

**En nuestra [Nota de Economía Nro 1](#) sostuvimos que la liberalización del mercado cambios emprendida por el gobierno en sus primeros meses refleja la decisión de recurrir al endeudamiento como estrategia para combatir las restricciones externa y fiscal.**

A partir de ello, resulta clave monitorear la dinámica de la deuda, tanto pública como privada, que financia este cambio de modelo. El análisis del perfil de vencimientos, la modalidad y el costo del endeudamiento, permitirán comprender la carga que este camino genera al fisco y la factibilidad de realizar el llamado “ajuste a dos velocidades”.

Es por ello que hemos decidido desarrollar el [Observatorio de la Deuda](#), el cual en su primera publicación ya destaca un marcado crecimiento en el stock de deuda que pasa de 160.000 millones de dólares en Diciembre de 2015, a cerca de 187.000 millones de dólares estimados al 1ro de Julio de 2016, anotando un crecimiento del 17%.

Respecto del impacto de esta importante emisión de títulos (27.250 millones de dólares en 6 meses), el perfil de vencimientos proyectados muestra que la mayor carga financiera para el Estado se la llevan los años próximos: entre 2016 y 2019 el incremento promedio en los vencimientos de capital e intereses supera el 23%. Esto es, en términos absolutos, un adicional de entre 2.000 millones y 4.500 millones de dólares en pagos de deuda por año.

Este comportamiento se explica fundamentalmente por la fuerte emisión de Letras del Tesoro que el Ministerio de Hacienda está llevando adelante. Se trata de instrumentos con vencimientos inferiores a los 365 días que acumulan 4.600 millones de dólares (el 17% del monto total emitido en el semestre).

## **ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA**

A lo largo de estos 6 meses no sólo el Estado Nacional ha recurrido al endeudamiento en dólares, sino que diversas provincias y el sector privado se sumaron a la modalidad de buscar fondos frescos en el exterior. La mayoría de estas emisiones, fueron realizadas en los mercados internacionales y bajo ley extranjera.

Así, han recurrido a los mercados externos 4 empresas privadas (Banco Hipotecario, YPF, Cablevisión e IRSA) y 6 provincias (Buenos Aires, Ciudad de Buenos Aires, Mendoza, Chubut, Neuquén y Salta), que acumularon un total de 7.000 millones de dólares. Sumando al Estado Nacional, se llevaron a cabo emisiones en moneda extranjera por 32.000 mil millones de dólares.

El 38% de estas emisiones se ubica en plazos que van de 1 a 5 años, lo que implica vencimientos por 12.300 millones de dólares para dicho período solo en concepto de capital.

Respecto de los intereses pactados, la mayor parte de las emisiones se realizó “a la par”, lo que significa que el rendimiento que obtendrá el inversor primario es igual al cupón que paga el instrumento. La curva de tasas, por su parte, se ubica entre 3% y 10% nominal anual en dólares, mostrando una forma regular que otorga mayor rendimiento a las inversiones de mayor plazo.

Cabe destacar que la curva observó un marcado descenso luego del acuerdo con los fondos buitres, por lo cual llama la atención la salida al mercado internacional de la Provincia de Buenos Aires en los días previos. En dicha ocasión, la Provincia captó divisas por encima del 9% a 8 años, cuando 3 meses después logró obtener financiamiento a 10 años al 7,8%. Lo difícil de explicar es la urgencia o conveniencia de salir en aquel momento ya que como mencionamos en el [post](#) sobre el financiamiento de las provincias Buenos Aires tendría un excedente de liquidez que está colocando en letras del tesoro con rendimiento sensiblemente inferior.