



OBSERVATORIO
DE LA DEUDA EXTERNA

Noveno 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

Diciembre de 2017



Universidad Metropolitana
para la Educación y el Trabajo

1. INTRODUCCIÓN

Observada en su conjunto, todo parece indicar que la macroeconomía y su financiamiento en el corto plazo ha llegado a un cercano punto de agotamiento. La iniciativa de provocar un cambio radical en el modelo de gestión económica, como fue impuesto a partir de 2015 hasta la fecha, deja en claro que su estabilidad descansa casi excluyentemente en la provisión de recursos provenientes del exterior en moneda extranjera como endeudamiento compulsivo, antes que - como ocurrió en varios períodos históricos- combinar ese financiamiento con recursos locales y un proporción menor con endeudamiento externo.

La economía ha excluido toda racionalidad macroeconómica para lograr financiarse localmente con recursos fiscales y con la acumulación de capitales endógenos y ha volcado su esfuerzo durante el primer año a lograr por medio del endeudamiento externo los recursos para financiar el déficit fiscal y parcialmente el pago de intereses y vencimiento de algún endeudamiento no renovable, como también para proveer de divisas a la economía. Lamentablemente la emisión de deuda fue a cubrir el rojo de las cuentas públicas y a lubricar, por la apertura de la cuenta capital del sector externo (y el cumplimiento del lema de campaña, eliminar las restricciones para atesorar ahorros en dólares, o eliminación del “cepo”), una creciente fuga amplia de capitales que llegó a niveles alarmantes. Desafortunadamente el financiamiento externo no se ha destinado a generar cambios sobre la estructura productiva que permitan una generación de divisas a través de la economía real, sino a financiar la fiesta que genera la enorme bicicleta financiera que el gobierno nacional ha creado.

En 2017 la situación se hizo más compleja y su administración en el mediano plazo se vuelve cada vez más desafiante. Al déficit fiscal se le sumó ya desde 2016 la apertura de la economía, el crecimiento acelerado de importaciones y el poco dinamismo de las exportaciones que con un tipo de cambio estanco, provocó una exacerbación de las debilidades del modelo de Cambiemos aumentando de manera explosiva el déficit comercial (ver Sección 6 punto 6.1).

El déficit comercial externo llegó a niveles récord, se aceleró la fuga de capitales y no se domesticó el déficit fiscal. La situación fiscal se vio debilitada porque, sumado a la eliminación de impuestos a los sectores más concentrados, hubo que pagar crecientes intereses externos que hicieron más visible la dependencia de los dólares provenientes de un desbocado y compulsivo esquema de endeudamiento.

La cuestión fiscal incentivó al gobierno nacional a reducir los aportes a Provincias y Municipios e inducir a las provincias y al sector privado en simultáneo a avanzar sobre los mercados externos para financiarse. Hoy, frente a los riesgos de un descalce de monedas todos los actores que no tengan parte de sus ingresos dolarizados quedarán expuestos debido a la debilidad estructural del modelo macrista a los vaivenes del sector externo.

Durante la actual gestión, el Tesoro Nacional emitió USD 98.185 millones, USD 34.216 millones en 2016 y USD 63.969 millones en 2017 (ver Sección 2). Mientras que la fuga de divisas, si se agregasen los intereses de la deuda en el cómputo, alcanza para el mismo período los USD -72.498

millones: USD -32.257 millones en 2016 y más USD -36.399 millones en lo que va de 2017. Esquema que evidencia el desinterés del gobierno por promover el desarrollo que favorezca a la producción y los sectores populares al estar dispuesto a entregar esa cantidad de dólares que se destinan a financiar la fuga a costa de poner una carga de endeudamiento cada vez más difícil de soportar. Con este modelo y con este ajuste, estos sectores se han vuelto el eslabón más débil de la cadena.

En términos de deuda externa, recientemente el INDEC presentó cifras del endeudamiento al tercer trimestre del 2017 y ese nivel llega (sin contar las emisiones de octubre, noviembre y diciembre de 2017) a más de USD 216.000 millones registrando una suba del 29.3% con relación a 2015. Otro signo de debilidad del modelo resulta claro si se compara la relación deuda y exportaciones. Entre diciembre del 2015 al mismo mes de 2017 la deuda muestra un relación de 300% por encima en comparación con los montos totales exportados por Argentina en el 2017.

Siendo el flujo comercial externo el principal proveedor sustentable de dólares para atender por ejemplo amortizaciones de deuda, ante el creciente déficit de balanza comercial es muy probable que sea con más deuda que se salden los vencimientos en los años siguientes, salvo que existiera una solución explícitamente no prevista por este gobierno que fuera la de expandir las exportaciones y frenar las importaciones.

Al finalizar el 2017, los principales desafíos que enfrenta la conducción económica son:

- a) el déficit fiscal (ver Sección 6.2)
- b) el déficit de Cuenta Corriente y déficit comercial (ver Sección 6.1)
- c) la fuga de divisas (ver Sección 4)
- d) los fuertes vencimientos de capital e interés para los próximos años (ver Sección 5)
- e) los fuertes vencimientos de muy corto plazo de Lebac en pesos para los próximos años (ver Sección 6.3).

Cada punto es una puerta a la salida de divisas. El comportamiento y resultado actual de cada indicador o cuenta a este ritmo no debe seguir siendo financiado casi exclusivamente por el endeudamiento externo masivo (ver Sección 2) y con menor relevancia por el ingreso transitorio y especulativo de los préstamos financieros que ingresan a través de “la bicicleta” por la Cuenta Capital y Financiera. Un cambio en las condiciones externas que impacte sobre el flujo de financiamiento pondría en jaque al actual modelo. En contextos de mayor volatilidad o de shocks externos (contextos que tienen una probabilidad de ocurrencia nada despreciable), los mercados internacionales se verán más reacios a seguir financiando en las actuales condiciones.

Finalizado el segundo año del gobierno de Cambiemos el endeudamiento se ha convertido en uno de los núcleos más destacados de la política económica de largo plazo. Ahora, esa política exhibe una enorme fragilidad de la administración macroeconómica, la que genera efectos no deseados

sobre el tipo de cambio, sobre el mercado financiero, la fijación de la tasa de interés, el nivel de actividad y al final del día, garantiza la apertura que destruye empresas locales, elimina capital nacional y -más tarde o más temprano- determinará la estabilidad global de toda la economía doméstica.

2. EMISIONES DE DEUDA

2.1 EMISIONES DE LETES DEL TESORO NACIONAL EN MONEDA EXTRANJERA

Desde fines de noviembre hasta fines de diciembre el Tesoro Nacional emitió VN USD 2.600 millones de Letes en dólares bajo legislación local.

En lo que va de la nueva gestión, el Tesoro Nacional ha acumulado un stock de Letes de más de VN USD 15.718 millones, a un plazo promedio de 314 días.

De esta forma, si a las emisiones totales del Tesoro en moneda extranjera por VN USD 50.464 millones, desde inicios de la gestión Cambiemos hasta diciembre de 2017, se le adicionan las Letes en dólares, el total de emisiones Nacionales en moneda extranjera para la gestión completa asciende a los VN USD 66.182 millones.

2.2 EMISIONES DEL TESORO NACIONAL EN MONEDA LOCAL

Entre octubre y diciembre el Gobierno Nacional realizó ampliaciones del *Bocan 2019* y *Boncer 2020* emitidos originalmente el 11 de marzo de 2013 y 28 de octubre de 2016, respectivamente, ambos en pesos y bajo legislación local. En el primer caso, emitió VN \$ 15.300 millones con vencimiento el 11 de marzo de 2019 (plazo de 1,3 años) y cupón Badlar privada + 250 p.b. En el segundo caso, emitió VN \$ 27.350 millones con vencimiento el 28 de abril de 2020 (plazo de 2,4 años), cupón de 2,25%, y capital ajustable por el coeficiente CER.

Además el 15 de diciembre emitió el *Boncer ene-2019* y *Boncer abr-2019*, también en pesos y bajo legislación argentina. El primero por VN \$ 22.200 millones con vencimiento el 15 de enero de 2019 (plazo de 1,1 años) y el segundo por VN \$ 32.300 millones con vencimiento el 15 de abril de 2019 (plazo de 1,3 años). En ambos casos el cupón es de 4,25% y el capital ajusta por inflación.

Adicionalmente el 15 de diciembre y 22 de diciembre el Tesoro emitió *Letes \$ 2018* (a descuento) por un total de VN \$ 65.292 millones con vencimientos el 16 de marzo (plazo de 0,2 años) y TNA de 26,5%, 13 de abril (plazo de 0,3 años) y TNA de 26,25%, 15 de junio (plazo de 0,5 años) y TNA de 25,75%, y 14 de septiembre de 2018 (plazo de 0,7 años) y TNA de 25,6%; todos bajo legislación local.

El total emitido desde comienzos de 2017 alcanza los VN \$ 357.306 millones. Si se adicionan los VN \$ 219.090 millones más emitidos en el año 2016, entonces desde comienzos de la gestión de Cambiemos se contabiliza una emisión total en pesos bajo legislación local por parte del Tesoro Nacional de VN \$ 576.396 millones, a un plazo promedio de 3,7 años.

2.3 EMISIONES DE LAS PROVINCIAS EN MONEDA EXTRANJERA

El 15 de noviembre y 7 de diciembre las Provincias de Entre Ríos y Río Negro emitieron deuda en moneda extranjera y bajo legislación Nueva York por VN USD 150 millones y VN USD 300 millones, respectivamente, siendo la emisión de Río Negro su primera emisión en los mercados internacionales de deuda. En el primer caso la emisión fue con fecha de vencimiento el 8 de febrero de 2025 (plazo de 7 años) y cupón de 8,75% y en el segundo caso la emisión fue con vencimiento el 7 de diciembre de 2025 (plazo de 8 años) y cupón de 7,75%.

Desde inicios de 2017 se registran emisiones provinciales en moneda extranjera bajo legislación extranjera por VN USD 5.136 millones, mientras que para la gestión de Cambiemos completase 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.

2.4 EMISIONES DEL SECTOR CORPORATIVO EN MONEDA EXTRANJERA

Entre noviembre y diciembre de este año las empresas *CGM Leasing Argentina, Agrofina, Grupo Cohen, Tecpetrol, YPF, Tecnoseeds, Plaza Logística, Newsan, y John Deere Credit Compañía Financiera* emitieron deuda en dólares y bajo legislación (mayormente) local por VN USD 1.371 millones, a plazos de 2 a 30 años, y cupones del 4,88% al 7,24%.

En lo que va del 2017, 32 empresas del Sector Corporativo se han endeudado por VN USD 5.376 millones. Desde inicios de la gestión Cambiemos se registran pues 44 empresas endeudadas en dólares bajo legislación local y extranjera por un total de VN USD 11.067 millones, a un plazo promedio de 7,6 años.

2.5 EMISIONES TOTALES

Si se consideran en conjunto las emisiones de deuda del Tesoro Nacional en moneda local y extranjera (títulos públicos más Letes del Tesoro en dólares), y de las Provincias y el Sector Corporativo en moneda extranjera, se obtiene que en lo que va del 2017 se han emitido VN USD 74.563 millones. Si se tienen en cuenta los VN USD 47.025 millones ya emitidos en 2016, desde inicios de la gestión de Cambiemos hasta la actualidad el total emitido asciende a más de VN USD 121.588 millones.

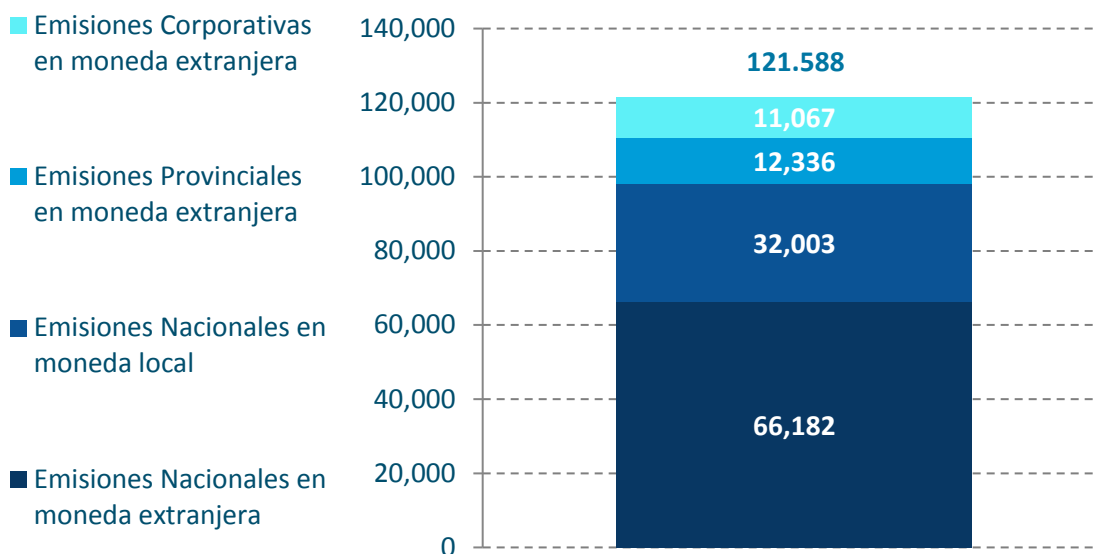
De allí, solamente el Tesoro Nacional (títulos públicos en moneda extranjera y en pesos, más Letes del Tesoro en dólares) es responsable de VN USD 34.216 millones emitidos en 2016, VN USD 63.969 millones emitidos en lo que va de 2017, y VN USD 98.185 millones emitidos durante la gestión de Cambiemos completa.

Gráfico 1: Emisiones Nacionales, Provinciales y Corporativas totales desde inicios de la Gestión Cambiemos

Diciembre de 2015 a fines de diciembre de 2017

En VN millones de USD

Fuente: Ministerio de Finanzas y Bloomberg



Nota: Las emisiones Nacionales en moneda extranjera incluyen el stock de Letes del Tesoro en dólares hasta fines de diciembre de 2017.

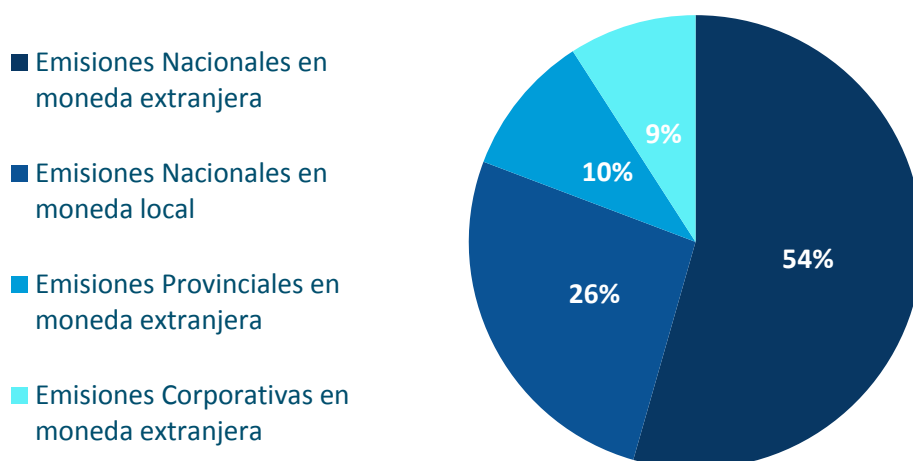
Esto quiere decir que actualmente las emisiones de deuda de Tesoro Nacional representan un 81% (VN USD 98.185 millones) de las emisiones totales, donde el 67% (VN USD 66.182 millones) son emisiones de Nación en moneda extranjera.

Gráfico 2: Emisiones Nacionales, Provinciales y Corporativas totales desde inicios de la Gestión Cambiemos

Diciembre de 2015 a fines de diciembre de 2017

En porcentaje sobre el total

Fuente: Ministerio de Finanzas y Bloomberg



3. SUBE MARCADAMENTE EL STOCK DE DEUDA EXTERNA

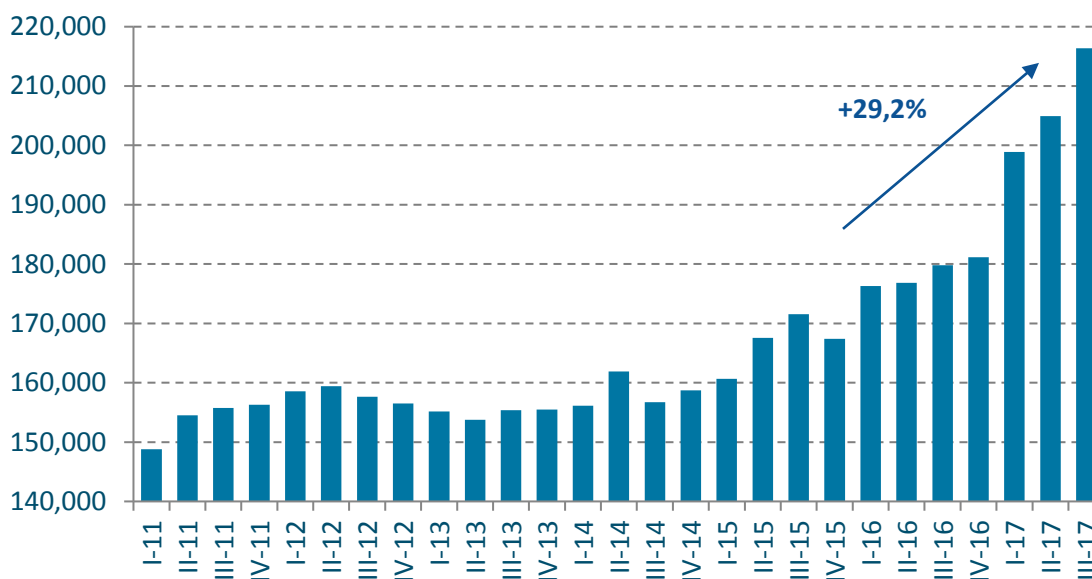
A partir de los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) correspondientes al tercer trimestre de 2017 se observa que el stock de deuda externa total ha crecido fuertemente desde comienzos de la gestión de Cambiemos; particularmente durante el año 2017.

Según los datos, el stock ha alcanzado los USD 216.351 millones en el III-17, lo cual implica un crecimiento del 20,3% y 26,1% en relación al III-16 y III-15, respectivamente. Si se compara con el IV-15, el salto es del 29,2% (USD 48.939 millones más).

Gráfico 3: Stock de deuda externa

En millones de USD

Fuente: INDEC



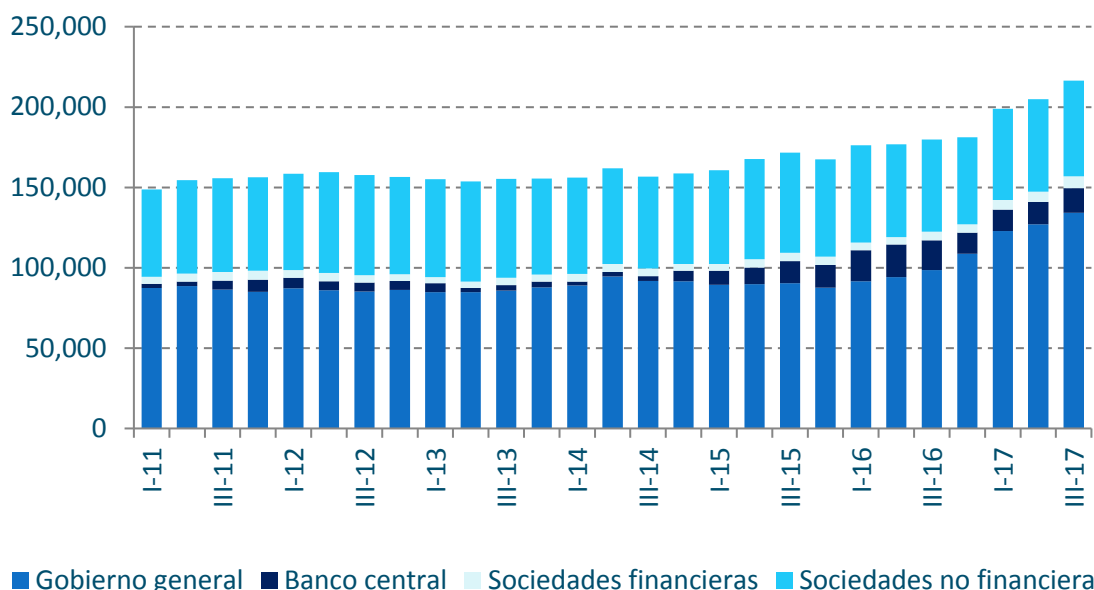
Cuando se analizan los datos según sector institucional deudor, se observa que el Gobierno General (Tesoro Nacional más Provincias) es el que explica la mayor parte de la deuda: al III-17 representa el 62,1% del total, 9,4 p.p. más en relación a igual trimestre de 2015 (cuando representaba el 52,6% del total).

Actualmente el stock de deuda externa en manos del Gobierno General es de USD 134.273 millones: un 36,2% más (USD 35.722 millones más) en relación a igual trimestre de 2016, y un 48,7% más (USD 43.964 millones más) en relación a igual trimestre de 2015. Este último dato no es para nada despreciable: quiere decir que el stock de deuda externa tomada por Nación y Provincias aumentó en un casi 50% en tan sólo 2 años de gestión.

Gráfico 4: Stock de deuda externa, por sector institucional

En millones de USD

Fuente: INDEC



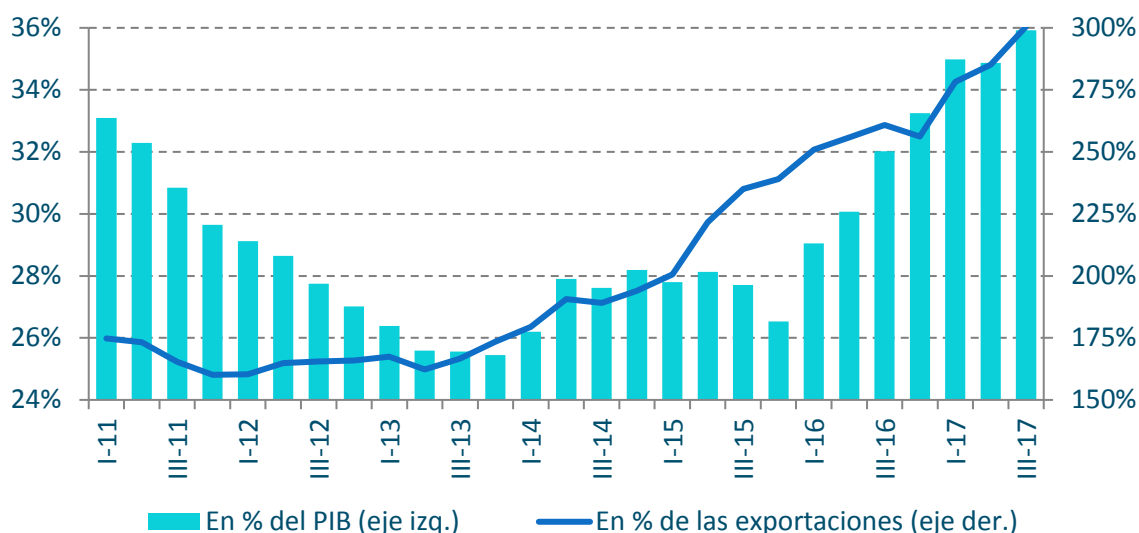
Según el Gráfico 5, se observa un marcado revés en la tenencia decreciente del ratio deuda/PIB desde el IV-15, el cual alcanza el 36% en el III-17: un 3,9 p.p. y 8,2 p.p. más en relación a igual trimestre de 2016 y de 2015, respectivamente. En cuanto a la deuda externa exclusivamente en manos del Gobierno General, el ratio sobre PIB llega al 22% al III-17; habiendo sido de tan sólo 14% en el IV-15.

Por otra parte, el stock de deuda externa sobre exportaciones también muestra una tendencia marcadamente creciente, con una fuerte aceleración durante el año 2017, alcanzando un ratio del 301% en el III-17.

Gráfico 5: Stock de deuda externa

En porcentaje del PIB y el porcentaje de las exportaciones

Fuente: INDEC



4. FUGA DE CAPITALS

Según los últimos datos publicados en el Balance Cambiario del Banco Central de la República Argentina (BCRA) correspondientes a noviembre de 2017, se observa que en ese mes se atesoraron en concepto de *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero* (FAE del SPNF) USD -1.926 millones. Asimismo, si tomamos los primeros 11 meses de este año notaremos que hubo egresos netos de divisas por FAE por USD -19.407 millones; cifra que supera a la de igual período del año 2016 en un 62% y del año 2015 en un 199%. Si a dicho monto se le adicionan los USD -9.951 millones fugados bajo ese concepto en el año 2016, 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 -31.382 millones.

Si se analizan las cifras que corresponden únicamente a los egresos brutos de FAE del SPNF, queda claro que tan sólo en el mes de noviembre egresaron USD -4.155 millones, un 5,8% más en relación al mes pasado. Entre enero y noviembre de 2017 egresaron unos USD -42.416 millones; un 79% más que en igual período de 2016 y un 385% más que en igual período de 2015. De esta forma, y si se suman los USD -28.554 millones egresados en 2016, el total para la gestión Cambiarios asciende a USD -73.199 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 noviembre es de USD -117 millones. En tan sólo casi un año se giraron USD -1.870 millones, un 683% más en relación a lo ocurrido en esos mismos meses de 2015. El giro de divisas total desde el comienzo de la nueva gestión alcanza pues los USD -5.032 millones.

En concepto de *Turismo*, el último dato disponible indica un egreso neto de capitales por este concepto de USD -595 millones. Asimismo, se calcula para enero-noviembre de 2017 una salida neta de dólares por Turismo de USD -8.004 millones. En total, y contando los USD -6.674 millones fugados bajo dicho concepto en 2016, el egreso de divisas total por Turismo desde diciembre de 2015 supera los USD -15.321 millones.

Por último, los *Intereses de la Deuda* pagados al extranjero siguen en ascenso: tan sólo entre agosto (USD -193 millones) y noviembre de este año (USD -1.193 millones) los intereses netos en moneda extranjera pagados al exterior subieron un 516,9%. Para los primeros 11 meses de este año se estima una fuga bajo este concepto de USD -7.118 millones, mientras que la cifra final para la gestión completa de Cambiemos alcanza los USD -20.763 millones.

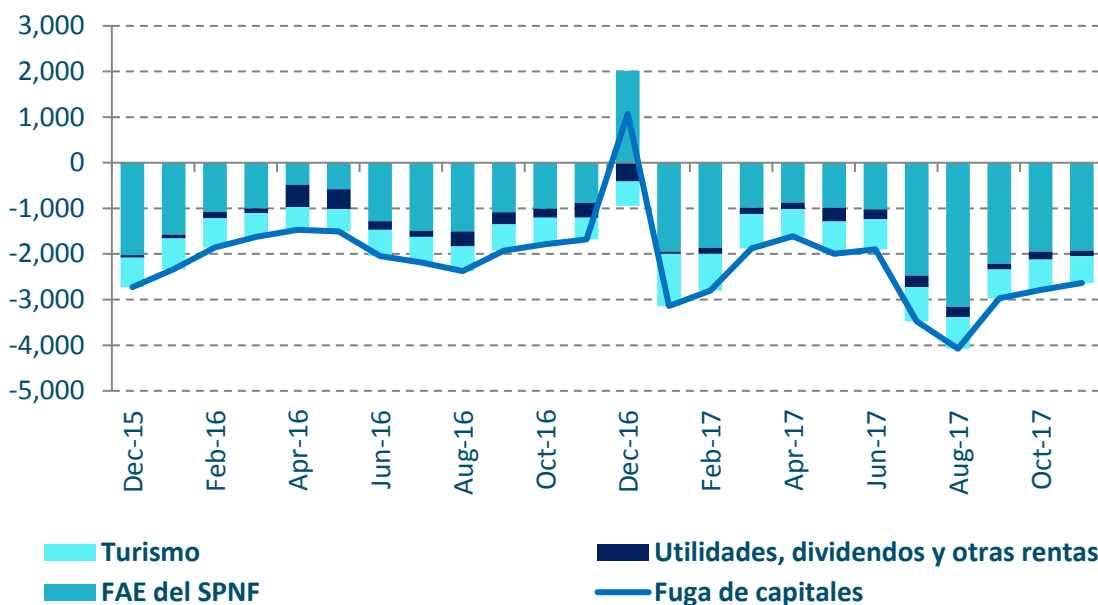
En total, se estima que la fuga de capitales, calculada como la salida de divisas en concepto de *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero*, giro de *Utilidades, Dividendos y Otras Rentas*, y *Turismo*, es de USD -2.638 millones en noviembre de este año. Para lo que va de 2017 se calculan egresos netos por USD -29.281 millones: un 41% y 120% más que en enero-noviembre de 2016 y de 2015, respectivamente. Si se adicionan los USD -19.731 millones fugados en 2016, la fuga total de diciembre de 2015 hasta noviembre de 2017 asciende a USD -51.735 millones.

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 -72.498 millones: USD -32.257 millones en 2016, más USD -36.399 millones en lo que va de 2017.

Gráfico 6: Fuga de capitales y componentes: FAE del SPNF, Utilidades, dividendos y otras rentas, y Turismo

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA



5. EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA

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

En el mes de diciembre el Tesoro Nacional debió enfrentar vencimientos de intereses de la deuda en moneda extranjera por casi USD 1.509 millones, donde la mayoría se debió al pago de títulos

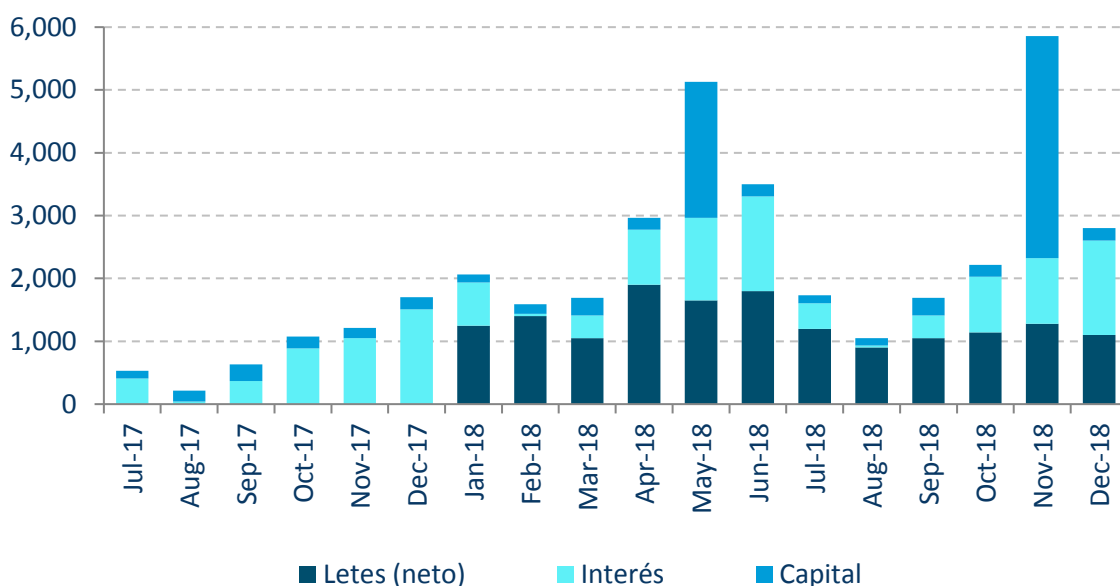
públicos como el *Discount USD 2033* (USD 523 millones) y *Discount EUR 2033* (USD 258 millones), *Bonar 2022* (USD 174 millones), *Bonar 2025* (USD 178 millones), *Bonar 2027* (USD 185 millones) y *BIRAD 2117* (USD 98 millones); este último emitido durante la gestión de Cambiemos.

Asimismo, el Tesoro también debió abonar vencimientos de capital en moneda extranjera por USD 195 millones, de los cuáles la mayoría (USD 179 millones) se destinó al pago a Organismos Internacionales. El total para noviembre ascendió pues a los USD 1.704 millones.

Gráfico 7: Perfil mensual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda extranjera, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

Julio de 2017 a diciembre de 2018

Fuente: Ministerio de Finanzas



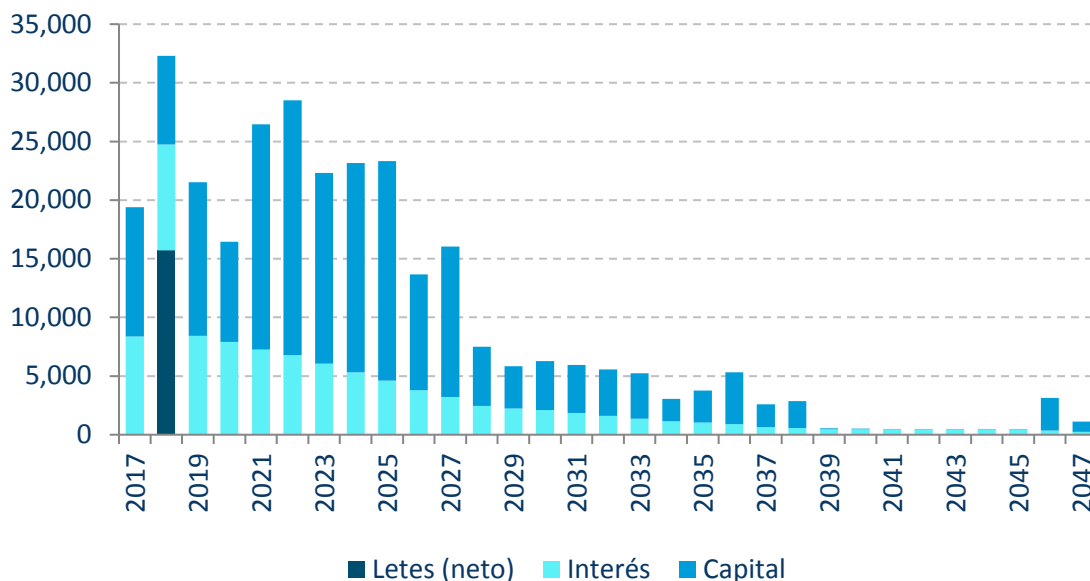
Por otra parte, para todo el año 2017 se estiman vencimientos totales de deuda del Tesoro Nacional en moneda extranjera (incluye Letes) por aproximadamente USD 19.395 millones. De allí, USD 8.381 millones y USD 11.014 millones corresponden a vencimientos de interés y capital, respectivamente.

En el año 2018 el Tesoro Nacional deberá afrontar el pago en moneda extranjera de USD 32.292 millones, el mayor vencimiento para todo el período 2018-2047, dónde USD 9.019 millones corresponden a pago de intereses, USD 7.555 millones a pago de capital, y USD 15.718 millones al pago de Letes en dólares.

Gráfico 8: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda extranjera, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

Años 2017-2047

Fuente: Ministerio de Finanzas



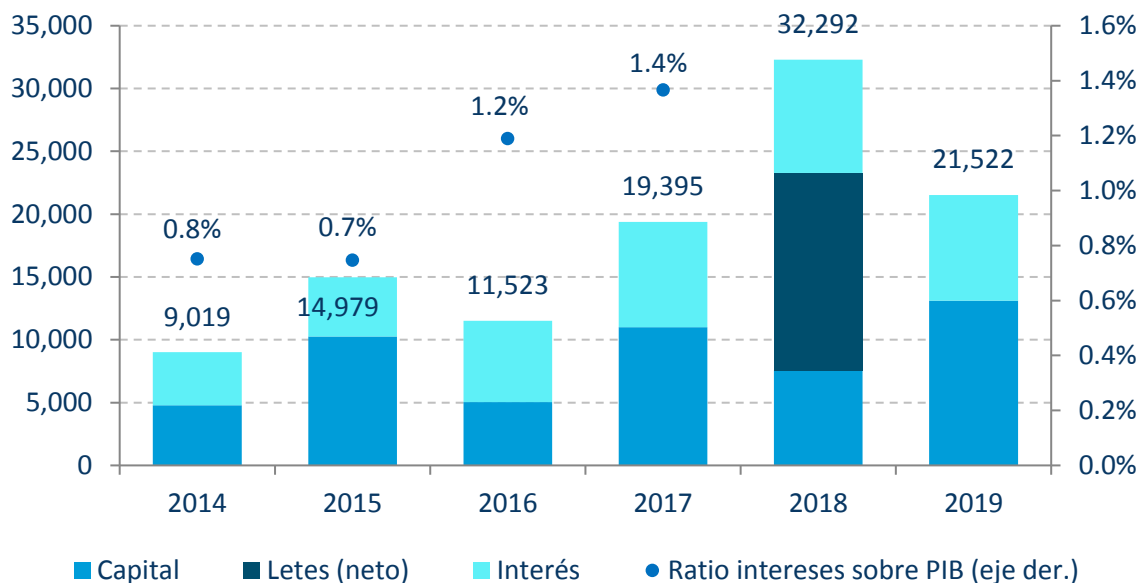
A partir del Gráfico 9 se puede observar la trayectoria marcadamente ascendente del perfil de vencimientos de la deuda del Tesoro desde el año 2014, el cual alcanza un pico en el año 2018; con un incremento en el perfil de vencimientos de USD 23.273 millones, USD 17.313 millones, USD 20.769 millones, y USD 12.896 millones, con respecto a 2014, 2015, 2016, y 2017, respectivamente.

Asimismo, esta suba es acompañada por un aumento en el ratio de intereses pagados sobre PIB, el cual pasa del 0,7% en 2015, al 1,2% en 2016, y 1,4% en 2017 (0,2 p.p. más en relación a 2016, y 0,7 p.p. más en relación a 2015).

Gráfico 9: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Público Nacional en moneda extranjera, discriminando por capital, intereses y Letes del Tesoro

Años 2014-2019

Fuente: Ministerio de Finanzas



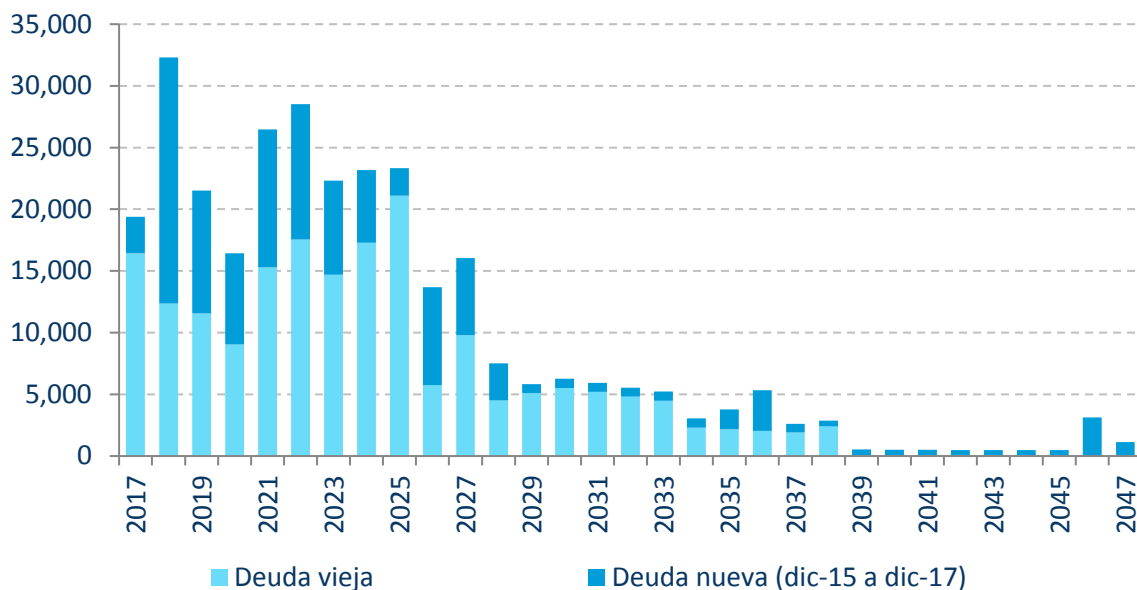
Asimismo, de los USD 19.395 millones de vencimientos correspondientes al año 2017, vencimientos de interés por USD 2.958 millones corresponden exclusivamente a “nueva deuda” emitida por la gestión de Cambiemos. Algo similar ocurre con los vencimientos que deberán afrontarse en 2018 (USD 32.292 millones), donde USD 19.924 millones (un 61,7% del total a vencer) corresponden a vencimientos de interés y Letes en dólares que corresponden a “nueva deuda” emitida por la gestión actual.

Como se observa en el Gráfico 10, las nuevas emisiones realizadas por la gestión de Cambiemos ya han impactado en el perfil de vencimientos: en perspectiva agregada, la “nueva deuda” ya explica un 37% (USD 113.163 millones) del total de vencimientos de deuda pública para los años 2017-2047 en su conjunto (USD 304.889 millones), con tan sólo dos años de gestión económica.

Gráfico 10: 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

Años 2017-2047

Fuente: Ministerio de Finanzas



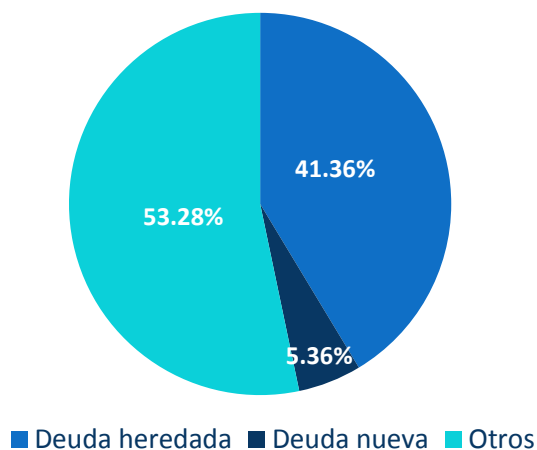
Nota: La “deuda nueva” incluye stock de Letes del Tesoro en dólares.

Si se considera la gestión de Cambiemos en su totalidad, y según cálculos propios (ver Gráfico 11), sólo aproximadamente el 41,36% de las nuevas emisiones de títulos públicos del Tesoro en moneda extranjera han sido destinadas al pago de vencimientos de capital e intereses de la “deuda heredada”; habiéndose incluso destinado un 5,36% de dichas emisiones al pago de vencimientos de interés de “deuda nueva” contraída por el propio gobierno de Cambiemos. El restante (53,28%) de las emisiones se ha destinado a cubrir la fuga de capitales y financiar gastos corrientes.

Gráfico 11: Porcentaje de las emisiones en moneda extranjera del Sector Público destinadas al pago de vencimientos en moneda extranjera de la “deuda heredada” y de la “deuda nueva”

Emisiones de deuda y pagos de vencimientos de deuda realizados únicamente entre diciembre de 2015 y fines de diciembre de 2017

Fuente: Ministerio de Finanzas



Nota 1: Se tienen en cuenta sólo las emisiones del Tesoro de títulos públicos y Letes en moneda extranjera.

Nota 2: El destino "Otros" se calculó por diferencia.

5.2 EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA PROVINCIAL

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 800 millones para el año 2017, y USD 900 millones para el año 2018.

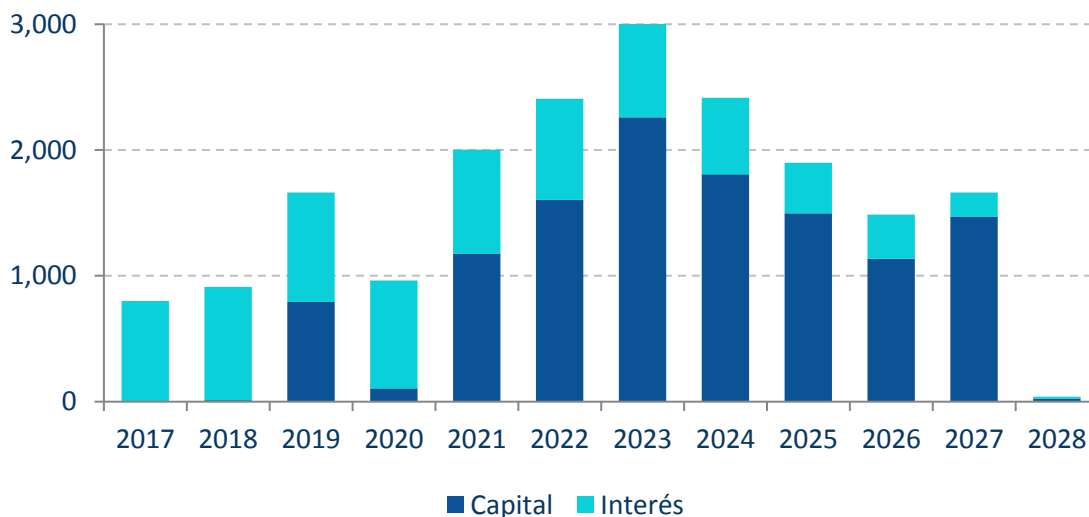
A futuro, se estima que el año 2023 será el año más significativo en lo que hace al pago de los vencimientos de la deuda provincial, con vencimientos totales que alcanzarán los casi USD 3.000 millones.

Gráfico 12: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Provincial en moneda extranjera, discriminando por capital e interés

Emisiones desde diciembre de 2015

Años 2017-2028

Fuente: Bloomberg



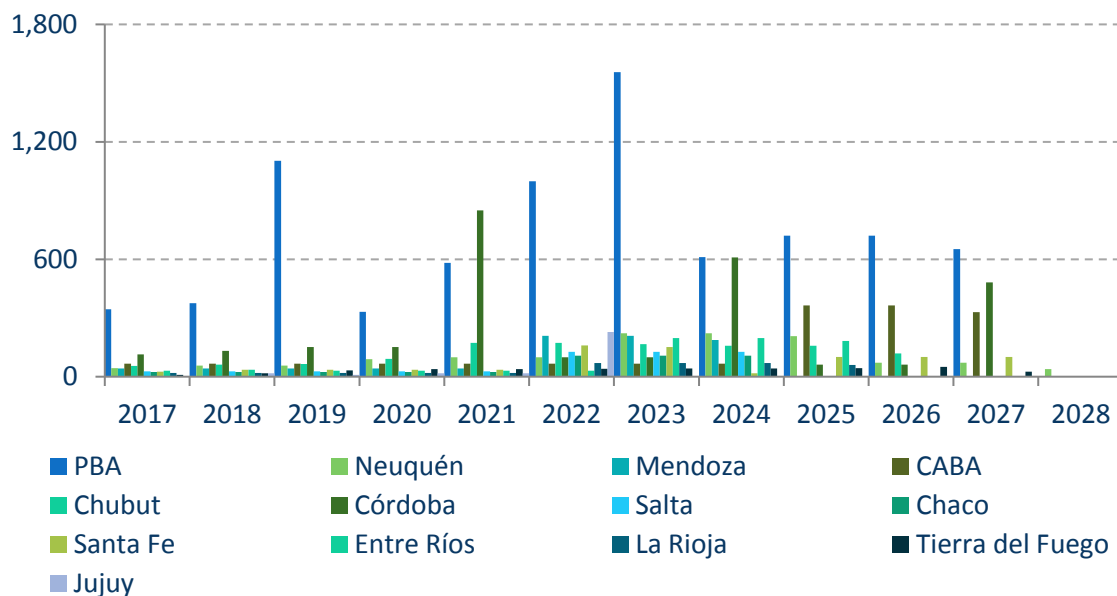
A nivel individual de cada Provincia, y a partir del Gráfico 13, se observa que la que deberá enfrentar mayores vencimientos de capital e interés de deuda en los años 2017-2028 es la Provincia de Buenos Aires, con vencimientos totales para dichos años de aproximadamente USD 8.000 millones, seguida por la Provincia de Córdoba (USD 2.800 millones).

Gráfico 13: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Provincial en moneda extranjera, por Provincia

Emisiones desde diciembre de 2015

Años 2017-2028

Fuente: Bloomberg



5.3 EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA DEL SECTOR CORPORATIVO

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 900 millones para el año 2017, y casi USD 1.000 millones para el año 2018.

Asimismo, se estima que el año 2021 será el año en el que el Sector Corporativo deberá enfrentar mayores pagos de vencimientos, con vencimientos totales que alcanzarán los casi USD 2.500 millones.

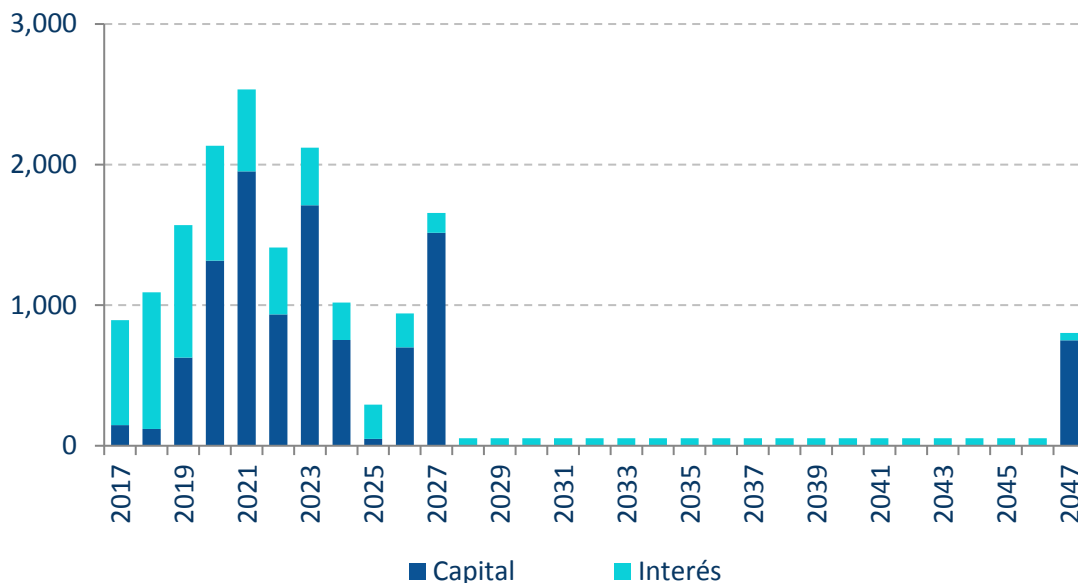
Gráfico 14: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Corporativo en moneda extranjera, discriminando por capital e interés

En millones de USD

Emisiones desde diciembre de 2015

Años 2017-2047

Fuente: Bloomberg



En lo que hace a cada empresa en particular (Gráfico 15), la que deberá enfrentar mayores vencimientos de capital e interés de deuda en los años 2017-2027 es la estatal *YPF*, con vencimientos totales para dichos años de aproximadamente USD 6.600 millones, seguida por *Pampa Energía* (USD 2.100 millones).

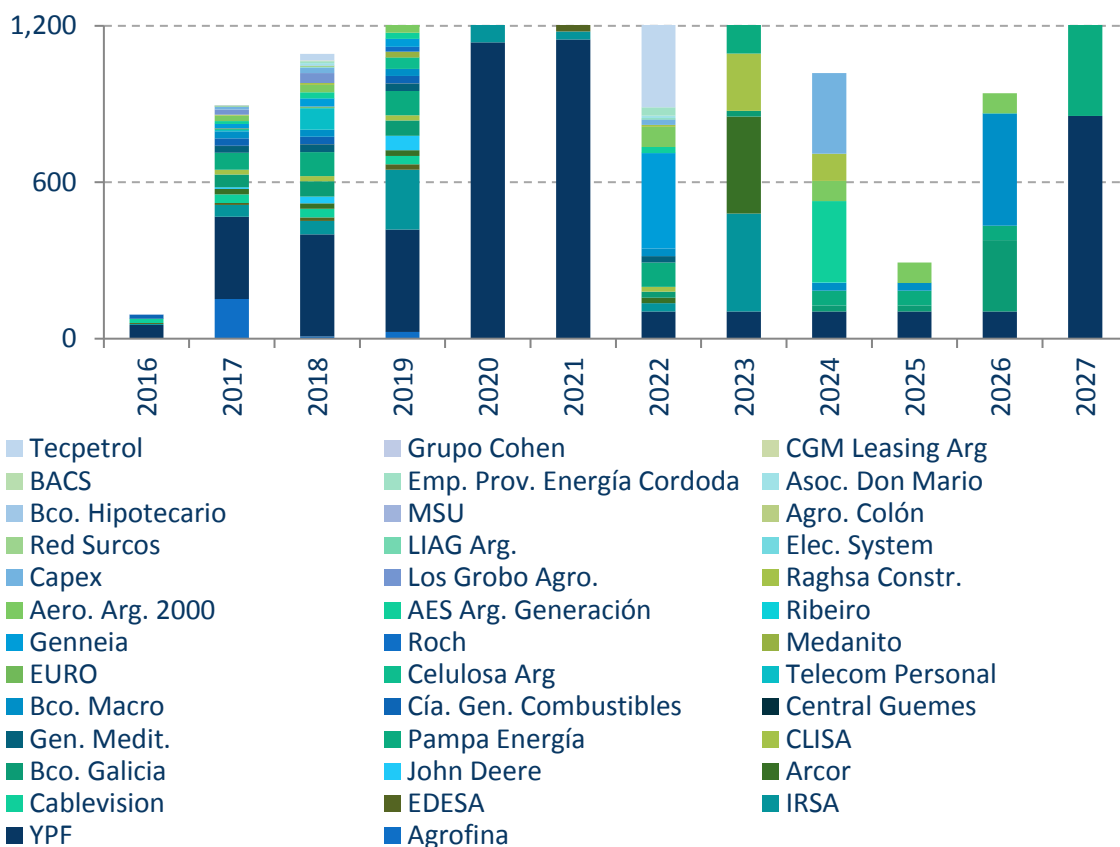
Gráfico 15: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Corporativo en moneda extranjera, por empresa

En millones de USD

Emisiones desde diciembre de 2015

Años 2017-2027

Fuente: Bloomberg



6. LA FRÁGIL SOSTENIBILIDAD DEL MODELO

Si se realiza un sencillo seguimiento de cuáles son las actuales vías de ingreso y egreso de divisas y hacia dónde se direccionan las primeras (qué necesidades de financiamiento cubren) se descubre con facilidad que el actual modelo económico no es sostenible en el tiempo.

Actualmente, el modelo económico macrista se caracteriza por: a) el déficit fiscal (Sección 6.2), b) el déficit de Cuenta Corriente y déficit comercial (Sección 6.1), c) la fuga de divisas (Sección 4), d) los fuertes vencimientos de capital e interés para los próximos años (Sección 5), y e) los fuertes vencimientos de muy corto plazo de Lebac en pesos para los próximos años (Sección 6.3).

Dicho drenaje de divisas no resulta sostenible en el largo plazo si se tiene en cuenta que, en lo que va de la actual gestión de gobierno, éste ha sido soportado únicamente a través del endeudamiento externo masivo (Sección 2) y los capitales que ingresan a través de “la bicicleta financiera” por la Cuenta Capital y Financiera.

6.1 EL DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE Y DE BALANCE COMERCIAL

Veamos la dinámica de las cuentas externas.

Evidentemente, los ingresos de divisas a través de la Cuenta Capital y Financiera, particularmente el descomunal endeudamiento del Tesoro Nacional, las Provincias y el Sector Corporativo, así

como el ingreso fugaz de divisas por *carry trade*, son los que han estado cubriendo los egresos de divisas de la economía a través de la Cuenta Corriente.

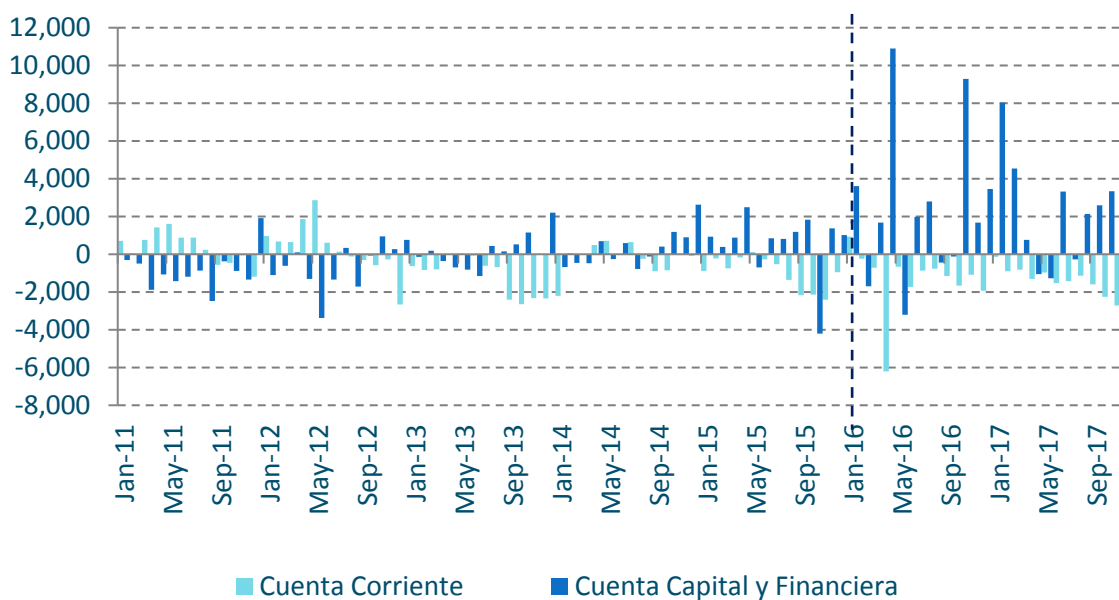
En efecto, desde comienzos de la gestión de Cambiemos, y luego de la desregulación del mercado cambiario, la apertura comercial ilimitada, y la desarticulación de las políticas de administración de la Cuenta Capital y Financiera, pueden observarse dos tendencias: por un lado, el persistente y creciente déficit de Cuenta Corriente, y por otro lado, el fuerte salto en la Cuenta Capital y Financiera (Gráfico 16).

Según los datos del Balance Cambiario, en lo que va del año hasta noviembre de 2017 se ha acumulado un déficit en Cuenta Corriente y un superávit en Cuenta Capital y Financiera de USD -14.791 millones y USD 26.870 millones, respectivamente; un 37,2% y 362,6% más en relación al déficit y superávit acumulado de 2015 para el mismo período (USD -10.777 millones y USD 5.804 millones, respectivamente). Para la gestión completa (diciembre de 2015 a noviembre de 2017) la salida neta de divisas por la Cuenta Corriente asciende a USD -31.856 millones, mientras que la entrada neta de divisas por la Cuenta Capital y Financiera asciende a USD 57.772 millones (dónde tal sólo en 2016 ingresaron USD 26.431 millones).

Gráfico 16: Cuenta corriente, y Cuenta Capital y Financiera

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA

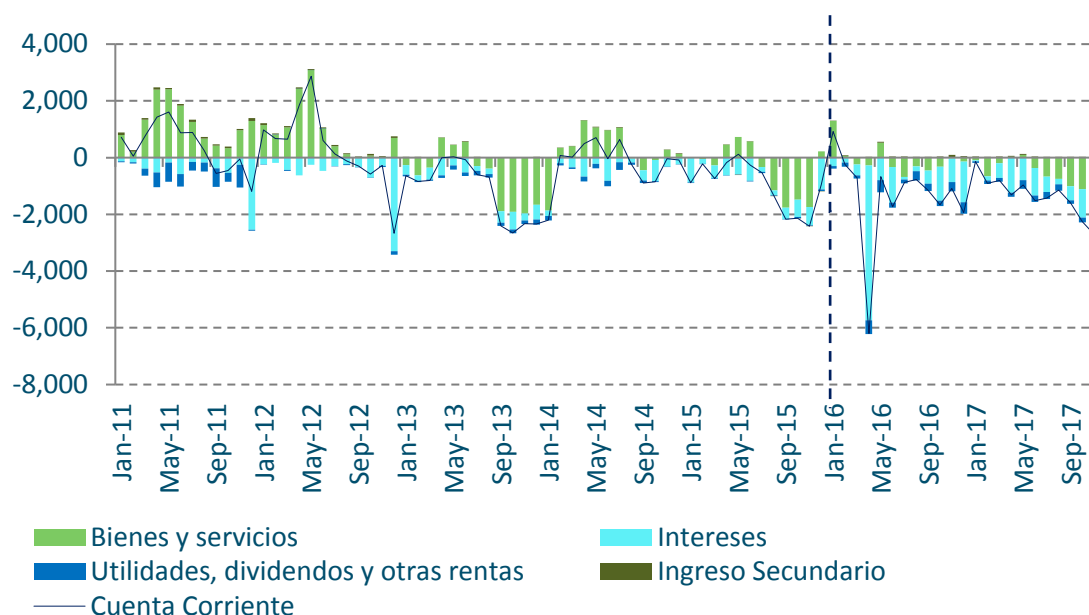


Mirando el Gráfico 17, se nota que el déficit de Cuenta Corriente rige para todos los componentes de la cuenta. Sin embargo, el déficit más preocupante es el que presenta la cuenta de *Bienes y Servicios*; si se considera que las exportaciones son la única fuente genuina de divisas del país.

Gráfico 17: Cuenta Corriente y subcuentas

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA



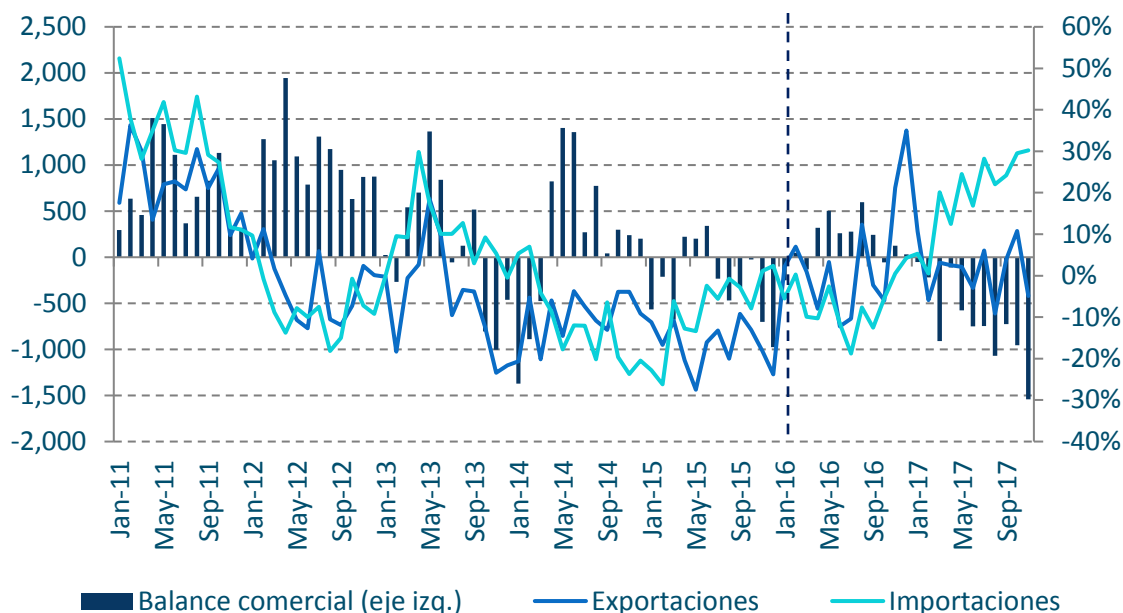
Según los últimos datos del Intercambio Comercial Argentino (ICA) publicado por INDEC (ver Gráfico 18), el balance comercial de bienes para enero-noviembre de 2017 resulta deficitario en USD -7.656 millones, un deterioro del 213,1% en relación a igual período de 2015 (cuando el déficit fue de USD -2.445 millones).

Efectivamente, luego de las políticas aperturistas impuestas por la actual gestión, el balance comercial ha estado empeorando sistemáticamente: con las importaciones creciendo más rápidamente que las exportaciones (de comportamiento relativamente más estable); incluso a pesar de la recesión económica provocada por las medidas de ajuste económico orquestadas por el propio gobierno. Para ejemplificar, y según datos del ICA, mientras que entre enero-noviembre de 2016 y enero-noviembre de 2017 las exportaciones subieron un 1,2%, las importaciones lo hicieron en un 19,9%. De forma similar, y observando las variaciones del mes de octubre de 2017 con respecto a igual mes del año previo, mientras que entre octubre de 2016 y octubre de 2017 las variaciones interanuales de las exportaciones cayeron en 26,1 p.p., las variaciones interanuales de las importaciones subieron en 29,7 p.p.

Gráfico 18: Balance comercial de bienes, exportaciones e importaciones

Balance comercial en millones de USD, exportaciones e importaciones en variación % i.a.

Fuente: ICA, INDEC



6.2 EL DÉFICIT FISCAL

A pesar del intento del gobierno de Mauricio Macri de reducir el déficit fiscal a prácticamente cualquier costo social (siendo la recientemente aprobada reforma previsional su mayor exponente), éste no sólo no se ha reducido, sino que ha crecido (Gráfico 19) (al igual que el pago de intereses de la deuda).

En efecto, si se compara el déficit fiscal primario y financiero entre octubre 2017 (último dato disponible) y noviembre de 2015, se obtiene que en ambos casos el déficit fiscal aumenta: 48,1% (\$ 10.551 millones) y 130,8% (\$ 35.092 millones), respectivamente.

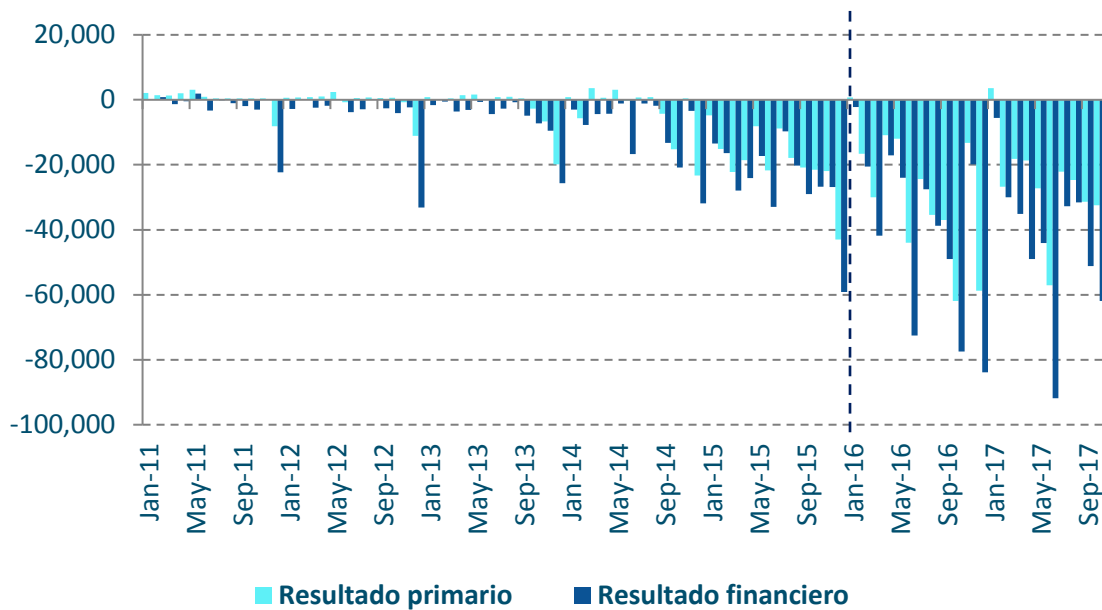
Según el Presupuesto 2018, se estima para el año que viene un déficit primario de \$ -395.612 millones (3,2% del PIB) y un déficit financiero de \$ -681.803 millones (5,5% del PIB).

La quita de retenciones a las exportaciones del campo así como la caída en la recaudación impositiva por la recesión inducida por las propias medidas de ajuste fiscal implementadas por Cambiemos, han indefectiblemente contribuido a agravar el déficit fiscal.

Gráfico 19: Resultado primario y financiero del Sector Público Nacional

En millones de pesos

Fuente: Ministerio de Hacienda



6.3 EL CRECIENTE STOCK DE LEBAC EN PESOS

Las Lebac en pesos son un instrumento de deuda de corto plazo emitido por el BCRA, y a la vez, un instrumento de regulación de la cantidad de dinero en circulación de la economía: al colocar Lebac el BCRA retira dinero de circulación, y al pagarlas vuelve a insertarlo.

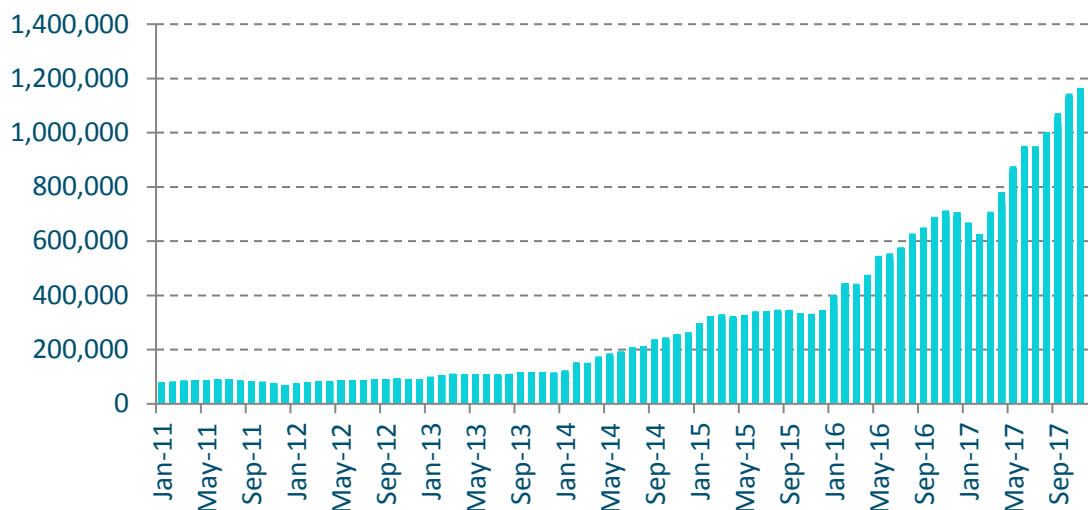
Desde el comienzo de la gestión de Cambiemos, ha ocurrido un crecimiento exponencial del stock en circulación de Lebac (Gráfico 20), el cual hoy en día se ubica por los \$ 1.100.000 millones; un aumento del 266,6% en relación a diciembre de 2015.

Esta suba se vio impulsada aun más por las necesidades crecientes por parte del BCRA de esterilizar el efecto monetario de los pesos emitidos para la compra al Tesoro Nacional de los dólares que han estado ingresando sistemáticamente bajo la forma de deuda externa (ver Sección 2).

Gráfico 20: Stock en circulación de Lebac en pesos

En millones de pesos

Fuente: BCRA



En paralelo, el BCRA (al mando de Federico Sturzenegger) permitió -gracias al discutido instrumento de Metas de Inflación- reiteradas subas en la tasa de interés de estos instrumentos, particularmente para los plazos más cortos. En efecto, la tasa para un plazo de 35 días alcanzó un máximo del 38% en torno a marzo, abril y mayo de 2016, y hoy, al finalizar 2017, está en el orden de 28.75%

Fueron dichas tasas en pesos las que permitieron a la Argentina ubicarse entre los países más rentables en moneda extranjera para realizar operaciones de *carry trade*¹: operaciones financieras de arbitraje con efectos nulos sobre el entramado productivo local.

El problema que se le ha generado al BCRA es que el creciente stock de Lebac que está próximo a vencer (Gráfico 21) pone en riesgo la sostenibilidad del sistema financiero: ante cada vencimiento de Lebac, que llega a representar el equivalente a más del 50% de la base monetaria, el BCRA se enfrenta al riesgo de no lograr renovar todos los vencimientos a menos que siga subiendo la tasa de interés. Se estima que el stock total a vencer para 2018 es nada menos que de \$1.105.198 millones.

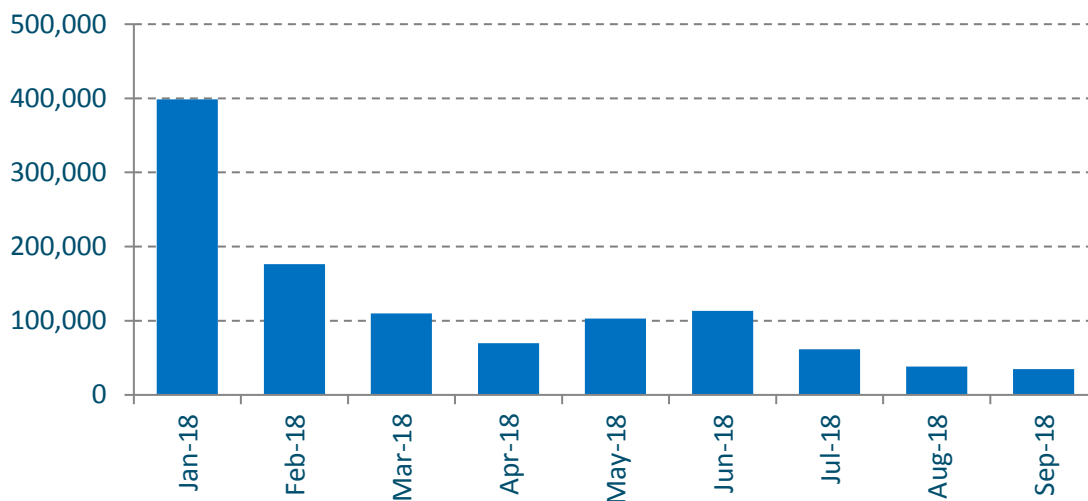
Efectivamente si no lograra refinanciar en el tiempo su deuda en pesos, esto podría desencadenar una severa corrida cambiaria.

Gráfico 21: Perfil de vencimientos del stock de Lebac en pesos

En millones de pesos

Fuente: BCRA

¹ Estas operaciones consisten en el ingreso de dólares de muy corto plazo para su valorización financiera (a las altas tasas de interés locales) y su posterior fuga a un tipo de cambio relativamente estable.



6.4 LA INSOSTENIBILIDAD EN NÚMEROS

El modelo así presentado no resulta sostenible en el tiempo.

Entre diciembre de 2015 y diciembre de este año ingresaron al país USD 85.167 millones por deuda en moneda extranjera del Tesoro, Provincias y Privados, y deuda en moneda local del Tesoro en manos de tenedores externos (estimación propia). A la vez, y hasta noviembre de 2017, ingresaron USD 10.862 millones por *Inversión de portafolio*; mayormente para operaciones de *carry trade* de corto plazo.

Cuadro 1: Ingresos de divisas

En millones de USD

Fuente: Ministerio de Finanzas, Bloomberg y Balance Cambiario

Ingresos de divisas	M de USD
Emisiones de deuda en moneda extranjera (acumulado dic-15 a dic-17)	85.167
<i>Del Tesoro en moneda extranjera y en pesos con tenedores externos</i>	61.764
<i>Restantes en moneda extranjera</i>	23.403
Inversión de portafolio (carry trade) (acumulado dic-15 a nov-17)	10.862
Total	96.029

Nota: Las emisiones de deuda *del Tesoro en moneda extranjera y en pesos con tenedores externos* (estimación propia) no incluyen el stock de Letes del Tesoro en dólares.

En el mismo período de tiempo, egresaron divisas por la Cuenta Corriente del Balance Cambiario por un total de USD -31.865 millones, de los cuáles USD -6.838 millones corresponden al déficit de balanza comercial. En simultáneo, se fugaron capitales por un total de USD -51.735 millones.

Según estimaciones propias, se estima que el 84% y 11% de la deuda en moneda extranjera y deuda en pesos en manos de tenedores externos tomada por el Tesoro Nacional durante la gestión de Mauricio Macri (aproximadamente USD 61.764 millones) se ha destinado a financiar el total de la fuga de capitales y del déficit comercial, respectivamente.

Cuadro 2: Egresos de divisas

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario

Egresos de divisas	M de USD
Cuenta Corriente (acumulado dic-15 a nov-17)	-31.856
<i>Balance Comercial de bienes y servicios</i>	-6.838
<i>Utilidades, Dividendos y Otras rentas</i>	-5.032
<i>Intereses</i>	-20.764
<i>Ingreso Secundario</i>	778
Fuga de capitales (acumulado dic-15 a nov-17)*	-46.703
Total	-78.559

Nota: En el Cuadro 2 la cifra de *Fuga de capitales* no incluye *Utilidades, Dividendos y Otras rentas* dado que los egresos de divisas por este concepto ya están incluidos dentro de la *Cuenta Corriente*.

Además de las necesidades de financiamiento que requiere el creciente déficit de Cuenta Corriente y la fuga de divisas, el actual gobierno necesita además hacerse de las divisas necesarias para financiar vencimientos en 2018 de capital e interés de deuda del orden de los USD 32.292 millones. Asimismo, el Sector Provincial y el Sector Corporativo deberán obtener divisas por USD 2.004 millones para enfrentar los vencimientos de deuda que les corresponde para ese año.

Por último, el gobierno de Cambiemos deberá resolver cómo financiar el déficit financiero del 2018 y, dado que planea reducirla emisión monetaria, esto significa que requerirá de la toma de más deuda en moneda extranjera para saldarlo. El BCRA también deberá resolver cómo salir de la trampa en la que se ha encerrado, con un stock de Lebac en pesos por vencer en 2018 de aproximadamente \$1.105.198 millones.

Cuadro 3: Algunas necesidades de financiamiento en moneda extranjera y en pesos

En millones de USD y en millones de \$

Fuente: Ministerio de Hacienda, Ministerio de Finanzas, Bloomberg y BCRA

Algunas necesidades de financiamiento en pesos	M de \$
Déficit financiero para 2018	-681.803
Vencimientos de Lebac en pesos para 2018	-1.105.198
Total	-1.787.001
Algunas necesidades de financiamiento en moneda extranjera	
M de USD	
Vencimientos de interés y capital en moneda extranjera para 2018	-34.296
<i>Tesoro Nacional</i>	-32.292
<i>Provincias</i>	-912
<i>Privados</i>	-1.092
Total	-34.296

Claramente el alto grado de insostenibilidad propio de este modelo deja a la Argentina en una situación de extrema vulnerabilidad ante un revés en las condiciones de financiamiento en los mercados internacionales. Cabe resaltar que además un desajuste que afecte el sector externo tendrá inevitablemente un impacto en el tipo de cambio y, dada la actual estructura económica y

distributiva diseñada por la actual gestión, terminará impactando de manera más severa sobre los sectores populares, quienes han sido los únicos afectados por las medidas del gobierno de Cambiemos.

ANEXO ESTADÍSTICO

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

Diciembre de 2015 a fines de diciembre de 2017

Fuente: Ministerio de Finanzas y Bloomberg

Fecha de emisión	Sector	Emisor	Tipo	Moneda	Monto (VN M de USD)	Plazo (años/días*)	Vencimiento	Cupón/TNA*	Legislación
02/2016	Privado	Agrofina	ON	USD	145	1,5	11/8/2017	6,50%	LNY
03/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	595	4,0	1/3/2020	Badlar+325pb	LAR
03/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	257	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	588	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	457	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	376	4,9	22/7/2021	CER+2,5%	LAR
09/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	845	1,5	5/3/2018	22,75%	LAR
09/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	746	2,0	19/9/2018	21,20%	LAR
09/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	643	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	2.776	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	1.264	7,0	17/10/2023	16,00%	LAR
10/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	2.977	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	642	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	Agrofina	ON	USD	6	1,7	11/8/2018	8,50%	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
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	652	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	694	4,6	3/10/2021	18,20%	LAR
02/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	251	6,7	17/10/2023	16,00%	LAR
02/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	365	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	1.110	5,0	3/4/2022	Badlar+200pb	LAR
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	375,0	13/4/2018	3,40%	LAR
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	Lete	USD	750	270,0	12/1/2018	3,17%	LAR
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	375,0	27/4/2018	3,35%	LAR
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
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	364,0	27/4/2018	3,28%	LAR
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	Nación	Argentina	Lete	USD	400	455,0	10/8/2018	3,35%	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
05/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	360,0	28/5/2018	3,17%	LAR
05/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	452,0	24/8/2018	3,34%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	224,0	26/1/2018	2,85%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	364,0	15/6/2018	3,10%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	428	532,0	30/11/2018	3,40%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	4.164	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	224,0	9/2/2018	2,85%	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	450	364,0	29/6/2018	3,10%	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	500	273,0	13/4/2018	2,94%	LAR
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
07/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	196,0	9/2/2018	2,80%	LAR
07/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	300	350,0	13/7/2018	3,07%	LAR
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 + 615 p.b.	LAR
08/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	600	196,0	23/2/2018	2,80%	LAR
08/2017	Privado	EPEC	ON	USD	100	5,0	17/8/2022	7,00%	LAR
08/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.632	2,8	21/6/2020	TPM	LAR
08/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	450	203,0	16/3/2018	2,81%	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	600	182,0	16/3/2018	2,78%	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	224,0	11/5/2018	2,85%	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	1.251	4,5	3/4/2022	Badlar+200 p.b.	LAR
10/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	210,0	11/5/2018	2,83%	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	209,0	24/5/2018	2,82%	LAR
10/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	364,0	26/10/2018	3,10%	LAR
10/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	700	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	217,0	15/6/2018	2,84%	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	217,0	29/6/2018	2,84%	LAR
11/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	450	357,0	16/11/2018	3,09%	LAR
11/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	849	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	1.519	2,4	28/4/2020	CER+2,25%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	ARS	482	91,0	16/3/2018	26,50%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	ARS	346	119,0	13/4/2018	26,25%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	ARS	235	182,0	15/6/2018	25,75%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	ARS	341	273,0	14/9/2018	25,60%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.233	1,1	15/1/2019	CER+4,25%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.793	1,3	15/4/2019	CER+4,25%	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	900	210,0	13/7/2018	2,83%	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	555	84,0	16/3/2018	26,50%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	ARS	555	112,0	13/4/2018	26,25%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	ARS	555	175,0	15/6/2018	25,75%	LAR
12/2017	Nación	Argentina	Lete	ARS	555	266,0	14/9/2018	25,50%	LAR
TOTAL					121.588				

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