

Estado de la Deuda Pública y capacidad de pago del Estado Nacional

Una deuda que crece más rápido que la economía

Un presupuesto que no alcanza: entre el superávit primario y la necesidad de más deuda

La escasez de dólares y el límite externo del modelo

Autores: Claudio Lozano y Jaime G. Farji

El estado de la deuda pública y los vencimientos en el 2025

El último informe trimestral sobre el estado de la deuda pública¹ (en adelante DP) publicado por el Ministerio de Economía incluye datos actualizados al 31/12/2024². A esa fecha, la DP del estado nacional ascendió a 466.921 millones de dólares.

Si se toma como referencia el Panorama Económico Mundial del Fondo Monetario Internacional³, de abril de 2025, el PIB a precios corrientes de la Argentina en 2024 fue estimado en 632.145 millones de dólares. Según la misma fuente, el PIB a precios corrientes al 31/12/23 ascendió a 645.511 millones de dólares.

De acuerdo con ello, la DP era equivalente al 73,86% del PIB al 31/12/24. El 45% de la DP era en moneda local y el 55% en moneda extranjera. Al inicio de la gestión Milei (diciembre de 2023) la DP era de 370.673 millones de dólares, equivalente al 57,42% del PIB. A esa fecha, el 28% del total del endeudamiento público era en moneda local y el 72% en moneda extranjera.

El siguiente cuadro nos muestra las variaciones interanuales de estos conceptos:

Datos en millones de dólares y en porcentajes				
concepto	2023	2024	variación (dólares)	variación (%)
pib	645.511	632.145	-13.366	-2,07%
deuda total	370.673	466.921	96.248	25,97%
% deuda/pib	57,42%	73,86%		
deuda en moneda local	103.777	209.252	105.475	101,64%
% deuda ml/pib	16,08%	33,10%		
deuda en moneda extranjera	266.896	257.669	-9.227	-3,46%
% deuda me/pib	41,35%	40,76%		

En el primer año de la gestión Milei el PIB en dólares disminuyó un 2,07% mientras que la DP aumentó un 25,97%. En consecuencia, la relación DP/PIB aumentó, pasando del 57,42% al 73,86% en un año.

La deuda en moneda extranjera disminuyó en un 3,46% en 2024, pasando del 41,35% al 40,76% del PIB. Por su parte, la deuda en moneda local aumentó en un 101,64%, pasando del 16,08% al 33,10% del PIB.

A continuación, presentamos el detalle de los vencimientos de capital e intereses correspondientes al ejercicio 2025, por mes y por tipo de moneda:

¹ https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/presentacion_grafica_ivt_2024.pdf

² https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/deuda_publica_31-12-2024.xlsx

³ <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/ARG?year=2025>

Datos expresados en millones de dólares													
concepto	enero	febrero	marzo	abril	mayo	junio	julio	agosto	septiembre	octubre	noviembre	diciembre	total
capital	16.830	10.765	7.177	6.369	8.338	19.478	27.463	3.026	2.636	1.939	4.525	16.659	125.205
capital ml	13.477	9.418	6.683	6.226	8.096	8.795	24.339	2.870	2.023	1.769	4.278	16.246	104.219
capital me	3.353	1.347	494	144	241	10.683	3.124	155	613	170	248	413	20.986
intereses	2.065	819	424	311	994	490	1.789	687	417	284	961	440	9.680
intereses ml	244	130	28	46	206	240	7	14	27	14	156	236	1.347
intereses me	1.821	689	396	266	787	250	1.783	673	389	270	805	204	8.333
total 2025	18.895	11.584	7.600	6.681	9.331	19.968	29.252	3.712	3.053	2.223	5.487	17.099	134.885
total ml	13.721	9.548	6.711	6.271	8.303	9.035	24.346	2.884	2.050	1.782	4.434	16.482	105.566
total me	5.174	2.037	890	409	1.029	10.933	4.906	828	1.003	441	1.053	618	29.319

Durante el ejercicio 2025 hay vencimientos de capital e intereses por 134.885 millones de dólares, de los cuales 29.319 millones son en moneda extranjera y 105.566 millones en moneda local.

Para mantener los pagos del año en situación regular, el gobierno debe:

- Obtener un superávit primario que permita cancelar, total o parcialmente, los compromisos del ejercicio,
- Adquirir en el mercado local una cantidad de moneda extranjera para cancelar, total o parcialmente, los compromisos del ejercicio en esas monedas.
- Conseguir financiamiento suficiente para completar las sumas que no puedan ser cubiertas con el superávit primario y/o con las reservas internacionales disponibles⁴.

A continuación, analizaremos el comportamiento reciente del presupuesto público y del balance de pagos, a efectos de establecer:

- a) Los niveles esperables de superávit primario para 2025,
- b) La disponibilidad esperable de reservas internacionales en el mercado local durante 2025, y
- c) La factibilidad de obtener los volúmenes de financiamiento suficientes.

Los resultados de la ejecución presupuestaria 2024 y las proyecciones para 2025

El Ministerio de Economía ha publicado en su página web oficial⁵ la ejecución presupuestaria acumulada al mes de diciembre de 2024 de la Administración Nacional, computando los recursos percibidos y los gastos devengados. Los presentamos a continuación⁶, con datos expresados en millones de pesos:

⁴ El superávit primario, cualquiera sea su nivel, está compuesto principalmente por moneda local. La administración debe comprar la mayor parte de la moneda extranjera necesaria en el mercado local, lo que no siempre es posible aun cuando se tengan pesos suficientes, provenientes del superávit primario. La oferta de divisas en el mercado local depende del funcionamiento de la cuenta corriente del balance de pagos y del uso que haga el BCRA de las divisas disponibles para otros objetivos de política económica, como por ejemplo el sostenimiento de un nivel deseado del tipo de cambio. En otras palabras, la restricción de la cuenta corriente del balance de pagos puede primar sobre la restricción fiscal, en la determinación del nuevo endeudamiento externo requerido para cumplir con los vencimientos del ejercicio.

⁵ https://www.economia.gob.ar/onp/documentos/ejecu_mensual/archivos/diciembre24.xls

⁶ El cuadro publicado descuenta, tanto de los recursos como de los gastos, los intereses pagados por el Tesoro Nacional a la ANSES, de los títulos de DP que estaban en poder del FGS. A efectos de hacer la comparación homogénea con los

Concepto	Ejecución
	2024
I- INGRESOS TOTALES	88.620.671
- Ingresos Impositivos	57.189.165
- Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social	25.514.172
- Ingresos No Impositivos	1.796.991
- Venta de Bienes y Servicios	151.245
- Rentas de la Propiedad	3.774.588
- Transferencias Corrientes	67.118
- Recursos de Capital	127.393
II- GASTOS PRIMARIOS	80.860.553
- Remuneraciones	10.701.631
- Bienes y Servicios	2.212.468
- Prestaciones de la Seguridad Social	35.766.456
- Transferencias Corrientes	29.907.475
- Inversión Real Directa	728.602
- Transferencias de Capital	1.367.676
- Inversión Financiera	158.603
- Otros Gastos	17.642
III- RESULTADO PRIMARIO (I-II)	7.760.118
IV- Intereses	9.337.305
V- RESULTADO FINANCIERO	-1.577.187

Los vencimientos de intereses del ejercicio 2025 ascienden a 10,61 billones de pesos⁷. Comparando ese dato con el superávit primario registrado en el ejercicio 2024 (7,76 billones de pesos), el superávit primario necesario para pagar los intereses que vencen en 2025 debería ser un 36% superior.

En 2024 el superávit primario no alcanzó para pagar los intereses (9,33 billones de pesos), de modo que un porcentaje (el 20,3%) se pagó tomando nueva deuda. Lo mismo se hizo para atender todos los vencimientos de capital, razón por la cual la deuda pública aumentó un 25,97% en 2024, con relación al año anterior.

Por las licitaciones de títulos públicos que se vienen haciendo todos los meses, y por los anuncios hechos por el gobierno el 12/04/25, es evidente que una parte de los intereses y la totalidad de los vencimientos de capital de 2025 se están pagando con fondos provenientes del nuevo endeudamiento.

En cuanto al superávit primario que el gobierno proyecta para este año, basándonos en los documentos que él mismo ha publicado, podemos citar tres datos oficiales:

registros de la Contaduría General de la Nación, hemos sumado las sumas correspondientes, tanto en los recursos como en los gastos.

⁷ El cuadro de vencimientos de 2025 presentado en este trabajo está expresado en millones de dólares. Para convertirlos a millones de pesos aplicamos a los vencimientos de intereses en moneda local el tipo de cambio oficial publicado por el Banco Central de la República Argentina al 31 de enero 2025. A los vencimientos de intereses en moneda extranjera, además, les aplicamos una tasa de devaluación del 1% mensual, conforme a la política cambiaria del gobierno, que estuvo vigente hasta el 14/04/2025. A partir de esa fecha el gobierno abandonó el “crawling peg” y pasó a una banda de flotación cambiaria que probablemente implique una tasa de devaluación mayor. Estos datos deben considerarse “conservadores”.

- a) El que surge de la “línea de base” de la solicitud del préstamo de facilidades extendidas al FMI, y que fue aprobado.
- b) El del proyecto de ley de presupuesto 2025, enviado por el Poder Ejecutivo al Congreso pero que nunca llegó a discutirse por decisión del propio gobierno, y
- c) El que surge del presupuesto en ejecución, que es la prórroga del presupuesto 2024 con las modificaciones permitidas por la ley 24.156, artículo 27, el cual ya era la prórroga del presupuesto 2023 con las modificaciones permitidas⁸.

En el cuadro adjunto se presentan los valores estimados de las variables consideradas en la “línea de base” del reciente acuerdo firmado con el FMI:

Argentina: Macroeconomic Baseline, 2024-2029

	Proj.					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
GDP growth (avg, %)	-1.7	5.5	4.5	4.0	3.2	3.1
Non-agro GDP	-3.1	5.8	4.7	4.1	3.3	3.2
Inflation (eop, %)	117.8	[18-23]	[10-15]	7.5	7.5	7.5
Primary fiscal balance (% of GDP)	1.8	1.3	2.2	2.5	2.5	2.5
Overall fiscal balance (% GDP) 1/	0.3	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
Current account balance (% GDP)	1.0	-0.4	-0.3	0.2	0.6	1.1
Change in net int'l reserves (US\$bn) 2/	4.9	4.0	8.0	12.5	16.0	19.0
Gross int'l reserves (% of ARA) 3/	22.2	47.7	56.4	67.3	79.3	91.2

Sources: National authorities and Fund staff estimates and projections.

De acuerdo con estos datos, el superávit primario de 2025 llegaría al 1,3% del PIB. Por su parte, el PIB estimado por el FMI para el ejercicio sería de 683.533 millones de dólares, por lo que el superávit primario esperado es de 8,88 millones de dólares, o 9,80 billones de pesos. El resultado financiero sería nulo, es decir que el total de gastos igualaría al total de recursos.

Según el proyecto de ley de presupuesto 2025⁹, el superávit primario estimado es de 9,28 billones de pesos, y el déficit financiero de 2,32 billones de pesos. En cambio, de acuerdo con el presupuesto vigente¹⁰, el superávit primario sería de 3,59 billones de pesos y el déficit financiero de 6,55 billones de pesos.

De acuerdo con las dos estimaciones mencionadas en el párrafo anterior, para cumplir con los pagos de intereses del ejercicio el gobierno debe obtener financiamiento por una cifra que estará entre los 2,32 y los 6,55 billones de pesos. A ello hay que agregar el monto de la deuda que deberá tomar para atender los vencimientos de capital del ejercicio: 125.205 millones de dólares, que, convertidos a moneda local según la misma metodología aplicada para los intereses, equivalen a 132,87 billones de pesos.

⁸ El presupuesto prorrogado no es el presupuesto inicial del año anterior, ya que durante ese año se aprobaron modificaciones. Los créditos que se prorrogan para el ejercicio siguiente son los que estaban vigentes al 31/12, los cuales siempre son superiores a los del 01/01. Además, el artículo 27 de la Ley 24.156 dispone que en los presupuestos de recursos se eliminen los rubros que no puedan ser recaudados nuevamente, se supriman los ingresos provenientes de operaciones de crédito público autorizadas, en la cuantía en que fueron utilizadas, se excluyan los excedentes de ejercicios anteriores, se estime cada uno de los rubros de recursos para el nuevo ejercicio, y se incluyan los recursos provenientes de operaciones de crédito público en ejecución, cuya percepción se prevea ocurrirá en el ejercicio. En los presupuestos de gastos se deben eliminar los créditos presupuestarios que no deban repetirse por haberse cumplido los fines para los cuales fueron previstos, incluir los créditos presupuestarios indispensables para el servicio de la deuda y las cuotas que se deban aportar en virtud de compromisos derivados de la ejecución de tratados internacionales, incluir los créditos presupuestarios indispensables para asegurar la continuidad y eficiencia de los servicios, y adaptar los objetivos y las cuantificaciones en unidades físicas de los bienes y servicios a producir por cada entidad, a los recursos y créditos presupuestarios que resulten de los ajustes anteriores.

⁹ <https://www.economia.gob.ar/onp/presupuestos/2025>

¹⁰ <https://www.presupuestoabierto.gob.ar/sici/datos-abiertos> (crédito y recurso vigente al 29 de abril de 2025)

En resumen, los resultados presupuestarios proyectados por el gobierno en sus documentos oficiales indican que la deuda que el gobierno debe tomar en 2025 oscilará entre 135,19 y 139,42 billones de pesos. A efectos de dimensionar la importancia de esas cifras, debe tenerse en cuenta que la hipótesis de “mínima” equivale al 153% del total de los recursos presupuestados¹¹, y la hipótesis de “máxima” al 158%.

Hay motivos para relativizar la validez de estas cifras, ya que los analistas coinciden en que los presupuestos prorrogados subestiman los recursos. Eso se debe a que cuando se prorroga el presupuesto se toman los recursos percibidos al cierre del ejercicio anterior sin ajustes por la evolución del IPC. En los hechos, una parte importante de los ingresos (la recaudación del I.V.A. por ejemplo) está fuertemente ligada a la evolución de ese índice. Otro tanto ocurre con los ingresos sobre las transacciones internacionales que están valorados en pesos al tipo de cambio inicial, pero serán recaudados al tipo de cambio del momento de la percepción. Esta subestimación de ingresos no es inocente, ya que le permite al gobierno una mayor discrecionalidad a la hora de modificar los gastos del ejercicio de acuerdo con la evolución de los recursos efectivamente percibidos.

En sentido inverso, los analistas también coinciden en que la adopción de la “banda cambiaria” a partir del 14/04/2025, en reemplazo de la devaluación mensual del 1%, que fue considerada en nuestros cálculos, implica un mayor aumento del dólar hasta fin de año. Ello impactará en un aumento del valor, en pesos, de los montos a pagar tanto de capital como de intereses de la deuda en moneda extranjera, lo que aconsejaría ajustar al alza el déficit primario previsto, y por ende el monto de la nueva deuda requerida.

Con estas salvedades, hemos elaborado tres estimaciones alternativas de necesidades de financiamiento, considerando los compromisos en moneda local y en moneda extranjera para las tres hipótesis de superávit primario:

Concepto	Estimación acuerdo FMI		Proyecto presupuesto 2025		Presupuesto vigente 2025	
	millones de pesos	millones de dolares	millones de pesos	millones de dolares	millones de pesos	millones de dolares
Superávit primario estimado (1)	9.801.180	8.886	9.285.889	8.419	3.588.119	3.253
Menos:						
Intereses moneda local	1.418.698	1.347	1.418.698	1.347	1.418.698	1.347
Intereses moneda extranjera	9.191.268	8.333	9.191.268	8.333	9.191.268	8.333
Igual:						
Déficit financiero (2)	-808.786	-794	-1.324.077	-1.261	-7.021.847	-6.427
Vencimientos de capital moneda local	109.794.565	104.219	109.794.565	104.219	109.794.565	104.219
Vencimientos de capital moneda extranjera	23.147.774	20.986	23.147.774	20.986	23.147.774	20.986
Necesidad de financiamiento del ejercicio	-133.751.125	-125.999	-134.266.416	-126.466	-139.964.186	-131.632
En moneda local	-109.794.565	0	-109.794.565	0	-109.794.565	0
En moneda extranjera	0	-21.780	0	-22.247	0	-27.413
Menos:						
Financiamiento obtenido de enero a marzo 25 en m/local	41.778.860		41.778.860		41.778.860	
financiamiento obtenido de enero a marzo 25 en m/extr.		1.409		1.409		1.409
Préstamo FMI (desembolsos previstos en 2025)		15000		15000		15000
Préstamos BID - BIRF desembolsos previstos 2025		2500		2500		2500
Operaciones REPO BCRA previstas en 2025		2000		2000		2000
Total financiamiento asegurado al 29/04/2025	41.778.860	20.909	41.778.860	20.909	41.778.860	20.909
Necesidad de financiamiento no cubierta	-68.015.705	-872	-68.015.705	-1.339	-68.015.705	-6.504
(1) A los efectos de este trabajo se asume que se imputan al pago de la totalidad de los intereses en moneda local y al pago parcial de los intereses en moneda extranjera						
(2) A los efectos de este trabajo se asume que corresponde exclusivamente a una parte de los intereses en moneda extranjera						

Según la hipótesis de superávit primario del acuerdo con el Fondo, en 2025 para atender todos los vencimientos de capital e intereses, el gobierno debería tomar deuda en moneda extranjera por 21.780 millones de dólares, según la del proyecto de presupuesto 2025, por 22.247 millones

¹¹ 88,01 billones de pesos

de dólares, y según la del presupuesto vigente, por 27.413 millones de dólares. En los tres casos debería tomar deuda en moneda local por 109,79 billones de pesos.

Incorporando al cuadro el financiamiento obtenido hasta el 31/03/25¹² y los desembolsos de los nuevos préstamos previstos para 2025 según los anuncios del gobierno del 12 de abril pasado¹³, el gobierno aún debería refinanciar vencimientos de capital en moneda local por 68 billones de pesos, y obtener financiamiento adicional por 872 millones de dólares en el caso más favorable, por 1.339 millones de dólares en el supuesto intermedio, o por 6.504 millones de dólares, en el escenario menos favorable.

Cabe destacar que una parte de estos compromisos corresponde a capital e intereses de títulos que están en poder de organismos del sector público, como el FGS, por lo que el gobierno puede lograr con cierta facilidad su refinanciación. Esta práctica, que ya se venía produciendo bajo gobiernos anteriores, conspira contra la correcta administración de los recursos de la seguridad social en beneficio de sus legítimos dueños que son los trabajadores pasivos.

La evolución de la cuenta corriente del balance de pagos y la disponibilidad esperable de moneda extranjera para el gobierno

El gobierno tiene que pagar 29.319 millones de dólares de capital e intereses de la deuda en moneda extranjera en 2025. El superávit primario le permite comprar una parte de esa suma en el mercado local. Para cumplir con el resto de los compromisos debe obtener préstamos o colocar nuevos títulos de deuda.

Dependiendo del funcionamiento del sector externo de la economía nacional, ese financiamiento puede obtenerse de los residentes en el país o de actores externos, razón por la cual es importante analizar el Balance de Pagos, que refleja las transacciones económicas y financieras entre el país y el resto del mundo.

Las transacciones económicas de los residentes en el país con los residentes en el resto del mundo comprenden el intercambio de bienes y servicios, las remesas de rentas y las transferencias. Estas operaciones aparecen en la Cuenta Corriente del Balance de Pagos.

Cuando la cuenta corriente tiene saldo positivo, aumentan las reservas internacionales en poder de los residentes en el país (el BCRA, los bancos, las personas y las empresas). Mediante operaciones de compraventa, o mediante operaciones financieras, puede venderse o prestarse ese excedente, total o parcialmente, a otros residentes en el país o a extranjeros. Por su parte, cuando la cuenta corriente arroja un saldo negativo disminuyen las reservas internacionales en poder de los residentes, y éstos deben obtener financiamiento. Puede ocurrir que la cuenta corriente de la economía nacional, considerada en su conjunto, tenga superávit externo pero que algunos actores institucionales tengan déficit (como en este caso el gobierno) y viceversa.

Las transacciones financieras que se realizan para comprar, vender, tomar prestado o invertir el excedente de la cuenta corriente (si su saldo es positivo), o bien para hacer lo propio con los

¹² https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/boletin_mensual_31_03_2025.xlsx.

¹³ <https://www.pagina12.com.ar/817608-dolares-frescos-para-aceitar-la-bicicleta>. Incluyen el nuevo acuerdo con el FMI, la obtención de otros préstamos del BID y del BIRF y las operaciones de REPO a realizar en el año por parte del BCRA. Todas estas operaciones apuntan a mejorar la posición de reservas internacionales.

excedentes originados en otras economías (si es negativo), se registran en la Cuenta Financiera del Balance de Pagos. En ella aparecen los aumentos y disminuciones de activos y pasivos externos de residentes y no residentes, incluyendo la acumulación o disminución de reservas del Banco Central. Son operaciones tales como la inversión extranjera directa (Vaca Muerta), la inversión de cartera (bonos del tesoro/obligaciones negociables de empresas), los préstamos externos (FMI), el ahorro de los residentes en moneda extranjera (atesoramiento, plazos fijos en dólares) y a la acumulación o disminución de reservas internacionales (BCRA).

El saldo de la cuenta corriente del balance de pagos de 2024 fue de 6.285 millones de dólares¹⁴. A los efectos de este trabajo consideraremos tres escenarios alternativos para 2025.

En el escenario más moderado el superávit sería de 7.857 millones de dólares, en el intermedio de 9.428 millones de dólares y en el más optimista, de 10.999 millones de dólares. Estos escenarios no surgen de proyecciones estadísticas, sino que son meras hipótesis de mejora del 25%, del 50% y del 75% con relación al saldo del ejercicio 2024.

Esas cantidades constituyen el flujo máximo de oferta de divisas de los residentes en el mercado local, una vez satisfechas sus propias necesidades para transacciones internacionales de bienes, servicios, rentas y transferencias. Si no las ofrecen, serán activos para sus propietarios, pero pueden venderlas a cambio de un precio en pesos que consideren adecuado para adquirir bienes y servicios en el país, o pueden prestarlas a una tasa de interés atractiva¹⁵.

Cuando la autoridad monetaria de un país no tiene el monopolio o el control de una parte significativa de la oferta local de divisas, el gobierno tiene dificultades para adquirirlas y la autoridad monetaria tiene dificultades para sostener las tasas de interés y los tipos de cambio de la moneda local frente a las monedas del resto del mundo, en los valores requeridos para los objetivos de sus políticas.

Dependiendo de las regulaciones del comercio exterior, de las inversiones extranjeras y de los flujos de capital de cada país, los operadores tienen mayores o menores facilidades para disponer de las divisas que generan sus transacciones externas, obligaciones de convertirlas en moneda de curso legal, o plazos en los que esos saldos deben permanecer depositados en el sistema financiero local, ya sea en moneda local o extranjera. Esas regulaciones tienden a asegurar a la autoridad monetaria el monopolio, o al menos un manejo significativo, de la oferta de divisas local.

En los últimos veinte años, las tendencias mundiales a la globalización, a la liberalización y a la supresión de controles a los flujos internacionales de capital han reducido significativamente estas regulaciones. Sumado a ello, el sesgo ideológico del actual gobierno nacional y los intereses de los sectores del capital que lo apoyan y sostienen, hacen que en nuestro país el control de la oferta local de divisas por parte de la autoridad monetaria resulte escaso.

En consecuencia, el gobierno y la autoridad monetaria deben pujar como el resto de los operadores en el mercado de divisas, desaprovechando su única ventaja (el poder de regulación), frente a actores que, por la naturaleza de sus actividades tienen la mayor parte de sus ingresos y de sus fuentes de financiamiento en dólares, lo que los hace concentrar la mayor

¹⁴ Fuente: https://www.indec.gob.ar/ftp/cuadros/economia/cin_IV_2024.xls

¹⁵ Los operadores que concentran la mayor parte de los excedentes financieros en moneda extranjera son grandes empresas o bancos con acceso a mercados financieros externos. El resto, principalmente los ahorristas particulares, acceden sólo al mercado local.

parte de la oferta de divisas, además de concentrar también, en muchos casos, la mayor parte de la oferta interna de los bienes o servicios que producen.

En el cuadro adjunto comparamos el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos de acuerdo con los tres escenarios alternativos que hemos considerado, con el financiamiento en moneda extranjera ya obtenido o anunciado por el gobierno para el corriente ejercicio, y con los vencimientos de capital e intereses en moneda extranjera, a fin de establecer qué porcentaje del saldo de la cuenta corriente debería capturar el gobierno para poder hacerse con las divisas necesarias para atender sus compromisos.

Como puede apreciarse, en el escenario más moderado de los considerados, que implica una mejora del 25% con relación a la cuenta corriente del año 2024, si al gobierno le fuera posible capturar la totalidad del saldo exterior de todos los actores de la economía nacional, aún le faltaría un 7,05% de las divisas necesarias para atender todos los compromisos de capital e intereses de la deuda en este año.

En los dos escenarios más favorables, debería capturar el 89,21% o el 76,47% del saldo de la cuenta corriente del balance de pagos, porcentajes significativamente elevados del total, considerando que la debilidad de las regulaciones vigentes obligaría a demandar esas divisas en un mercado con otros operadores que controlan la oferta, y que en consecuencia estarían en condiciones de impulsar al alza el valor de la divisa para venderla.

concepto	millones de dólares		
	escenario 1	escenario 2	escenario 3
I - Saldo cuenta corriente balance de pagos (CCBP)	7.857	9.428	10.999
II - Total financiamiento en me	20.909	20.909	20.909
financiamiento obtenido de enero a marzo 25 en m/extr.	1.409	1.409	1.409
Préstamo FMI (desembolsos previstos en 2025)	15.000	15.000	15.000
Préstamos BID - BIRF desembolsos previstos 2025	2.500	2.500	2.500
Operaciones REPO BCRA previstas en 2025	2.000	2.000	2.000
III - Total vencimientos en moneda extranjera	29.319	29.319	29.319
Vencimientos de capital en moneda extranjera	20.986	20.986	20.986
Vencimientos de intereses en moneda extranjera	8.333	8.333	8.333
Diferencia vencimientos - financiamiento en me	8.411	8.411	8.411
% del saldo CCBP a capturar por el gobierno	107,05%	89,21%	76,47%

Conclusión: la plata no alcanza para la deuda y la política antiinflacionaria cruje

A lo largo de este trabajo hemos evaluado la capacidad del gobierno nacional para hacer frente a los pagos de los vencimientos de capital e intereses de la deuda de este ejercicio.

Para ello:

- Tuvimos en cuenta las estimaciones del superávit primario que surgen de tres documentos oficiales: a) la solicitud del nuevo préstamo otorgado por el FMI, b) el proyecto de ley de presupuesto 2025, que elaboró el gobierno y después no quiso

discutir y c) el presupuesto vigente del ejercicio, que es una prórroga del presupuesto del ejercicio 2024 con las modificaciones aprobadas hasta el presente.

- Presentamos tres escenarios alternativos con relación al saldo de la cuenta corriente del balance de pagos, con mejoras del 25%, del 50% y del 75% respecto del al saldo de la cuenta corriente del año 2024.
- Consideramos el financiamiento ya obtenido por el gobierno hasta la fecha de elaboración de este trabajo, y los anuncios efectuados en el pasado mes de abril, que completarían las fuentes financieras previstas para el resto del año.

En cuanto a los resultados presupuestarios, nuestra conclusión fue que el gobierno necesita financiamiento adicional para cubrir compromisos por un mínimo de 872 millones de dólares y un máximo de 6.504 millones de dólares. De todos modos, señalamos que la posibilidad de refinanciación de los títulos en poder del Sector Público, y en particular del FGS, podría cerrar esa brecha, sacrificando una mejor administración de los recursos de los jubilados. Aun así, el riesgo de incumplimiento existe, razón por la cual ya se empieza a especular sobre el “reperfilamiento” de los vencimientos, lo que no es otra cosa que disimular formalmente un default¹⁶.

En cuanto a la capacidad del gobierno para conseguir dólares, si le fuera posible capturar todo el superávit de la cuenta corriente y contando con el financiamiento ya anunciado, en el escenario más moderado aún le faltarían divisas para cubrir el 7% de los compromisos en moneda extranjera. En los escenarios más optimistas, el gobierno debería capturar del 76% al 89% del saldo de la cuenta corriente, compitiendo con los otros actores que lo demandan, y sin controlar la oferta de divisas en el mercado local. Al respecto, ya se especula con un “waiver” (perdón) del FMI ante el previsible incumplimiento de la meta de acumulación de reservas en la primera revisión a realizarse en junio de este año.

La precariedad de estos resultados se proyecta sobre la política antiinflacionaria: Milei ha hecho de esa política el eje de su gestión y el relativo éxito obtenido hasta ahora al bajar los índices de inflación es su activo más importante.

La política antiinflacionaria tiene tres “anclas”, que operan como tres frentes de batalla del gobierno contra la sociedad:

- El ancla fiscal, que agrava la situación social de los jubilados y de los sectores más desprotegidos, asfixia financieramente a las provincias, suprime la obra pública y amenaza la supervivencia de las universidades nacionales, del sistema científico tecnológico público, y del empleo de los trabajadores del estado.
- El ancla cambiaria, con su impacto sobre la producción interna, la destrucción de la industria nacional y el incentivo a la timba financiera del “carry trade”, y
- El ancla salarial, que arrastra a la pobreza a miles de trabajadores formales del sector privado y del sector público, y aplaca el consumo interno.

Hasta ahora, el ancla fiscal se sostiene, no sin importantes expresiones de resistencia, como las protestas semanales de los jubilados que persisten pese a la brutal represión, las multitudinarias marchas universitarias y los paros de trabajadores de diferentes ramas de actividad. Esa reacción no ha logrado, hasta ahora, torcer el brazo al gobierno, pero el superávit primario que le sirve para su combate contra la inflación no le alcanza para atender la totalidad de los compromisos de la deuda. Aumentar el déficit financiero para cumplir con los acreedores no es compatible

¹⁶ <https://www.lapoliticaonline.com/economia/en-wall-street-creen-que-el-dia-de-la-independencia-reestructuramos-a-los-bonistas/>

con la política antiinflacionaria y no parece haber margen político y social para aumentar el superávit primario. Entre otras razones porque el ajuste fiscal sobre las provincias ya se ha hecho y el comportamiento que hasta ahora han tenido varios gobernadores, al facilitar la sanción de leyes y vetos, encuentra un límite en la necesidad de preservar la gobernabilidad de sus territorios.

El ancla cambiaria tampoco es suficiente: el financiamiento obtenido no cubre las necesidades y la oferta voluntaria de divisas sólo aumentará con una mayor devaluación. Devaluar para cumplir con los acreedores no es compatible con la política antiinflacionaria por el traslado a precios y porque provocaría una disminución del superávit primario. Mantener el atraso cambiario desalienta la inversión productiva en beneficio de la especulación financiera y desprotege artificialmente la producción nacional.

El tipo de cambio se ubica, hasta ahora, en niveles controlables para el gobierno, gracias a acuerdos con actores que están en su mismo campo ideológico-político, como los acreedores externos y los exportadores. Cuando sus intereses no resulten coincidentes con los del gobierno, estos actores priorizarán sus objetivos particulares, pero no le pondrán la soga al cuello. A cambio, el gobierno deberá seguir flexibilizando su política cambiaria, como lo viene haciendo desde la firma del último acuerdo con el FMI, pero no le queda mucho margen de acción.

Pasando al ancla salarial, tal como se ha visto con las otras anclas, los interlocutores del gobierno son actores y organizaciones sobre las cuales no tiene control absoluto, pero sí capacidad de presión. La conducción de la UIA le viene dando gobernabilidad, pero los problemas en numerosos sectores industriales y en la pequeña y mediana empresa son evidentes. La conducción de la CGT, como siempre, se debate entre las demandas impostergables de sus representados y los favores que pueden obtener de las autoridades. Pero a diferencia de otros momentos históricos, la conocida táctica de “paz social a cambio de prebendas” no funciona con este gobierno, con esta nueva ultraderecha mundial y su versión local, que no tiene nada que negociar y que sólo quiere sometimiento.

Hasta ahora, los trabajadores formales del sector privado habían logrado “empatarle” a la inflación desde el inicio de la gestión Milei. Eso parece haber llegado a su fin: el gobierno no quiere convalidar convenios colectivos por encima del 1% pero los índices de inflación superan ese nivel. Frente a esta novedad, la respuesta de los trabajadores, lo que ellos puedan hacer empujando a sus organizaciones ante el desconcierto de sus dirigentes, puede imprimirle al proceso de conflictividad social en curso un ritmo que hasta ahora no hemos visto.

Es un error, que por ser habitual no es menos importante entre los analistas, pretender encontrar en las cotizaciones diarias del dólar o en la variación diaria de reservas, las señales de la evolución de este proceso.

Mientras que los reclamos de los jubilados, de los trabajadores estatales y privados, de las economías regionales, de las universidades y los investigadores persisten pero no logran modificar el rumbo del gobierno, y los conflictos de intereses al interior del bloque gobernante siguen tensionándolo, las señales más importantes que de aquí en más deberíamos esperar como novedad, serán las que provengan de la conflictividad laboral y de los convenios colectivos de los trabajadores registrados del sector privado.

En este partido, todavía no empezó el “segundo tiempo”.