

## Época de turbulencias para la deuda soberana en ARS

Durante el último mes el Gobierno pudo renovar los vencimientos de deuda en ARS, pero bajo condiciones financieras más duras, pagando una tasa de interés creciente, reduciendo el plazo promedio de las colocaciones y emitiendo relativamente más títulos ajustables por CER.

Dadas las condiciones de liquidez y observando los fundamentos, consideramos que la sostenibilidad de la deuda no debería generar mayores dudas si se lograsen disminuir los riesgos mediante una política económica clara, dentro de un programa de estabilización creíble que permita cerrar la brecha de financiamiento en general.

### Deuda bruta de la Administración Central

USD millones equivalentes y % PBI. Estimado al 8/6/2022

	Deuda bruta de la	
	USD MM	% PBI <sup>2</sup>
<b>Moneda local</b>		
Títulos y Letras	64.509	13%
ARS	9.212	2%
CER	48.601	9%
USDL	6.697	1%
Títulos y Letras en manos FGS	28.750	6%
Adelantos transitorios BCRA	20.597	4%
Otros	3.806	1%
<b>Subtotal moneda local</b>	<b>117.662</b>	<b>23%</b>
<b>Moneda extranjera</b>		
Títulos y Letras	177.935	35%
Letras intransferibles BCRA	57.713	11%
Títulos y Letras en manos FGS	6.244	1%
Resto	113.978	22%
Acreedores externos oficiales	75.738	15%
FMI	44.658	9%
Club de Paris	1.428	0%
Resto	29.652	6%
Otros	1.389	0%
<b>Subtotal moneda extranjera</b>	<b>255.062</b>	<b>50%</b>
<b>Total</b>	<b>372.724</b>	<b>73%</b>

1. No incluye deuda contingente ni deuda elegible pendiente de reestructuración
2. En base a PBI promedio anual sobre FX ARS/USD oficial promedio anual
3. Leliqs, Notaliqs y Pases
4. Stock de deuda a sept-21

Fuente: MECON, FGS, BCRA y estimaciones propias

El stock de deuda de la Administración Central ascendió a USD 372.000 millones a fines de mayo (73% del PBI). Neto de la deuda intra-sector público, los títulos en moneda local equivalen a USD 64.500 millones (13% del PBI) mientras que la

Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

Celina Onofri  
ANALISTA

JuanSommer  
CONSEJERO



## MONITOR SEMANAL

de moneda extranjera a USD 113.000 millones (22% del PBI). En este caso es deuda que ya fue reestructurada, con cupones bajos y amortizaciones de capital que comienzan a ser importantes recién en 2025 (USD 8.200 millones en ese año). Luego está la deuda con organismos internacionales - principalmente el FMI- bajo condiciones financieras muy favorables. En estas estimaciones no incluimos la deuda del BCRA por sus pasivos remunerados (Leliq, Notaliq y Pases), que actualmente equivale a USD 47.000 millones.

### Los próximos vencimientos

En estos momentos aparecen percepciones de riesgo vinculado a la capacidad del sector público de seguir financiando los vencimientos y otras necesidades de caja en ARS. En este contexto, el 8-Jun pasado se produjo una fuerte caída de los precios de la deuda CER<sup>1</sup>, con efectos importantes sobre toda la curva CER; al 7-Jun la parte corta (dentro de 2022) tenía un rendimiento negativo + CER y el tramo con vencimiento en 2023 uno positivo + CER. Al cierre del 8-Jun, toda la curva CER tenía un rindiendo positivo + CER, con tasas reales de entre el 19-13% (curva invertida). Luego de compras del BCRA, otros organismos públicos y algunas de oportunidad, los bonos recortaron las caídas, con rendimientos anuales que se ubicaron en CER + 10-14% (curva con pendiente positiva).

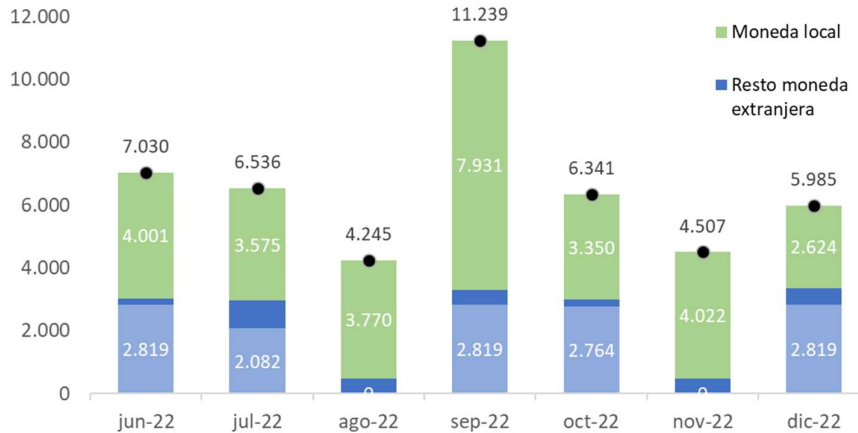
El gráfico muestra los próximos vencimientos de capital e interés de la deuda en ARS y en moneda extranjera de la Administración Central. Se observa una importante concentración de vencimientos de la deuda en ARS en septiembre, cuando vence el equivalente a USD 7.931 millones (algo más de ARS 900.000 millones, siendo el 80% del total deuda CER). Ello coincide con un vencimiento de deuda con el FMI (USD 2.764 millones), que se pagaría con el desembolso de ese mes, correspondiente a la segunda revisión del programa de las metas de junio, metas que podrían modificarse según lo trascendido recientemente, aunque no se modificaría meta anual de diciembre de 2022.

---

<sup>1</sup> Ello se atribuye al rescate de ARS 10.000 millones de recursos en un Fondo Común de Inversión que hizo una entidad pública, que se suma al rescate promedio diario de ARS 3.000 millones que se viene observando en la industria en las últimas semanas.

MONITOR SEMANAL

**Vencimientos capital e intereses deuda Administración Central Jun-Dic 2022**  
USD MM equivalentes. Estimación a May-22



Fuente: MECON y estimaciones propias

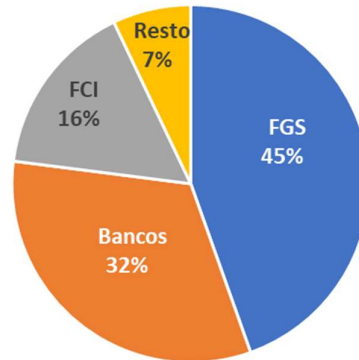
Los factores que tiene el gobierno para evitar llegar a la instancia de reestructuración de la deuda en pesos son, entre otros, los siguientes:

- **Restricciones cambiarias y aspectos regulatorias:** para varias empresas/personas está acotado el acceso a instrumentos y activos externos para canalizar liquidez hoy invertida en títulos públicos en ARS.
- **Disponibilidad de fondos:** el Gobierno tiene instrumentos para que, en un marco de restricciones de acceso a los mercados de cambio, puedan atraer el excedente de liquidez que hoy se observa en general en el mercado de deuda. En efecto, en las últimas semanas varias empresas colocaron deuda en ARS ajustables (CER/USDL) a 2-5 años de plazo por montos no menores. Por ejemplo, CGC tomó en el mercado el equivalente a USD 140 millones en instrumentos USDL a tasa 0%, Red Surcos por el equivalente a USD 20 millones en instrumentos USDL a 24 meses a tasa 2,7% y PAE tomó un préstamo sindicado de bancos por el equivalente a USD 299 millones a 5 años a tasa Badlar + 3,25%.
- **Deuda en manos del propio sector público:** una parte importante del stock de deuda en ARS es intra-sector público. Del stock total de títulos de deuda en ARS de la Administración Central, que equivale a USD 64.500, estimamos que el 45% está en manos del FGS, 32% en bancos, 16% Fondos Comunes de Inversión y 7% en el resto (compañías de seguros, tenedores

MONITOR SEMANAL

directos, etc).

**Deuda del Tesoro en ARS - tenencia por acreedor**  
% del total. Estimación a May-22



Fuente: MECON, FGS, BCRA, CAFCI, CNV y estimaciones propias

Descontando las tenencias del FGS, los títulos de deuda en ARS representan 13% del PBI.

Sin embargo, la concentración y magnitud de los vencimientos en el corto plazo y las expectativas de aumento de la deuda por las necesidades de financiamiento de un déficit fiscal que sería más alto que el acordado en el programa con el FMI contribuye a explicar el endurecimiento reciente en las condiciones de emisión de la deuda en ARS. Ello a pesar de que la deuda se observa como sostenible bajo condiciones normales de acceso a financiamiento.

El Gobierno enfrenta este escenario en momentos en los que la caída en la demanda de dinero y la incertidumbre cambiaria por la posición de reservas del BCRA seguirán teniendo el foco de atención.