



OBSERVATORIO
DE LA DEUDA EXTERNA

Séptimo Informe de la Deuda Externa

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

Septiembre de 2017



Universidad Metropolitana
para la Educación y el Trabajo

1. INTRODUCCIÓN

1.1 LA DEUDA SIGUE CRECIENDO Y LA FUGA DE CAPITALES NO SE DETIENE, AHORA ACELERADA POR LA MACROECONOMÍA Y EL DÉFICIT COMERCIAL

El déficit en sector externo de la economía argentina sigue siendo, con muy alto protagonismo, la fuente principal de fragilidad macroeconómica y el estímulo determinante (junto con el déficit fiscal), del extraordinario crecimiento de la deuda externa ocurrido desde diciembre del 2015 a la fecha.

Mirado en términos estructurales la economía argentina en 2017 no genera dólares netos en su flujo comercial externo, se financia con endeudamiento (agresivo) en el exterior y también en el mercado interior permitiendo dolarizar carteras con compromisos tomados en pesos que luego el tesoro deberá afrontar en moneda extranjera. Los ingresos de los flujos provenientes de esas colocaciones en bonos, los fondos provistos para financiar los déficits estructurales de la economía, se esterilizan a través de una tasa de interés en pesos elevada, lo que incentiva un circuito altamente especulativo llamado en términos retóricos en nuestro país y desde la última dictadura militar “bicicleta financiera” (y técnicamente *carry trade*, por los agentes de mercado), que es la base de la explicación de los ingresos de capitales especulativos externos, que superan largamente los raquíuticos ingresos observados para la *Inversión Extranjera Directa* destinada a la economía real.

En pocas palabras, la economía acelera la cuota de endeudamiento porque además de las necesidades de cubrir la caja fiscal, ahora esos recursos se hacen más necesarios porque ese déficit encontró un “mellizo” que es el comercial externo y para poder financiar la apertura importadora, el Estado gobernado por Cambiemos, usa la deuda externa para financiar el desajuste comercial y la fuga de capitales.

Por otro lado, además de las necesidades de contar con fondos para atender las importaciones, los recursos girados al exterior por la cuenta de *Utilidades, Dividendos y otras rentas* actualmente es superior al ingreso provocado por la *Inversión Extranjera Directa*. En otras palabras, la deuda externa está financiando los desajustes del sector externo, que si consideramos el atesoramiento en moneda extranjera, los pagos al exterior y los desembolsos por *Turismo* fuera de Argentina, $\frac{3}{4}$ partes del endeudamiento marchan a financiar un sistema de valorización financiera que impide el despegue de la economía argentina (por las altas tasas de LEBACS que permiten la bicicleta financiera y desestimulan la inversión en la actividad productiva).

1.2 FUGA QUE ATEMORIZA POR SU MONTO Y NO SE DETIENE

Según los últimos datos publicados en el Balance Cambiario del Banco Central de la República Argentina (BCRA), se observa que tan sólo en el mes de julio se fugaron en concepto de *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero* USD -2.474 millones, un 142,5% más en relación al mes previo (USD -1.020 millones en junio), mientras que en el mes de agosto se fugaron otros USD -3.165 millones más, un 27,9% más que en julio.

Con esta última cifra el egreso neto de moneda extranjera por fuga simple alcanza un máximo desde noviembre de 2011, incluso superando en un 57,1% el monto máximo de ingresos netos por FAE del SPNF registrado desde comienzos de la nueva gestión (USD 2.015 millones en diciembre de 2016; mes en el que se llevó a cabo la primera etapa del Sinceramiento Fiscal).

Asimismo, si tomamos los primeros 8 meses de 2017 se advierte que hubo egresos netos de divisas por atesoramiento por USD -13.317 millones; monto que supera al de igual período del año 2015 en un 202%. Si a dicha salida se le adicionan los USD -9.951 millones fugados bajo ese concepto en el año 2016, entonces se obtiene un resultado desde diciembre de 2015 a fines de agosto 2017 que exhibe una salida (neta) de divisas por atesoramiento en moneda extranjera por aproximadamente USD -25.292 millones.

*Si se analizan las cifras que corresponden únicamente a los **egresos brutos** de atesoramiento del SPNF, se detecta que entre enero y agosto de 2017 egresaron unos USD -30.117 millones. De esta forma, y si se suman los USD -28.554 millones egresados en 2016, el total para la gestión Cambiemos asciende a USD -60.900 millones.*

Con respecto a la salida de capitales en concepto de giros de divisas al exterior por *Utilidades, Dividendos y Otras Rentas*, en tan sólo los primeros 8 meses de 2017 se giraron USD -1.454 millones. El giro de divisas total desde el comienzo de la nueva gestión alcanza pues los USD -4.615 millones. En concepto de *Turismo*, adicionalmente otro elemento importante al analizar la fuga de divisas de nuestra economía, se calcula un egreso de capitales de USD -6.109 millones tan sólo entre enero y agosto de 2017, un 36% más que en enero-agosto de 2016 y un 43% más que en enero-agosto de 2015.

En total, y contando los USD -6.674 millones egresados bajo dicho concepto en 2016, el egreso de divisas total por Turismo desde diciembre de 2015 supera los USD -13.426 millones.

Por último, en concepto de *Intereses de la Deuda Externa*, se calculan salidas por USD -4.436 millones para los primeros 8 meses de este año. La cifra final para la gestión completa de Cambiemos alcanza los USD -18.080 millones, de los cuales USD -12.526 millones corresponden al año 2016.

En total, se estima que la fuga de capitales, calculada como la salida de moneda extranjera en concepto de *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero*, giro de *Utilidades, Dividendos y Otras Rentas*, y *Turismo*, es de USD -3.476 millones en julio de este año, y de USD -4.076 millones en agosto 2017. Para lo que va de 2017, se calculan egresos netos por USD -20.879 millones. Si se adicionan los USD -19.731 millones fugados en 2016, la fuga total de diciembre de 2015 a julio de 2017 asciende a **USD -43.334 millones**.

Si además se agregaran 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 -61.414 millones**: USD -32.257 millones en 2016, más USD -25.315 millones en lo que va de 2017.

En síntesis, la posibilidad de que el ahorro interno y externo financie algún mecanismo de acumulación de capital productivo en la economía argentina en este contexto resulta económicamente inviable. Todo el ahorro interno marcha inducido por las políticas económicas a la especulación y valorización financiera, y los ingresos por deuda externa nueva van a atender primero el déficit fiscal, adicionando ahora el déficit comercial que ya resulta irrefrenable en el corto y mediano plazo y, como precisamos, a financiar la fuga de capitales en sentido amplio.

Un mecanismo de expulsión vía fuga de este tipo y nivel no se visualiza en ninguna economía intermedia que pretenda, como mercados emergente, convertirse en destino de inversiones productivas. La emisión de deuda es una solución que en el corto plazo esconde debajo de la alfombra los desequilibrios de la economía nacional, siendo las expectativas futuras de ésta y las condiciones de vida de los trabajadores muy desalentadoras tomando en cuenta la tendencia y los últimos datos oficiales.

2. EMISIONES DE DEUDA

2.1 EMISIONES DEL TESORO NACIONAL EN MONEDA EXTRANJERA

A principios de agosto el Tesoro Nacional realizó una nueva ampliación del Bonar 2024 por un monto estimado de VN USD 3.000 millones, y tuvo como destino actuar como garantía para activar el último tramo de un préstamo total de VN USD 6.000 millones que había sido acordado con los bancos Santander, BBVA, Citi, Deutsche, HSBC y JP Morgan a inicios de este año. El Bonar 2024 fue emitido por primera vez en abril de 2014 bajo legislación local, con fecha de vencimiento el 7 de mayo de 2024, y cupón de 8,75%.

Si se consideran los VN USD 22.051 millones emitidos en total en el año 2016, y se adicionan los VN USD 24.222 millones emitidos desde comienzos de 2017, obtenemos que desde inicios de la gestión de Cambiemos el Tesoro Nacional ha emitido deuda en los mercados internacionales de crédito en moneda extranjera y bajo legislación extranjera y local por más de VN USD 46.273 millones.

2.2 EMISIONES DE LETES DEL TESORO NACIONAL EN MONEDA EXTRANJERA

Durante fines de agosto y principios de septiembre, el Tesoro Nacional emitió aproximadamente VN USD 1.750 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 13.768 millones, a un plazo promedio de 295 días.

De esta forma, si a las emisiones totales del Tesoro en moneda extranjera por VN USD 46.273 millones se le adicionan las Letes en dólares, el total de emisiones Nacionales en moneda extranjera para la gestión completa asciende a los VN USD 60.041 millones.

2.3 EMISIONES DEL TESORO NACIONAL EN MONEDA LOCAL

A fines de agosto el Tesoro Nacional realizó una ampliación por VN \$ 29.399 millones de los títulos en pesos ajustables por la tasa de política monetaria (emitidos originalmente en junio de este año), bajo legislación local, y con vencimiento el 21 de junio de 2020.

El total emitido desde comienzos de 2017 alcanza los VN \$ 159.724 millones. Si se adicionan los VN \$ 219.090 millones más emitidos en el año 2016, entonces desde fines de 2015 se contabiliza una emisión total en pesos bajo legislación local por parte del Estado Nacional de VN \$ 378.814 millones, a un plazo promedio de 4,8 años.

2.4 EMISIONES DE LAS PROVINCIAS EN MONEDA EXTRANJERA

El 20 de septiembre la Provincia de Jujuy realizó su primera emisión de deuda en moneda extranjera en los mercados internacionales. Emitió VN USD 210 millones bajo legislación Nueva York, con vencimiento el 20 de septiembre de 2022 (plazo de 5 años) y cupón de 8,63%.

Desde inicios de 2017 se registran emisiones provinciales en moneda extranjera bajo legislación extranjera por VN USD 4.618 millones, mientras que para la gestión 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 y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires por VN USD 11.622 millones, a un plazo promedio de 8,16 años.

2.5 EMISIONES DEL SECTOR CORPORATIVO EN MONEDA EXTRANJERA

Entre mediados de agosto y principios de septiembre, las empresas *Asociados Don Mario*, *Empresa Provincial de Energía de Córdoba (EPEC)*, e *IRSA* se endeudaron en dólares en los mercados internacionales de crédito por VN USD 260 millones, bajo legislación local.

En lo que va del año, 24 empresas del Sector Corporativo se han endeudado por VN USD 3.911 millones, y desde inicios de la gestión Cambiemos se registran 36 empresas endeudadas en dólares bajo legislación local y extranjera por un total de VN USD 9.603 millones, a un plazo promedio de 6,1 años.

2.6 EMISIONES TOTALES

Si se consideran en conjunto las emisiones de deuda en los mercados, de deuda del Tesoro Nacional (títulos públicos más Letes del Tesoro en dólares), de las Provincias y del Sector Corporativo, tanto en moneda local como extranjera, y tanto bajo legislación local como extranjera, se obtiene que en lo que va del año se han emitido VN USD 55.930 millones.

Si se tienen en cuenta los VN USD 47.656 millones ya emitidos en 2016, desde inicios de la gestión de Cambiemos hasta la actualidad el total emitido asciende a más de VN USD 103.587 millones.

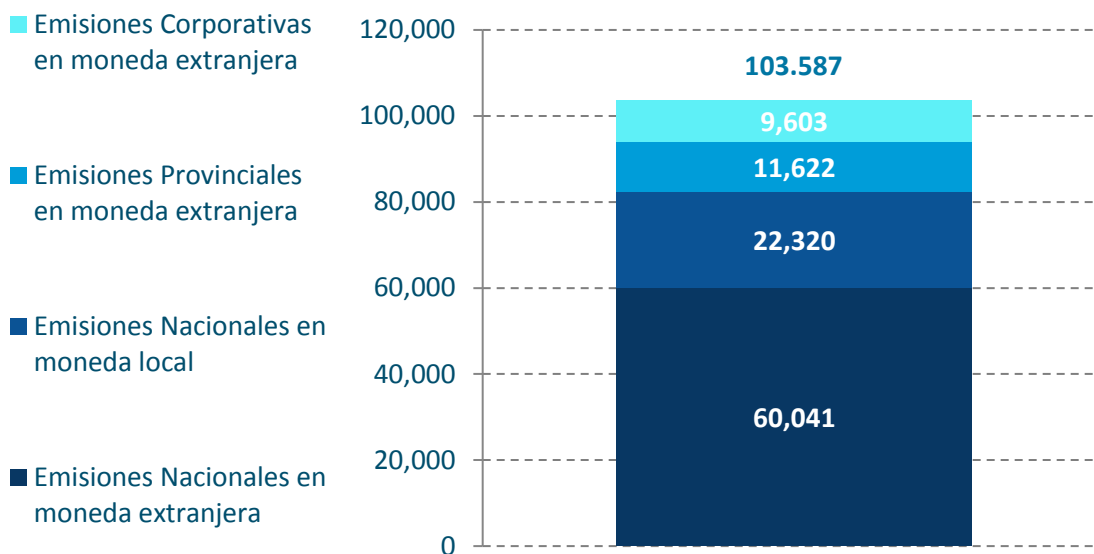
De allí, solamente el Tesoro Nacional (títulos públicos en moneda extranjera y en pesos, más Letes del Tesoro en dólares) es responsable de VN USD 34.960 millones emitidos en 2016, VN USD 47.401 millones emitidos en lo que va de 2017, y VN USD 82.361 millones emitidos durante la gestión completa.

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

Diciembre de 2015 a principios de septiembre 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 principios de septiembre de 2017.

3. FUGA DE CAPITALS

Según los últimos datos publicados en el Balance Cambiario del Banco Central de la República Argentina (BCRA), se observa que tan sólo en el mes de julio se fugaron en concepto de *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero* (FAE del SPNF) USD -2.474 millones, un 142,5% más en relación al mes previo (USD -1.020 millones en junio), mientras que en el mes de agosto se fugaron otros USD -3.165 millones más, un 27,9% más que en julio.

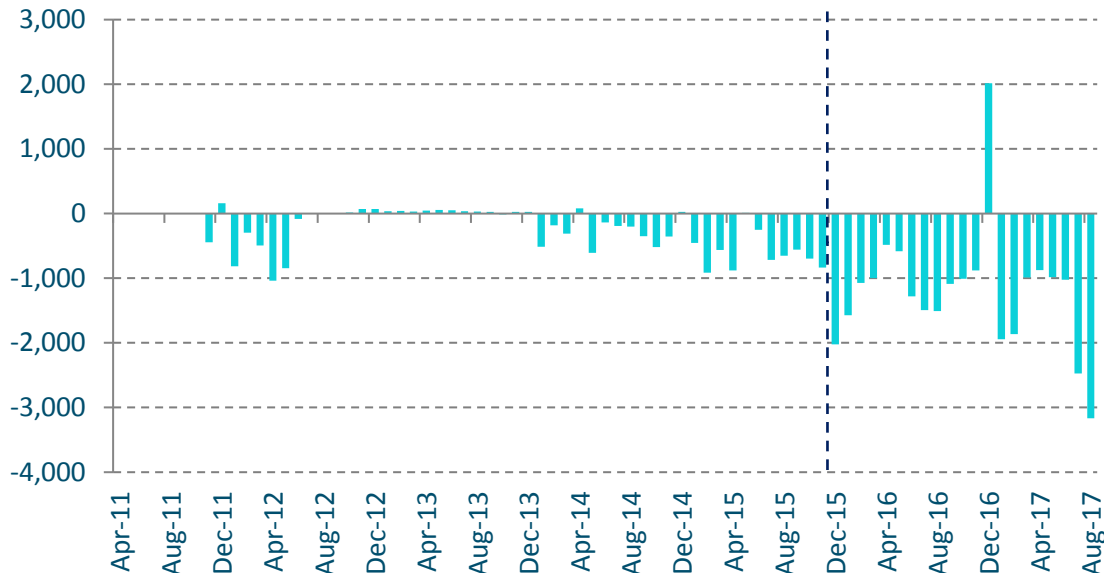
Con esta última cifra el egreso neto de moneda extranjera por FAE alcanza un máximo desde noviembre de 2011, incluso superando en un 57,1% el monto máximo de ingresos netos por FAE registrado desde comienzos de la nueva gestión (USD 2.015 millones en diciembre de 2016; mes en el que se llevó a cabo la primera etapa del Sinceramiento Fiscal).

Asimismo, si tomamos los primeros 8 meses de este año notaremos que hubo egresos netos de divisas por FAE por USD -13.317 millones; cifra que supera a la de igual período del año 2015 en un 202%. 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 (neto) del país divisas por FAE del SPNF por aproximadamente USD -25.292 millones.

Gráfico 2: FAE del SPNF

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA



Si se analizan las cifras que corresponden únicamente a los egresos brutos de FAE del SPNF, se observa que entre enero y agosto de 2017 egresaron unos USD -30.117 millones; un 86% más que en igual período de 2016 y un 380% 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 Cambiemos asciende a USD -60.900 millones.

Con respecto a la salida de capitales en concepto de giros de divisas al exterior por *Utilidades, Dividendos y Otras Rentas*, en tan sólo los primeros 8 meses de 2017 se giraron USD -1.454 millones, un 775% 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 -4.615 millones.

En concepto de *Turismo*, otro elemento importante al analizar la salida de divisas de nuestra economía, se calcula un egreso de capitales de USD -6.109 millones tan sólo entre enero y agosto de 2017, un 36% más que en enero-agosto de 2016 y un 43% más que en enero-agosto de 2015. En total, y contando los USD -6.674 millones egresados bajo dicho concepto en 2016, el egreso de divisas total por Turismo desde diciembre de 2015 supera los USD -13.426 millones.

Por último, en concepto de *Intereses de la Deuda* pagados al extranjero, se calculan salidas netas de divisas por USD -4.436 millones para los primeros 8 meses de este año. La cifra final para la gestión completa de Cambiemos alcanza los USD -18.080 millones, de los cuales USD -12.526 millones corresponden al año 2016.

En total, se estima que la fuga de capitales, calculada como la salida de moneda extranjera en concepto de *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero, giro de Utilidades, Dividendos y Otras Rentas, y Turismo*, es de USD -3.476 millones en julio de este año (lo que implica una suba del 83% en relación al mes previo), y de USD -4.076 millones en agosto de este

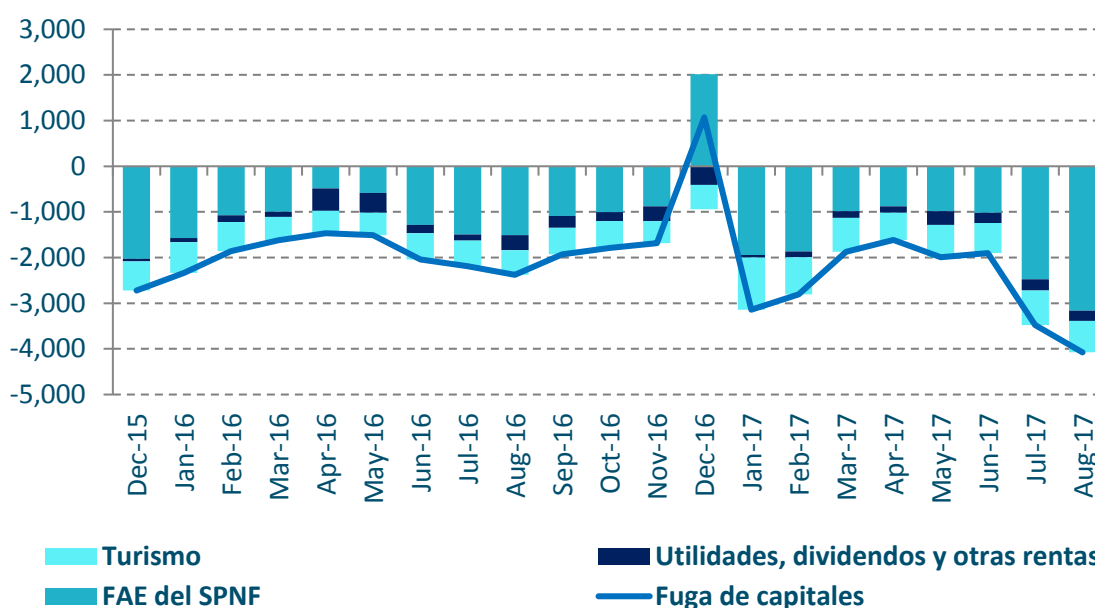
año. Para lo que va de 2017, se calculan egresos netos por USD -20.879 millones: un 36% y 136% más que en enero-agosto de 2016 y de 2015, respectivamente. Si se adicionan los USD -19.731 millones fugados en 2016, la fuga total de diciembre de 2015 a julio de 2017 asciende a USD -43.334 millones.

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 -61.414 millones: USD -32.257 millones en 2016, más USD -25.315 millones en lo que va de 2017.

Gráfico 3: Fuga de capitales y componentes: FAE del SPNF, Utilidades, dividendos y otras rentas, y Turismo

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA



4. EL SECTOR EXTERNO

Con el inicio de la gestión de Cambiemos se procedió a la desarticulación de las políticas de administración de la Cuenta Capital y Financiera, la desregulación del mercado cambiario, y la apertura comercial. El impacto sobre el desempeño de las cuentas externas fue inmediato.

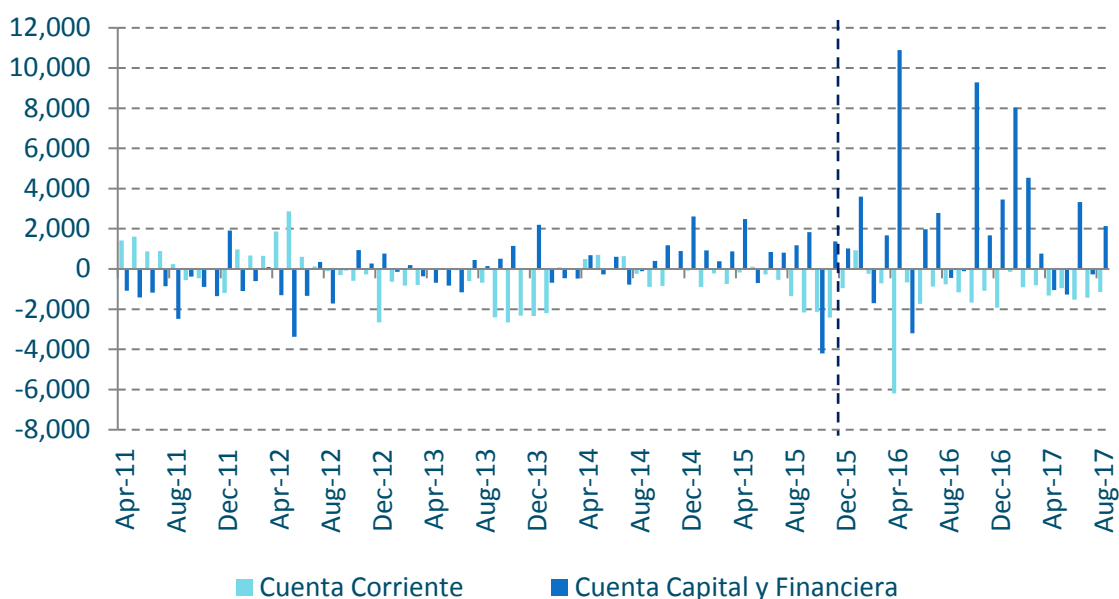
A partir de datos del Balance Cambiario publicado por el BCRA pueden observarse dos tendencias. Por un lado, el persistente déficit de Cuenta Corriente, que toca un máximo desde enero de 2003 (el comienzo de la serie) en abril de 2016 (USD -6.198 millones). Por otro lado, el fuerte salto en la Cuenta Capital y Financiera desde comienzos de la gestión de Mauricio Macri, la cual alcanza un máximo de USD 10.892 millones en abril de 2016; el mes en el que se realizó la emisión de deuda por la extraordinaria suma de USD 16.383 millones (destinada en gran parte al pago a los fondos buitres).

Los números son contundentes: en lo que va de este año se ha acumulado un déficit en Cuenta Corriente y un superávit en Cuenta Capital y Financiera de USD -8.225 millones y USD 16.190 millones, respectivamente, un 102,5% y 137,7% más en relación al déficit y superávit acumulado de 2015 para el mismo período (USD -4.062 millones y USD 6.812 millones). Para la gestión completa (diciembre de 2015 a agosto de 2017) la salida neta de divisas por la Cuenta Corriente asciende a USD -25.290 millones, mientras que la entrada neta de divisas por la Cuenta Capital y Financiera asciende a USD 47.091 M (dónde tal sólo en 2016 ingresaron USD 29.885 millones).

Gráfico 4: Cuenta corriente, y Cuenta Capital y Financiera

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA



Evidentemente, los ingresos de divisas a través de la Cuenta Capital y Financiera han estado cubriendo los egresos de divisas de la Cuenta Corriente. Sin embargo, el abultado superávit de la Cuenta Capital y Financiera no se debe precisamente a la “lluvia de inversiones” prometida por el gobierno de Cambiemos. Por el contrario, representa meramente un cúmulo de pasivos, que continúa creciendo a partir de las emisiones de deuda pública con tenedores extranjeros.

En efecto, a pesar de los elevados costos sociales y económicos provocados por las políticas del gobierno nacional con la finalidad última de atraer inversiones del exterior (apertura comercial indiscriminada, desregulación de los flujos de capitales especulativos, flexibilización laboral, etc.), el superávit de la Cuenta Capital y Financiera no se debe precisamente al componente de *Inversión extranjera directa* (IED). Según los números del Balance Cambiario, éste no sólo no ha mostrado un alza significativa en relación a los años previos sino que además ha resultado inferior o igual a la salida neta de divisas en concepto de remisión de utilidades al exterior de la Cuenta Corriente: entre diciembre de 2015 y agosto de 2017 ingresaron USD 4.305 millones por *Inversión extranjera directa* a la vez que egresaron USD -4.616 millones por *Utilidades, Dividendos y otras rentas*.

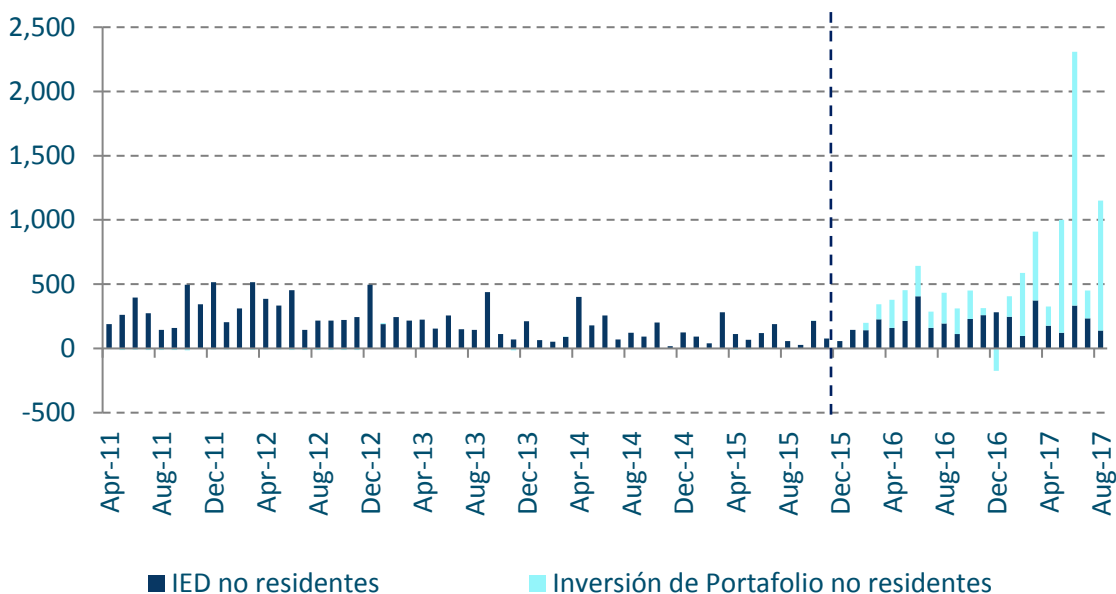
A partir del Gráfico 5 se observa que, a diferencia del discurso que el oficialismo pretende instalar, la *Inversión Extranjera Directa de no residentes* no sube significativamente con el comienzo de la gestión Cambiemos, sino que se mantiene en niveles relativamente estables y similares al del promedio para el período 2011-2015, cuando la Argentina se encontraba “aislada del mundo”.

Los números lo demuestran: para el año 2016 completo se registra una *IED de no residentes* de USD 2.523 millones, sin embargo esta cifra está por debajo de las obtenidas en los años 2011 y 2012 (USD 3.502 millones y USD 3.744 millones, respectivamente), y no dista de forma significativa de la cifra para el año 2013 (USD 2.413 millones), ni del promedio para los años completos 2011-2015 (USD 2.533 millones). Algo similar ocurre para el período enero-agosto de 2017, donde se registran ingresos netos por *IED de no residentes* por USD 1.725 millones, cifra inferior o similar a la del mismo período de los años 2011 (USD 1.989 millones), 2012 (USD 2.564 millones) y 2013 (USD 1.581 millones), y del promedio 2011-2015 (USD 1.666 millones).

Gráfico 5: Cuenta Capital y Financiera, y subcuentas principales: IED de no residentes e Inversión de Portafolio de no residentes

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA



En cambio, sí se observa un marcado incremento en la subcuenta de *Inversión de Portafolio de no residentes* (Gráfico 5), la cual alcanza un máximo desde comienzos de la serie en junio de 2017 de USD 1.975 millones. En particular, el salto se evidencia desde enero de 2017, mes en el que se remueve el plazo de permanencia mínimo para las Inversiones de Portafolio. Los números son verdaderamente alarmantes: en el año 2016 se registran ingresos netos por esta subcuenta de USD 1.539 millones, cuando el promedio para los años 2011-2015 era de un egreso neto de USD -70 millones; mientras que para el período enero-agosto de 2017 se registran ingresos netos por *Inversión de Portafolio de no residentes* por USD 5.413 millones, cuando el promedio para el mismo período de 2011-2015 era de un egreso neto de USD -46 millones (dato que implica una

suba de 337,6% con respecto a enero-agosto de 2016, y de 13.583,2% con respecto a enero-agosto de 2015).

Es importante destacar aquí que en esta subcuenta se registran los ingresos/egresos de divisas provenientes de la compra/venta de instrumentos financieros denominados en pesos o en dólares en los mercados secundarios por parte de no residentes. Aquí se registran pues las famosas operaciones de *carry trade*. ¿En qué consisten estas operaciones? 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. Demás está aclarar que estas operaciones de arbitraje, tan populares desde la llegada de Federico Sturzenegger al mando del BCRA, tienen efectos nulos sobre el entramado productivo local.

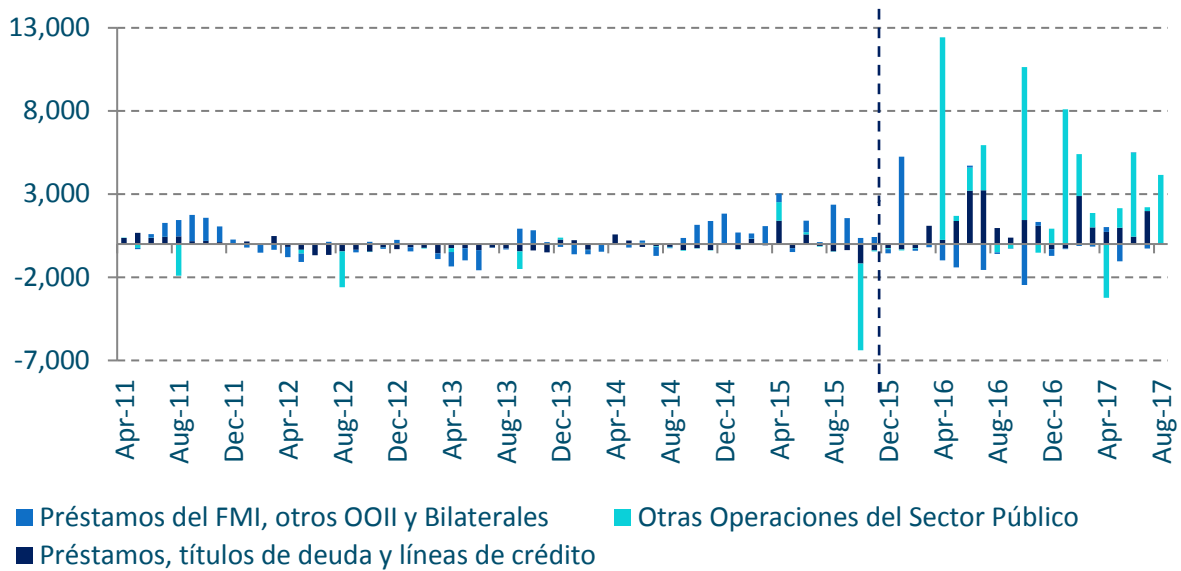
En paralelo, se observa en la Cuenta Capital y Financiera un alza significativa en las subcuentas de *Otras Operaciones del Sector Público, y Préstamos, títulos de deuda y líneas de crédito* (Gráfico 6), donde se registra la deuda neta (neta del pago de vencimientos) tomada por el Tesoro Nacional por un lado, y las Provincias y Corporativos por el otro. El salto se evidencia particularmente desde abril de 2016.

En particular, se registran ingresos netos de divisas por endeudamiento del Gobierno Nacional (en *Otras Operaciones del Sector Público*) para el año 2016 por USD 25.267 millones, para enero-agosto de 2017 por USD 18.857 millones, y para lo que va de la gestión completa de Cambiemos por USD 44.072 millones. Estas cifras resultan altísimas si se las contrastan con el promedio para los años 2011-2015 (USD -2.210 millones) y con el promedio para el período enero-agosto para los años 2011-2015 (USD -962 millones); período donde se verificó un sustancial desendeudamiento externo. Algo similar ocurre en la cuenta *Préstamos, títulos de deuda y líneas de crédito*, con ingresos netos de divisas por endeudamiento del Sector Provincial y Privado en conjunto de USD 12.176 millones para 2016, USD 7.771 millones para lo que va de 2017, y USD 19.697 millones desde diciembre de 2015.

Gráfico 6: Cuenta Capital y Financiera, y subcuentas principales: Otras Operaciones del Sector Público; Préstamos, títulos de deuda y líneas de crédito; y Préstamos al FMI, otros OOII y Bilaterales

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA



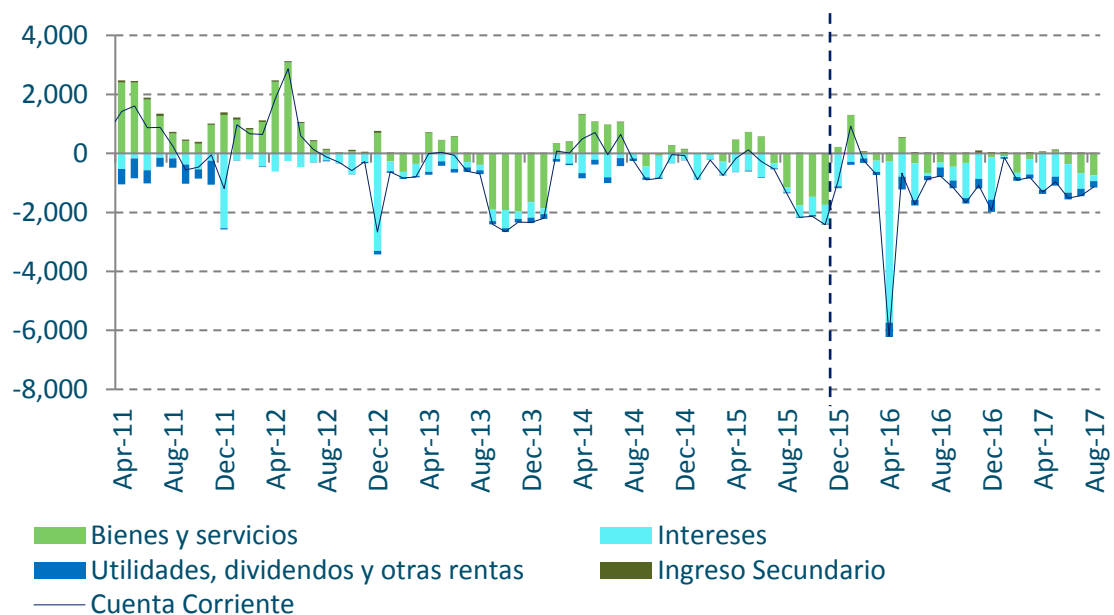
Son entonces (a) el descomunal endeudamiento y (b) el ingreso fugaz de divisas por *carry trade* a partir de la Cuenta Capital y Financiera los que permiten cubrir el actual déficit de Cuenta Corriente.

Sin embargo, ¿exactamente qué partidas de la Cuenta Corriente están siendo financiadas por esas divisas?. Por un lado, y como se presentó en la Sección anterior, las divisas que ingresan por la Cuenta Capital y Financiera cubren los egresos netos de *Utilidades, dividendos y otras rentas*, así como los pagos netos de *Intereses de la deuda*. Por otro lado, cubren el actual déficit comercial (Gráfico 7).

Gráfico 7: Cuenta Corriente y subcuentas

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA



En efecto, según estadísticas del Intercambio Comercial Argentino (ICA) publicado por INDEC, el balance comercial de bienes para enero-agosto de 2017 resulta deficitario en USD -4.498 millones; el déficit comercial más alto desde 1990 para similar período. Para el año 2017 completo el panorama tampoco mejora: estimamos un déficit de aproximadamente USD -3.800 millones.

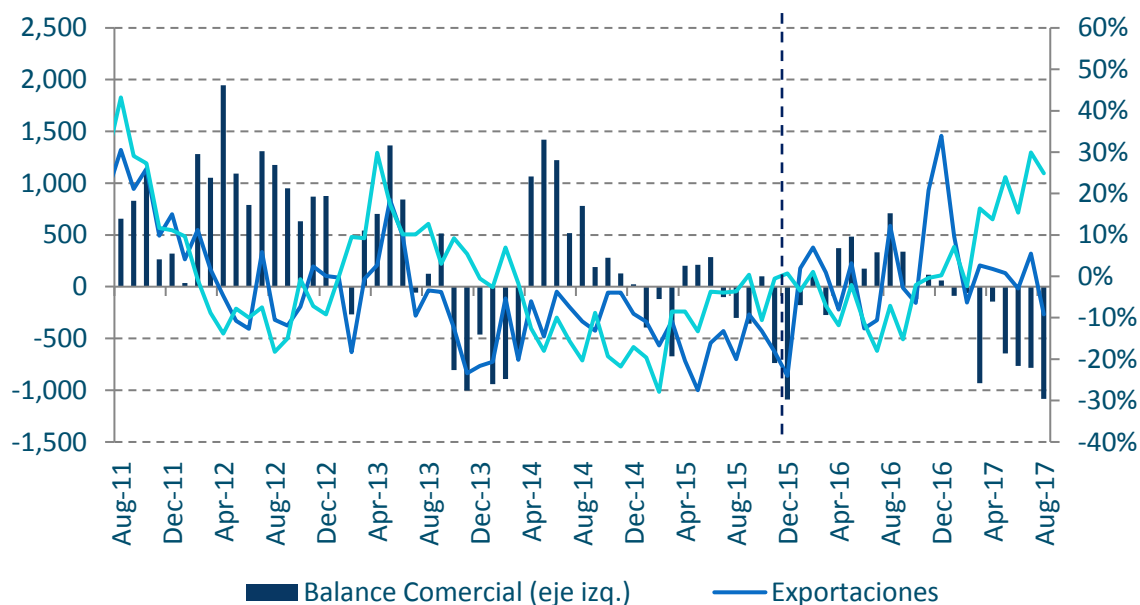
Lamentablemente el sendero de la balanza comercial parece haber empeorado con las medidas aperturistas de Mauricio Macri (como la eliminación de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI) en diciembre de 2015), incluso a pesar de la recesión económica inducida por las propias medidas de política económica llevadas a cabo por el oficialismo. Efectivamente, en lugar de reducirse, las importaciones han estado creciendo fuertemente, e incluso superando la evolución relativamente más estable de las exportaciones.

Según datos del ICA, mientras que entre enero-agosto de 2016 y enero-agosto de 2017 las exportaciones cayeron un 0,1%, las importaciones subieron un 16,7%. De forma similar, y observando las variaciones del mes de agosto de 2017 con respecto a igual mes del año previo, mientras que entre agosto de 2016 y agosto de 2017 las variaciones interanuales de las exportaciones cayeron en 21 p.p., las variaciones interanuales de las importaciones subieron en 32 p.p.

Gráfico 8: Balance Comercial de bienes, Exportaciones e Importaciones

Balance Comercial en millones de USD, Exportaciones e Importaciones en Variación % i.a.

Fuente: ICA, INDEC



5. LA DEUDA FINANCIERA LA FUGA DE CAPITALES Y EL DÉFICIT COMERCIAL

Como se observa a partir de las Secciones 3 y 4, el sendero económico actual caracterizado por el déficit fiscal, déficit de Cuenta Corriente (liderado por el déficit comercial, única fuente genuina de divisas), y fuga de divisas se ha sostenido únicamente a partir del endeudamiento externo y los

capitales que ingresan a través de “la bicicleta financiera” por la Cuenta Capital y Financiera (Cuadro 1).

Cuadro 1: Cuenta Corriente, y Cuenta Capital y Financiera

Diciembre de 2015 a agosto de 2017

En millones de USD

Fuente: Balance Cambiario, BCRA

Cuenta Corriente	-25.290
<i>Balance Comercial de bienes y servicios</i>	-3.287
<i>Servicios de Turismo</i>	-13.426
<i>Utilidades, Dividendos y Otras rentas</i>	-4.616
<i>Intereses</i>	-18.081
<i>Ingreso Secundario</i>	694
Cuenta Capital y Financiera	47.091
<i>IED de no residentes</i>	4.305
<i>Inversión de Portafolio de no residentes</i>	6.946
<i>FAE del SPNF</i>	-25.292
<i>Otras Operaciones del Sector Público</i>	44.072
<i>Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito</i>	19.697
<i>Resto</i>	-2.637

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

En efecto, el endeudamiento masivo en moneda extranjera por parte del Tesoro Nacional, las Provincias y el Sector Privado ha estado financiando tanto la fuga de capitales como el déficit comercial (además del déficit fiscal).

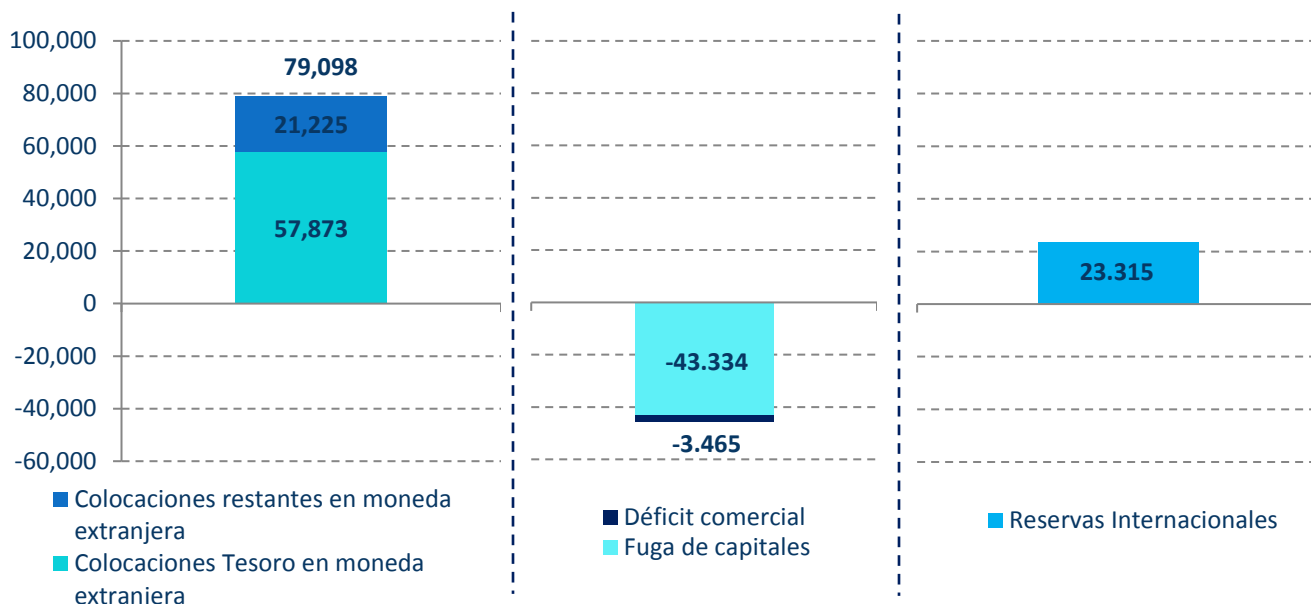
Según cálculos propios, se estima que el 75% y 6% de la deuda en moneda extranjera tomada por el Tesoro Nacional durante la gestión de Mauricio Macri se ha destinado a financiar la totalidad de la fuga de capitales y del déficit comercial, respectivamente (Gráfico 9).

Gráfico 9: Colocaciones de deuda totales y del Tesoro Nacional en moneda extranjera (acumulado), Fuga de capitales (acumulado), Déficit comercial (acumulado), y Reservas Internacionales (variación)

Diciembre de 2015 a agosto/mediados de septiembre de 2017

En millones de USD

Fuente: Ministerio de Finanzas, Bloomberg, ICA (INDEC) 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.

Los números resultan aún más preocupantes cuando se tiene en cuenta que el déficit comercial y la fuga de capitales (acumulados) representan una porción significativa de las Reservas Internacionales de las que dispone la autoridad monetaria: específicamente, representan un 15% y 186%, respectivamente, de la suba (variación) de las Reservas Internacionales para el período de la gestión de Cambiemos (Gráfico 9).

Dicho andamiaje deja a la Argentina en una situación de extrema vulnerabilidad ante un revés en las condiciones de financiamiento en los mercados internacionales. En efecto, si se desencadenase un eventual fenómeno externo desafortunado para las economías emergentes (algo plausible en el actual contexto económico mundial de fuerte inestabilidad), un retorno de los capitales de corto plazo a los países céntricos (*flight to quality*) bastaría para desarmar la ilusión sobre la que se sostiene el modelo económico actual, con consecuencias ya conocidas para el pueblo argentino: default de la deuda externa, mega devaluación y una aguda crisis socioeconómica sobre los estratos más vulnerables de la población.

Efectivamente, con los crecientes pagos de intereses por la deuda externa tomada actualmente, sólo una verdadera “lluvia de inversiones extranjeras” podría salvar el rumbo económico.

6. EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA

6.1 EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA DEL SECTOR CORPORATIVO

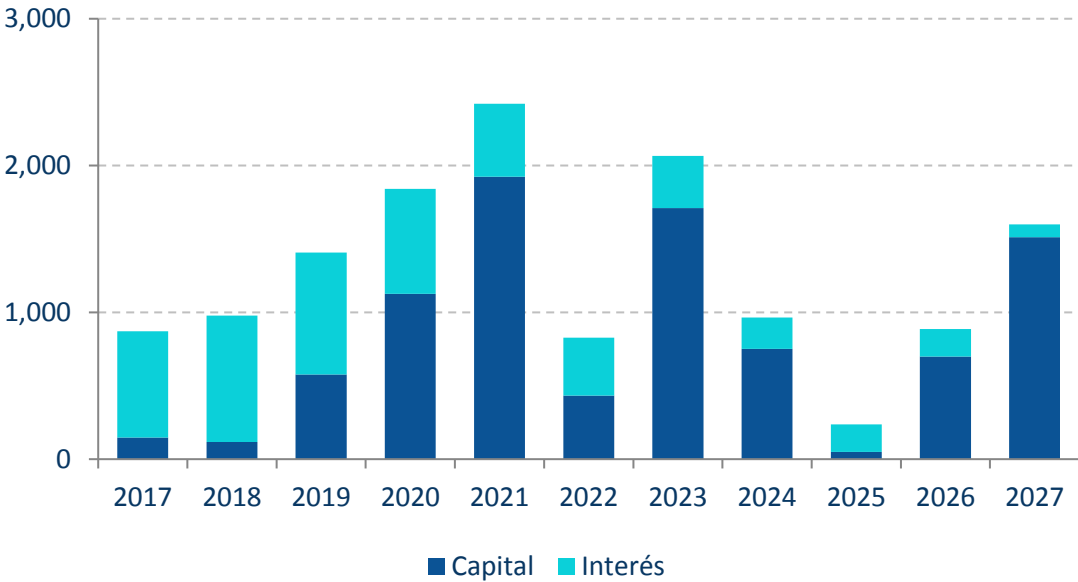
Si se toman las emisiones de deuda en moneda extranjera que ha realizado el Sector Corporativo desde principios de la gestión de Cambiemos, los vencimientos de capital e interés para la deuda

Corporativa en su totalidad se estiman en aproximadamente USD 870 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 10: Perfil anual de vencimientos de la deuda del Sector Corporativo en moneda extranjera, discriminando por capital e interés

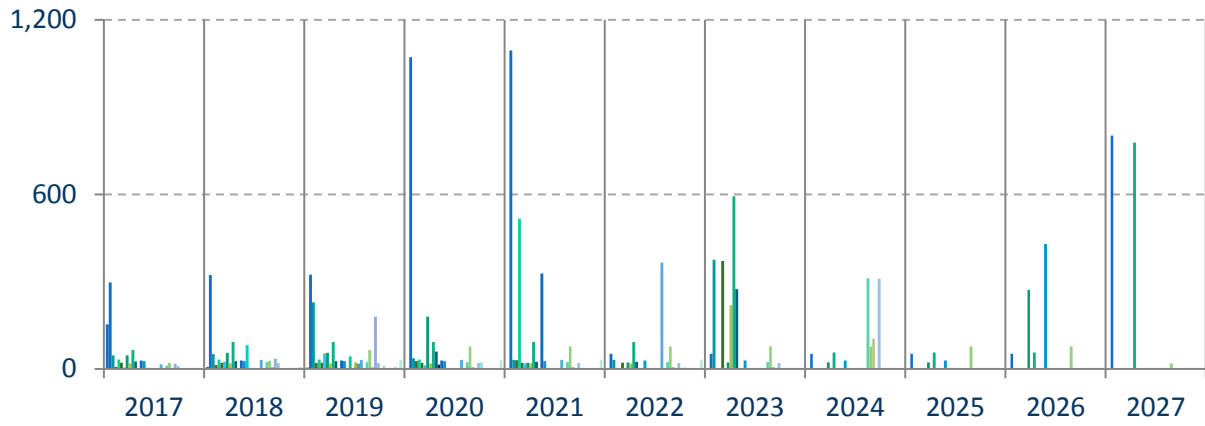
En millones de USD
Emisiones desde diciembre de 2015
Años 2017-2027
 Fuente: Bloomberg



En lo que hace a cada empresa en particular (Gráfico 11), 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 4.300 millones, seguida por *Pampa Energía* (USD 2.100 millones).

Gráfico 11: 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



- | | | |
|------------------------------|---------------------------|-------------------------|
| ■ Agrofina | ■ YPF | ■ IRSA |
| ■ EDESA | ■ Cablevision | ■ Arcor |
| ■ John Deere | ■ Banco Galicia | ■ CLISA |
| ■ Pampa Energía | ■ Generación Mediterránea | ■ Central Guemes |
| ■ Cía. Gral. de Combustibles | ■ Banco Macro | ■ Telecom Personal |
| ■ Celulosa Arg | ■ EURO | ■ Medanito |
| ■ Roch | ■ Genneia | ■ Ribeiro |
| ■ AES | ■ Aeropuertos Argentina | ■ Raghsa Construcciones |
| ■ Los Grobo Agropecuaria | ■ Capex | ■ Electronic System |
| ■ LIAG Argentina | ■ Red Surcos | ■ Agroempresa Colón |
| ■ MSU | ■ Banco Hipotecario | ■ Asoc. Don Mario |
| ■ EPEC | | |

ANEXO ESTADÍSTICO

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

Diciembre de 2015 a principios de septiembre 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	632	4,0	1/3/2020	Badlar+325pb	LAR
03/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	273	2,0	1/3/2018	Badlar+275pb	LAR
03/2016	Provincia	Buenos Aires	Bono	USD	1.250	8,0	16/3/2024	0,09	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	0,09	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	0,06	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	0,08	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	0,10	LNy
05/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	624	1,0	9/5/2017	Lebac 90 días	LAR
05/2016	Provincia	Neuquén	Bono	USD	235	12,0	12/5/2028	0,09	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	0,08	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	0,07	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	0,08	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	0,12	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	0,07	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	0,07	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	0,08	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	0,07	LNy
07/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	485	5,0	22/7/2021	2,50%	LAR
07/2016	Privado	Grupo Albanesi	ON	USD	250	7,0	27/7/2023	0,10	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	0,07	LAR
08/2016	Provincia	Chaco	Bono	USD	250	8,0	18/8/2024	9,38%	LNy
08/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	399	4,9	22/7/2021	0,03	LAR
09/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	896	1,5	5/3/2018	22,75%	LAR
09/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	791	2,0	19/9/2018	0,21	LAR
09/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	682	2,0	19/9/2018	21,20%	LAR
09/2016	Privado	John Deere Cía Fin	ON	USD	18	2,0	26/9/2018	0,06	LAR
10/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	2.946	5,0	3/10/2021	18,20%	LAR
10/2016	Nación	Argentina	Bono	EUR	1.401	5,3	15/1/2022	0,04	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	0,06	LNy
10/2016	Provincia	Buenos Aires	Bono	USD	500	10,7	15/6/2027	7,88%	LNy
10/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.341	7,0	17/10/2023	0,16	LAR
10/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	3.159	10,0	17/10/2026	15,50%	LAR
10/2016	Provincia	Córdoba	Bono	USD	150	10,0	27/10/2026	0,07	LNy
10/2016	Nación	Argentina	Bono	ARS	681	3,5	28/4/2020	2,25%	LAR
11/2016	Provincia	Santa Fe	Bono	USD	250	11,0	1/11/2027	0,07	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	0,07	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	0,05	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	0,07	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	Geneia	ON	USD	350	5,0	20/1/2022	0,09	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	0,06	LNy
01/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	3.750	10,0	26/1/2027	6,88%	LNy
01/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	692	4,5	22/7/2021	0,03	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	0,09	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	0,07	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	0,07	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	0,10	LNy
02/2017	Privado	Generacion Mediterranea	ON	USD	35	3,0	16/2/2020	8,00%	LAR
02/2017	Privado	Agrofiná	ON	USD	4	2,0	16/2/2019	0,07	LAR
02/2017	Privado	Banco Galicia	ON	USD	151	3,0	17/2/2020	Badlar+269pb	LAR
02/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	737	4,6	3/10/2021	0,18	LAR
02/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	266	6,7	17/10/2023	16,00%	LAR
02/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	387	9,7	17/10/2026	0,16	LAR
03/2017	Provincia	Córdoba	Bono	USD	510	7,5	1/9/2024	7,45%	LNy
03/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	270,0	15/12/2017	0,03	LAR
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	0,07	LNy
04/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.178	5,0	3/4/2022	Badlar+200pb	LAR
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	179,0	29/9/2017	0,03	LAR
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	256,0	15/12/2017	3,20%	LAR
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	375,0	13/4/2018	0,03	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	0,09	LNy
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	750	179,0	13/10/2017	2,90%	LAR
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	750	270,0	12/1/2018	0,03	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	0,06	LAR
04/2017	Nación	Argentina	Bono	USD	872	20,0	18/4/2037	7,63%	LAR
04/2017	Provincia	Neuquén	Bono	USD	366	8,0	27/4/2025	0,08	LNy
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	182,0	27/10/2017	2,86%	LAR
04/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	364,0	27/4/2018	0,03	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	0,07	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	0,08	LAR
05/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	600	182,0	10/11/2017	2,85%	LAR
05/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	400	455,0	10/8/2018	0,03	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	0,07	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	0,06	LAR
05/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	179,0	24/11/2017	2,84%	LAR
05/2017	Nación	Argentina	Lete	USD	500	360,0	28/5/2018	0,03	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	0,03	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	0,03	LAR
06/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	4.419	3,0	21/6/2020	TPM	LAR
06/2017	Privado	Red Surcos	ON	USD	5	2,0	27/6/2019	0,07	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	0,05	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	0,09	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	0,03	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	0,07	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	0,03	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	0,07	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	0,07	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	0,03	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	0,09	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	0,04	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	0,03	LAR
08/2017	Privado	EPEC	ON	USD	100	5,0	17/8/2022	7,00%	LAR
08/2017	Nación	Argentina	Bono	ARS	1.732	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	0,03	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	0,05	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	0,03	LAR
09/2017	Provincia	Jujuy	Bono	USD	210	5,0	20/9/2022	8,63%	LNy
					103.587				

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