	USD	500	10,7	15/6/2027	7,88%	LNY
10/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	575	7,0	17/10/2023	16,00%	LAR
10/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.354	10,0	17/10/2026	15,50%	LAR
10/2016	Provincia	Córdoba	Bono	USD	150	10,0	27/10/2026	7,13%	LNY
10/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	292	3,5	28/4/2020	CER+2,25%	LAR
11/2016	Provincia	Santa Fe	Bono	USD	250	11,0	1/11/2027	6,90%	LNY
11/2016	Privado	Cía Gral de Combustibles	ON	USD	300	5,0	7/11/2021	9,50%	LNY
11/2016	Privado	Banco Macro	ON	USD	400	10,0	4/11/2026	6,75%	LNY
11/2016	Privado	Telecom	ON	USD	78	2,0	16/11/2018	4,85%	LAR
12/2016	Privado	Celulosa Argentina	ON	USD	40	3,0	5/12/2019	9,50%	LAR
12/2016	Provincia	Entre Ríos	Bono	USD	5	2,0	21/12/2018	6,58%	LAR
12/2016	Privado	Medanito	ON	USD	20	3,0	22/12/2019	9,87%	LAR
12/2016	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	31	3,0	22/12/2019	Badlar+680pb	LAR
12/2016	Privado	Roch	ON	USD	16	3,0	27/12/2019	9,88%	LAR
01/2017	Privado	Genneia	ON	USD	350	5,0	20/1/2022	8,75%	LNY
01/2017	Privado	Pampa Energía	ON	USD	750	5,0	24/1/2027	7,50%	LNY

Nota: En el caso de Letes del Tesoro se presenta la TNA y el plazo en días.

01/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	3.250	5,0	26/1/2022	5,63%	LNY
01/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	3.750	10,0	26/1/2027	6,88%	LNY
01/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	296	4,5	22/7/2021	CER+2,5%	LAR
01/2017	Privado	Ribeiro	ON	USD	2	7,0	30/6/2024	7,00%	LAR
02/2017	Provincia	Entre Ríos	Bono	USD	350	8,0	8/2/2025	8,75%	LNY
02/2017	Privado	AES	ON	USD	300	7,0	2/2/2024	7,75%	LNY
02/2017	Privado	Aeropuertos Argentina	ON	USD	400	10,0	1/2/2027	6,88%	LNY
02/2017	Privado	CLISA	ON	USD	100	6,0	20/7/2023	9,50%	LNY
02/2017	Provincia	Buenos Aires	Bono	USD	750	6,0	15/2/2023	6,50%	LNY
02/2017	Provincia	Buenos Aires	Bono	USD	750	10,0	15/6/2027	7,88%	LNY
02/2017	Provincia	La Rioja	Bono	USD	200	8,0	24/2/2025	9,75%	LNY
02/2017	Privado	Generacion Mediterranea	ON	USD	35	3,0	16/2/2020	8,00%	LAR
02/2017	Privado	Agrofina	ON	USD	4	2,0	16/2/2019	7,00%	LAR
02/2017	Privado	Banco Galicia	ON	USD	151	3,0	17/2/2020	Badlar+269pb	LAR
02/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	316	4,6	3/10/2021	18,20%	LAR
02/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	114	6,7	17/10/2023	16,00%	LAR
02/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	166	9,7	17/10/2026	15,50%	LAR
03/2017	Provincia	Córdoba	Bono	USD	510	7,5	1/9/2024	7,45%	LNY
03/2017	Privado	Raghsa Construcciones	ON	USD	100	7,0	21/3/2024	7,25%	LNY
03/2017	Provincia	Santa Fe	Bono	USD	250	6,0	23/3/2023	7,00%	LNY
04/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	505	5,0	3/4/2022	Badlar+200pb	LAR
04/2017	Privado	Tarjeta Naranja SA	ON	USD	250	5,0	11/4/2022	Badlar+350pb	LNY
04/2017	Nación	Argentina	Bono	CHF	407	3,5	12/10/2020	3,38%	LNY
04/2017	Provincia	Tierra del Fuego	Bono	USD	200	10,0	17/4/2027	8,95%	LNY
04/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	888	8,0	18/4/2025	5,75%	LAR
04/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	872	20,0	18/4/2037	7,63%	LAR
04/2017	Provincia	Córdoba	Bono	USD	150	9,5	27/10/2026	7,13%	LNY
04/2017	Provincia	Neuquén	Bono	USD	366	8,0	27/4/2025	7,50%	LNY
05/2017	Privado	Los Grobo Agropecuaria	ON	USD	141	2,0	9/5/2019	Badlar+400pb	LAR
05/2017	Privado	Los Grobo Agropecuaria	ON	USD	21	2,0	9/5/2019	6,75%	LAR
05/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	647	8,0	18/4/2025	5,75%	LAR
05/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	1.148	20,0	18/4/2037	7,63%	LAR
05/2017	Privado	Capex	ON	USD	300	7,0	15/5/2024	6,88%	LAR
05/2017	Privado	Electronic System	ON	USD	22	3,0	15/5/2020	6,50%	LAR
05/2017	Privado	Liag Argentina	ON	USD	5	5,0	20/03/2022	7,90%	LAR
05/2017	Privado	Liag Argentina	ON	USD	10	3,0	23/11/2019	6,20%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	428	532,0	30/11/2018	3,40%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.894	3,0	21/6/2020	TPM	LAR
06/2017	Privado	Red Surcos	ON	USD	5	2,0	27/6/2019	7,25%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	2.750	100,0	28/6/2117	7,13%	LNY
06/2017	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	11	3,0	28/6/2020	5,00%	LAR
06/2017	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	19	4,0	28/6/2021	5,98%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	2.600	6,9	7/5/2024	8,75%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	300	532,0	14/12/2018	3,40%	LAR
07/2017	Provincia	Córdoba	Bono	USD	450	10,1	1/8/2027	7,13%	LNY
07/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	340	455,0	12/10/2018	3,26%	LAR
07/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	210	6,8	7/5/2024	8,75%	LAR
07/2017	Privado	Agroempresa Colón	ON	USD	4	2,0	18/7/2019	6,90%	LAR
07/2017	Provincia	PBA	Bono	USD	582	6,0	20/1/2023	5,38%	LNY
07/2017	Privado	YPF	ON	USD	750	10,0	18/7/2027	6,95%	LNY
08/2017	Privado	TGLT	ON	USD	150	10,0	3/8/2027	8,00%	LNY
08/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	4.700	6,8	7/5/2024	8,75%	LAR
08/2017	Privado	MSU	ON	USD	15	2,2	4/10/2019	5,00%	LAR
08/2017	Privado	Banco Hipotecario	ON	USD	7	2,0	9/8/2019	4,00%	LAR
08/2017	Privado	Asociados Don Mario	ON	USD	20	5,0	11/8/2022	Badlar+615pb	LAR
08/2017	Privado	EPEC	ON	USD	100	5,0	17/8/2022	7,00%	LAR
08/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	742	2,8	21/6/2020	TPM	LAR
08/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	300	385,0	14/9/2018	3,14%	LAR
09/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	3.000	6,7	7/5/2024	8,75%	LAR
09/2017	Privado	IRSA	ON	USD	140	3,0	14/9/2020	5,00%	LAR
09/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	378,0	28/9/2018	3,12%	LAR
09/2017	Provincia	Jujuy	Bono	USD	210	5,0	20/9/2022	8,63%	LNY
09/2017	Privado	BACS	ON	USD	10	2,0	25/9/2019	4,74%	LAR
09/2017	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	29	4,0	26/9/2021	6,00%	LAR
09/2017	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	21	3,0	26/9/2020	5,18%	LAR
09/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	350	364,0	28/9/2018	3,10%	LAR
10/2017	Privado	Generacion Mediterranea	ON	USD	30	3,0	11/10/2020	6,68%	LAR
10/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	1.000	6,6	7/5/2024	8,75%	LAR
10/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	569	4,5	3/4/2022	Badlar+200 p.b.	LAR
10/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	364,0	12/10/2018	3,10%	LAR
10/2017	Privado	Ribeiro	ON	USD	3	9,7	30/6/2027	7,00%	LAR
10/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	364,0	26/10/2018	3,10%	LAR
10/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	318	3,5	28/4/2020	CER+2,25%	LAR
11/2017	Nación	Argentina	Bono	EUR	1.160	5,2	15/1/2023	3,38%	LNY
11/2017	Nación	Argentina	Bono	EUR	1.160	10,2	15/1/2028	5,25%	LNY
11/2017	Nación	Argentina	Bono	EUR	870	30,0	9/11/2047	6,25%	LNY
11/2017	Privado	CGM Leasing Argentina	ON	USD	4	2,0	9/11/2019	7,24%	LAR

11/2017	Privado	Agrofina	ON	USD	20	2,0	10/11/2019	6,90%	LAR
11/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	371,0	16/11/2018	3,11%	LAR
11/2017	Provincia	Entre Ríos	Bono	USD	150	7,2	8/2/2025	8,75%	LNY
11/2017	Privado	Grupo Cohen	ON	USD	4	2,0	23/11/2019	7,00%	LAR
11/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	450	357,0	16/11/2018	3,09%	LAR
11/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	386	1,3	11/3/2019	Badlar+250 p.b.	LAR
12/2017	Provincia	Río Negro	Bono	USD	300	8,0	7/12/2025	7,75%	LNY
12/2017	Privado	Tecpetrol	ON	USD	500	5,0	12/12/2022	4,88%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	691	2,4	28/4/2020	CER+2,25%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	560	1,1	15/1/2019	CER+4,25%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	815	1,3	15/4/2019	CER+4,25%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	ARS	155	273,0	14/9/2018	25,60%	LAR
12/2017	Privado	YPF	ON	USD	750	30,0	15/12/2047	7,00%	LNY
12/2017	Privado	Tecnoseeds	ON	USD	9	3,0	15/12/2020	6,25%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	800	364,0	14/12/2018	3,10%	LAR
12/2017	Privado	Plaza Logística SRL	ON	USD	27	3,0	18/12/2020	6,25%	LAR
12/2017	Privado	Newsan	ON	USD	18	3,0	19/12/2020	6,75%	LAR
12/2017	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	5	3,0	21/12/2020	5,25%	LAR
12/2017	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	35	4,0	21/12/2021	6,25%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	ARS	90	266,0	14/9/2018	25,50%	LAR
01/2018	Nación	Argentina	Bono	USD	1.750	5,0	11/1/2023	4,63%	LNY
01/2018	Nación	Argentina	Bono	USD	4.250	10,0	11/1/2028	5,88%	LNY
01/2018	Nación	Argentina	Bono	USD	3.000	30,0	11/1/2048	6,88%	LNY
01/2018	Privado	Agroempresa Colón	ON	USD	0	3,0	12/1/2021	7,50%	LAR
01/2018	Privado	Cía General de Combustibles	ON	USD	100	3,5	12/7/2021	9,70%	LAR
01/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	500	364,0	11/1/2019	3,10%	LAR
01/2018	Privado	Santiago Saenz	ON	USD	78	1,0	25/1/2019	Badlar+725pb	LAR
01/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	400	364,0	25/1/2019	3,10%	LAR
02/2018	Privado	AySA	ON	USD	500	5,0	1/2/2023	6,63%	LNY
02/2018	Privado	Rio Energy/UGEN	ON	USD	600	7,0	1/2/2025	6,88%	LAR
02/2018	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.779	1,0	8/2/2019	22,5%/CER+3,75%	LAR
02/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	500	364,0	8/2/2019	3,10%	LAR
02/2018	Privado	Cresud	ON	USD	113	5,0	16/2/2023	6,50%	LAR
02/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	300	203,0	14/9/2018	3,10%	LAR
02/2018	Privado	Red Surcos	ON	USD	12	2,5	27/8/2020	8,00%	LAR
03/2018	Nación	Argentina	Bono	ARS	757	2,0	6/3/2020	21%/CER+4%	LAR
03/2018	Nación	Argentina	Bono	ARS	714	5,0	6/3/2023	CER+4%	LAR
03/2018	Privado	CGM Leasing Argentina	ON	USD	3	2,1	13/4/2020	7,45%	LAR
03/2018	Nación	Argentina	Lete	ARS	1.244	182,0	14/9/2018	Capitaliza 2,06%	LAR
03/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	500	182,0	14/9/2018	2,85%	LAR
03/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	500	343,0	22/2/2019	3,54%	LAR
03/2018	Privado	TGLT	ON	USD	25	2,0	20/3/2020	7,95%	LAR
03/2018	Nación	Argentina	Lete	ARS	18	180,0	17/9/2018	Badlar	LAR
03/2018	Nación	Argentina	Bono	USD	1.000	7,1	18/4/2025	5,75%	LAR
03/2018	Privado	Anta del Dorado	ON	USD	1	3,0	20/3/2021	7,25%	LAR
04/2018	Privado	Angel Estrada	ON	USD	2	2,0	4/4/2020	7,50%	LAR
04/2018	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	16	4,0	6/4/2022	6,44%	LAR
04/2018	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	24	1,0	6/4/2019	4,40%	LAR
04/2018	Nación	Argentina	Lete	ARS	757	182,0	12/10/2018	Capitaliza 2,06%	LAR
04/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	500	196,0	26/10/2018	2,99%	LAR
04/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	350	364,0	12/4/2019	3,50%	LAR
04/2018	Privado	Esquina 3	ON	USD	1	3,0	18/4/2021	7,00%	LAR
04/2018	Privado	Esquina 3	ON	USD	0	4,0	18/4/2022	7,50%	LAR
04/2018	Nación	Argentina	Bono	ARS	735	7,0	27/4/2025	CER+4%	LAR
04/2018	Privado	Newsan	ON	USD	13	2,0	27/4/2020	6,50%	LAR
04/2018	Privado	Petroagro	ON	USD	8	1,8	27/1/2020	8,50%	LAR
04/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	670	217,0	30/11/2018	3,05%	LAR
04/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	400	364,0	26/4/2019	3,69%	LAR
05/2018	Privado	TGS	ON	USD	500	7,0	2/5/2025	6,75%	LAR
05/2018	Privado	DFH	ON	USD	1	3,0	3/5/2021	7,50%	LAR
05/2018	Privado	DFH	ON	USD	0	5,0	3/5/2023	8,00%	LAR
05/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	201	140,0	28/9/2018	3,25%	LAR
05/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	199	189,0	16/11/2018	3,45%	LAR
05/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	201	259,0	25/1/2019	3,75%	LAR
05/2018	Nación	Argentina	Bono	ARS	931	5,4	17/10/2023	16,00%	LAR
05/2018	Nación	Argentina	Bono	ARS	918	8,4	17/10/2026	15,50%	LAR
05/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	300	176,0	16/11/2018	4,00%	LAR
05/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	200	365,0	24/5/2019	4,30%	LAR
06/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	450	210,0	11/1/2019	4,20%	LAR
06/2018	Nación	Argentina	Bono	Dual	2.000	1,0	21/6/2019	4,50%	LAR
06/2018	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.408	2,4	21/11/2020	26,00%	LAR
06/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	299	105,0	12/10/2018	3,69%	LAR
06/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	462	238,0	22/2/2019	4,45%	LAR
07/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	422	385,0	26/7/2019	5,50%	LAR
07/2018	Nación	Argentina	Bono	Dual	1.638	1,6	13/2/2020	4,50%	LAR
07/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	220	210,0	8/2/2019	4,00%	LAR
07/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	294	378,0	26/7/2019	5,50%	LAR
07/2018	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.135	2,3	21/11/2020	26,00%	LAR
07/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	400	182,0	25/1/2019	3,75%	LAR
08/2018	Privado	Euro	ON	USD	1	3,1	7/9/2021	14,00%	LAR
08/2018	Privado	SAESA	ON	USD	1	2,0	20/8/2020	9,45%	LAR
08/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	430	182,0	8/2/2019	4,99%	LAR
08/2018	Nación	Argentina	Lete	ARS	359	105,0	30/11/2018	Capitaliza 3%	LAR
08/2018	Nación	Argentina	Lete	ARS	224	224,0	29/3/2019	Capitaliza 2,85%	LAR
08/2018	Nación	Argentina	Lete	ARS	651	98,0	30/11/2018	Capitaliza 3%	LAR
08/2018	Nación	Argentina	Lete	ARS	267	217,0	29/3/2019	Capitaliza 2,85%	LAR
08/2018	Nación	Argentina	Lete	USD	913	203,0	15/3/2019	5,00%	LAR
TOTAL					**128.830**				