

INDICADORES: Deuda y Balance Pagos: FMI Comparaciones.



Hacemos un relevamiento de indicadores macro de alta significación. En algunos casos resultan la parte más importante de los dos reportes del FMI (de abril y agosto), la deuda y la balanza de pagos.

El FMI aprobó el Acuerdo Extendido de US\$20.000 millones a 48 meses y recientemente (agosto primera revisión bajo el acuerdo ampliado) introdujo modificaciones por pedido del gobierno, pero integró la cuota correspondiente.



Jorge A. Moore
Agosto 2025

Contenido

Comentarios:	1
Sugerencia:	2
Fuentes:	2
Introducción:.....	2
La deuda.	3
Deuda valores.	5
Porcentajes del PBI.....	6
Intereses y servicios de la deuda.	7
Balanza de Pagos.....	8
Se puede especular en varias direcciones.	9
Acumulando datos. Cuenta Corriente y Bienes.	9
Acumulando datos. Cuenta Financiera. Activos de Reservas.....	11

Comentarios:

Con el diario del lunes, ventaja que aprovechamos.

Sugerencia:

Leer con tranquilidad y en algunos casos, como los gráficos pueden resultar densos, paciencia, los párrafos aclaran aportando información de varios años. Tratamos de analizar los indicadores desde varios puntos de vista y abusando de gráficos.

Fuentes:

Se utilizan valores promedio anuales y mensuales, nominales y constantes. Fuentes principales: Ministerio de Economía. Indec. Banco Central República Argentina. Documento del Acuerdo con el FMI 25/19 y 25/219. Los pagos mensuales en la publicación de Finanzas mensual: *a) Pagos de deuda bruta de la Administración Central por moneda de pago y tipo de acreedor e instrumento. b) En Deuda de la Administración Central (Finanzas) correspondiente al primer trimestre 2025. c) Boletín mensual de deuda datos (Finanzas) mayo 2025. d) Estructura financiera de títulos públicos al 31/05/2025 (Finanzas).* Cepal, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2025.* MEGAMENAZAS. *Las diez tendencias globales que ponen en peligro nuestro futuro y cómo sobrevivir a ellas.* Nouriel Roubini. Deusto. Barcelona.

Introducción:

Hacemos un relevamiento de indicadores macro de alta significación. En algunos casos resultan la parte más importante de los dos reportes del FMI (de abril y agosto), la deuda y la balanza de pagos.

El FMI aprobó el Acuerdo Extendido de US\$20.000 millones a 48 meses y recientemente (agosto primera revisión bajo el acuerdo ampliado) introdujo modificaciones por pedido del gobierno, pero integró la cuota correspondiente.

- No debe resultarle sencillo a los técnicos del FMI cuando tienen sobre las espaldas que justificar al principal deudor, y además seguir el plan propuesto del gobierno, incluso el reescalamiento del programa inicial.
- Se podría decir que todo lo propuesto por el ministerio de Economía le parece bien al FMI, desde el recorte de impuestos, uso de tasas de interés, la inflación lograda y las expectativas para el 2026 junto con un cúmulo de propuestas de reformas.
- Sostiene el FMI como principal instrumento el anclaje fiscal sólido y también la transición hacia un régimen de endurecimiento monetario.
- Le parece bien la flexibilidad del tipo de cambio y avanzar en las reformas para fomentar la productividad. Son varias (las reformas) y se expanden al 2026.
- Por las dudas: ***“El personal técnico evalúa que la deuda de Argentina sigue siendo “sostenible, pero no con alta probabilidad”.*** En todos los documentos usan esta expresión. Siempre se acuerdan: ***“Argentina ha sido el mayor usuario de recursos del FMI desde 2018”.*** Cuidar al principal deudor.
- Acuerdan que el TCRM (Tipo Real) converja gradualmente a un nivel coherente con los fundamentales a medio plazo, en el contexto de una mayor flexibilidad del mercado de divisas y de eliminación de las restricciones cambiarias restantes. ¿Cuál podría ser el número? Cuando se aprobó la revisión el 31 de julio el TCRM estaba en 97.9, algo había crecido desde la aprobación original en abril con 79.7.

- El FMI reconoce que la actual situación internacional **“llevaría a un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales y a la caída de los precios de las materias primas durante algún tiempo, lo que afectaría negativamente el crecimiento y las perspectivas externas de Argentina”**. Dios sabe cómo serán los próximos meses y años con aranceles, conflictos, guerras y tensiones. Y la pregunta subyacente es de donde vendrán los dólares genuinos. Hoy, para préstamos internacionales, con el Riesgo País en los niveles actuales ya está complicado.
- Dice el FMI: **“Política fiscal. El programa se basa en la aplicación continua del ancla de equilibrio fiscal general de las autoridades, en consonancia con el aumento del superávit primario de alrededor del 1:1/4% del PIB este año a alrededor del 2:1/2% del PIB a mediano plazo. Esta mejora se verá respaldada por el gasto continuo en medidas de disciplina y eficiencia, así como reformas bien secuenciadas de los sistemas tributario, de participación en los ingresos y de pensiones”**. De todos modos, **“la estricta disciplina fiscal sigue siendo la principal ancla de la política”**. No obstante, en la revisión observan **“qué pagos de intereses capitalizados al sector privado por encima de la línea implicarían un déficit general de caja de aproximadamente 1,2 % del PIB”**.
- El tipo de cambio flotará dentro de una banda cambiaria lo suficientemente amplia como para permitir la determinación de precios, con las compras de divisas dentro de la banda consistentes con los objetivos de acumulación de reservas. Pero lo cierto es que el gobierno mucho no compró. El FMI espera fuertes ingresos como financiamiento de la balanza de pagos, por el lado de las inversiones, y entradas de capital y acceso a los mercados internacionales. Esto permitirá, dice el FMI, aumentar las reservas y que las mismas se transformen en reservas netas positivas. También hay que devolverle millones al Fondo. Son todos números gordos en momentos en que hay muchos números flacos. Pero el FMI piensa que la esperanza es lo último que se pierde.
- Según el FMI, **“el plan de estabilización ha dado resultados impresionantes”**. Y seguramente por eso hasta el momento ya transfirió u\$s 14.000 millones (u\$s 12.000 + u\$s 2.000). La próxima revisión será en enero de 2026 y se transferirán DEG 763 millones.
- Según el FMI, se proyecta para el 2025 un crecimiento del 5.5 % del PBI, una inflación final en el año entre el 20 y 25 % y un déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos negativa del -1.7 % del PBI. Optimismo no falta. Además, para el año próximo se pretende actualizar la base del IPC, entre otras cuestiones.
- Por todo lo anterior, ¿aumentará el ingreso de dólares genuinos y la actividad crecerá?

La deuda.

La cuestión de la deuda es un tema siempre presente en los avatares que tiene la economía argentina. Fue un problema, es un problema y será un problema. No es nuevo y tiene raíces históricas, hasta se podría plantear que existe una inercia de la deuda. Algunas veces con default, otras veces con canjes, otras con canjes y quitas. En los años

más recientes, la intervención de FMI, que fue llamado como prestamista de última instancia y bombero, tampoco logró enderezar la cuestión, pero incrementó la deuda. Veremos en la última intervención con Milei que ocurrirá con la deuda.

¿Por qué decimos que será un problema? Tomamos en consideración las afirmaciones que hace **Nouriel Roubini** en su libro **Megamenazas** de hace un par de años. El autor describe las diez amenazas para el futuro del planeta e incluye, entre otras, las **crisis de la deuda**, donde se refiere a la Argentina como **"un país que debería tener en cuenta las lecciones del pasado"**. Además, en reiteradas oportunidades dice que **"el mundo entero se parece cada vez más a Argentina"**. Pero para no ponernos en el lugar de los peores del barrio, cita a otros países donde primó más deuda y más préstamos.

En este documento tomaremos solo algunos datos recientes de la Deuda Pública de la Administración Central y trataremos de entender dónde estamos parados. Para empezar, tengamos en cuenta que no siempre los números son similares. Algunos economistas incluyen o sacan partidas, pero en este caso utilizaremos solo los números oficiales publicados por el Ministerio, que tampoco resultan sencillos.

En el gobierno de Macri intervino el FMI y, más allá de las buenas intenciones, tanto de Macri como del FMI no se logró ninguna solución. Solo aumentar la deuda que heredó Fernández y poco pudo hacer, salvo otra negociación. En la actualidad, y ahora con Milei, nuevamente contamos con un programa del FMI firmado en abril de 2025. El final del mismo no está escrito y recién comienza. La primera revisión en agosto de 2025 y trae algunos cambios solicitados por el gobierno. No pudo juntar los dólares necesarios.

La información de la deuda es la publicada por el Ministerio de Economía (secretarías de Finanzas y Hacienda) y se presenta en dólares, pero está conformada por pesos y dólares. El monto de cierre del 2024 fue de u\$s 466.921 millones, de los cuales u\$s182.895 corresponden a la Deuda Externa. ¿Mucho o poco? Para el primer trimestre del 2025 se elevó a u\$s 473.560 millones. Todos los países de América Latina tienen deudas, pero Argentina se destaca por ser el más elevado como porcentaje del PBI, según un reciente informe de la Cepal.

En el gráfico podemos seguir los niveles, los montos del 2025 y 2026 son estimaciones, y esperamos no errarle demasiado. Pudimos tomar a "medias" las conjeturas del FMI en su documento **IMF Country Report No. 25/95 y el reciente No. 25/219**

Los cálculos no son sencillos de seguir. Si comparamos las variaciones anuales del PBI constantes resultan superadas por las variaciones de la deuda. Lo mismo ocurre si consideramos el PBI en dólares, e incluso un PBI en dólares nominal, tal como lo denomina el FMI, que no responde exactamente a un número conocido y es el que tomamos en cuenta para hacer coincidir las variaciones en términos del PBI que publica Finanzas. En todos estos números juegan las variaciones del tipo de cambio y pueden producir saltos entre un año y otro, incluso algunos que parece extraños.

Lo cierto es que la deuda crece y resulta influida por numerosas variables, pero también influye en muchas otras. No pareciera ser un círculo virtuoso. Los mayores pagos (o

refinanciados), por lo menos hasta junio del 2025, fueron en pesos y luego en moneda extranjera. Son montos significativos.

En Deuda de la Administración Central (publicada por Finanzas) correspondiente al primer trimestre de 2025 (o junio), se pueden observar gráficos similares a los publicados en este documento que con moderada indulgencia proyectamos.

Algunas características de la deuda resultan complicadas, por ejemplo, la mayor parte por moneda de pago para la deuda externa es en dólares y una pequeña proporción en otras monedas. El otro aspecto que nos puede llevar a situaciones ya conocidas es la legislación, un porcentaje importante se asienta en legislación extranjera (u\$s 162.482 millones). Ya conocimos las turbulencias de esto con jueces de USA. La deuda bajo legislación nacional alcanza los u\$s 302.866 millones. Para aumentar la confusión podemos decir que corresponde el pago en moneda local por u\$s 208.171 y en moneda extranjera u\$s 254.648 millones.

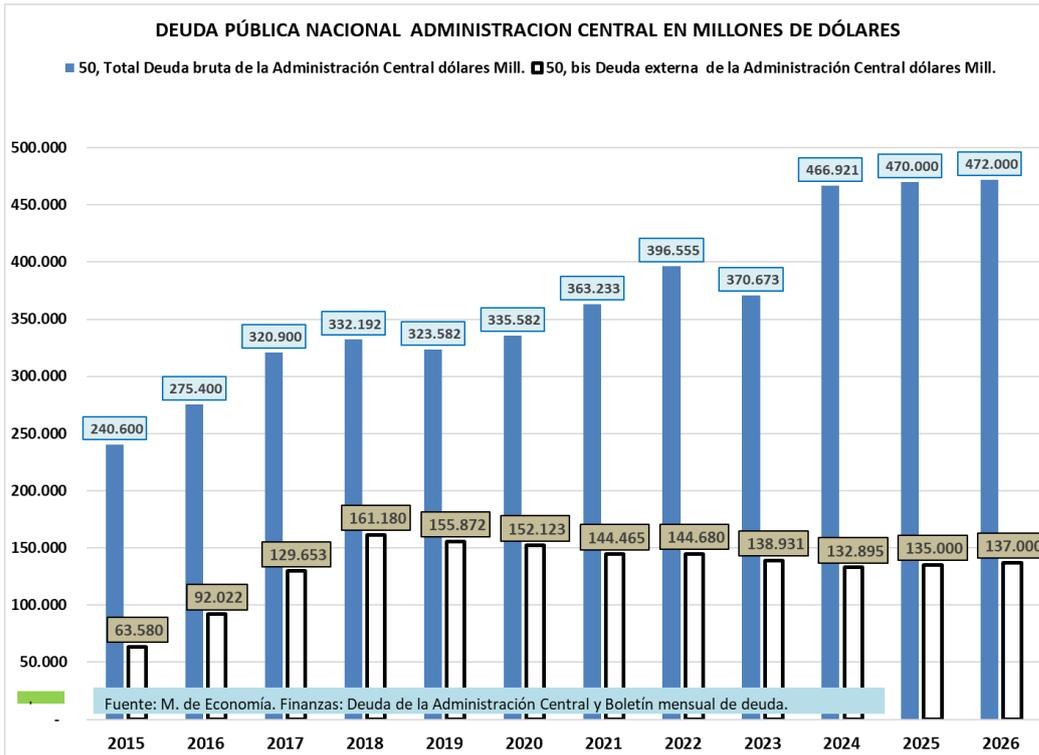
En junio de 2025, que resulta el último dato conocido, la mayor parte de la financiación, canje o emisión fueron las Letras del Tesoro por u\$s 9.818 millones. Estos montos se repiten mes a mes y son fruto de renovaciones (*Cuadro A.5 Pagos de deuda bruta. Serie Mensual*).

Los vencimientos en los próximos meses son, a partir de julio, mayormente en pesos. Pero tanto en lo que resta al 2025 como al 2026, la necesidad de **refinanciar** es muy elevada y es lo que está sucediendo, por lo menos con los vencimientos en pesos. En todos los meses se pueden presentar hasta dos llamados a licitación por parte del Tesoro. Según el FMI, en lo que resta del 2025 el Tesoro debe refinanciar la deuda en pesos por u\$s 39.000 millones, algo así como \$ 54 billones pagando altas tasas de intereses, si todo sigue como estos días. Los mayores vencimientos son a corto plazo y con los organismos extranjeros se aceleran a partir del 2027 y en particular con el FMI.

En los últimos meses (12), el mayor aumento de la deuda fue en moneda local, equivalente a u\$s 25,105 millones (*referencia Boletín mensual*). El monto es por Títulos Públicos y luego en segundo término con acreedores externos oficiales, por ejemplo, el FMI. Como siempre el FMI aclara en reiteradas oportunidades, *“la deuda es sostenible pero no con alta probabilidad, y los riesgos generales de estrés soberano son altos.”*

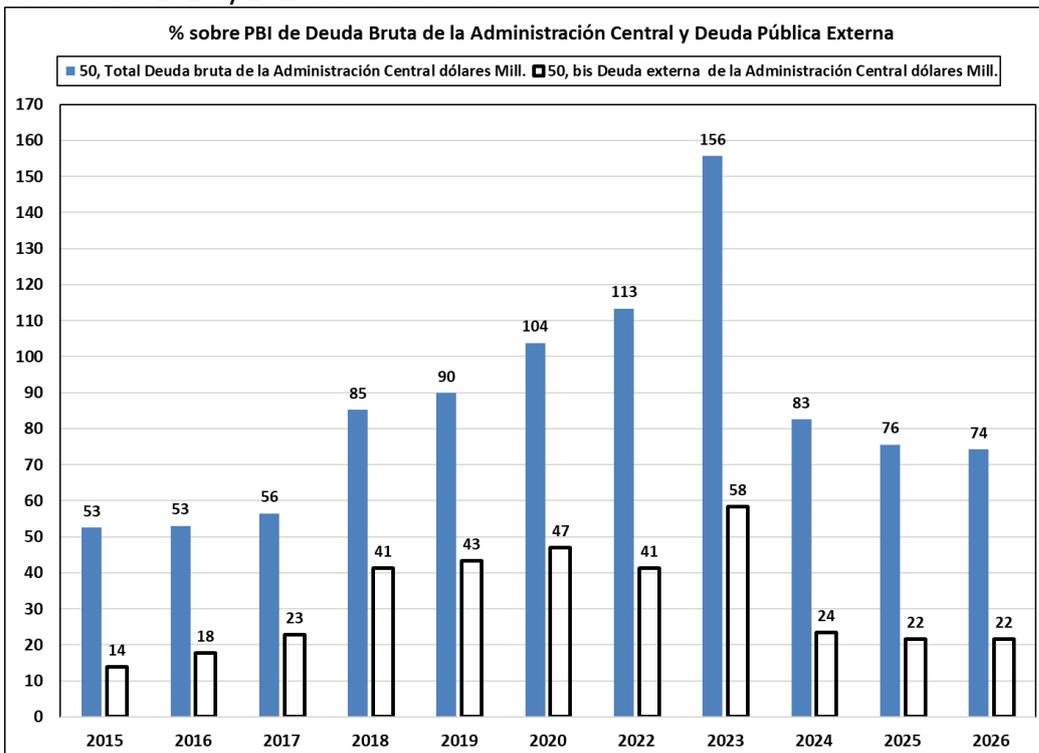
Deuda y valores.

En los gráficos siguientes se puede seguir la marcha de la Deuda desde el 2015, mayormente siempre creciendo y alcanzando en el 2024 un total de u\$s 466.921 millones. Los datos para el 2025 y 2026 son conjeturas con un leve crecimiento. En el mismo gráfico se puede también seguir cuánto de lo anterior corresponde a la Deuda externa. En el 2024 se alcanzan los u\$s 132.895 millones.



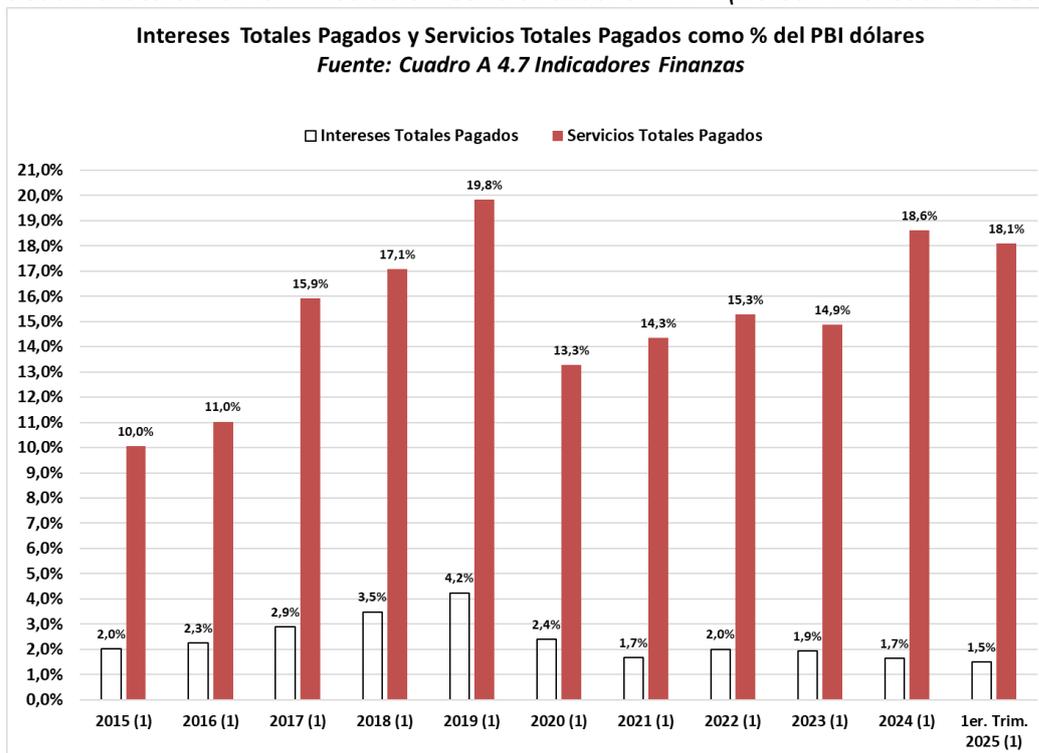
Porcentajes del PBI

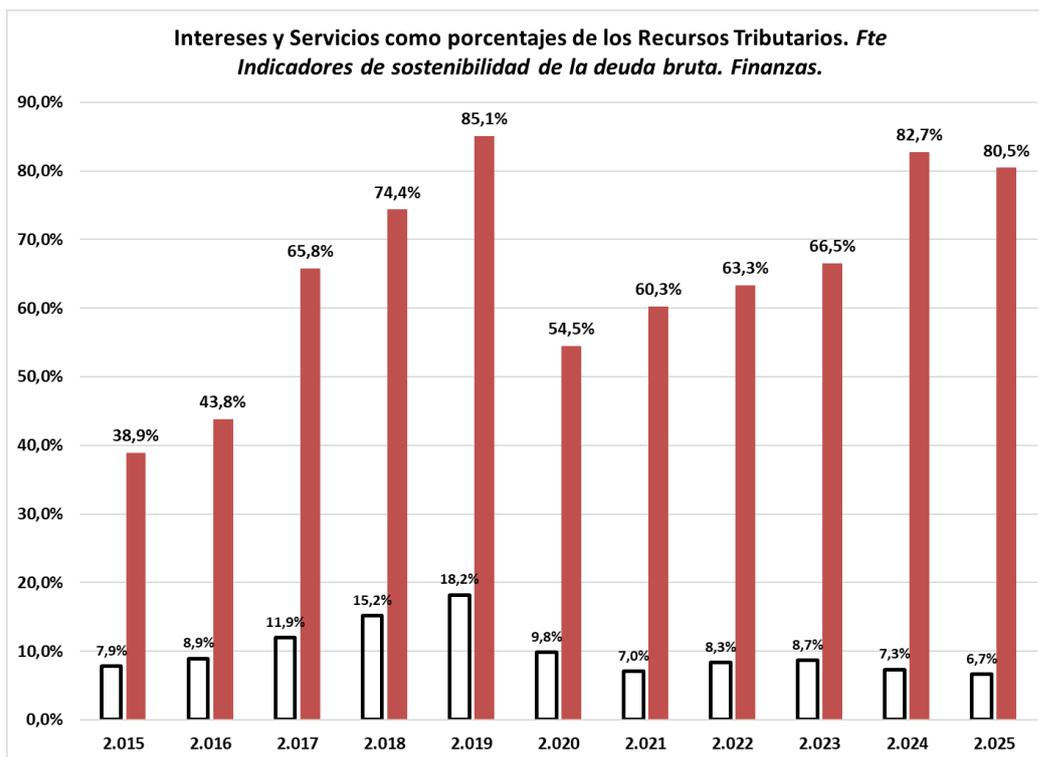
En otro gráfico anterior, pero como porcentajes del PBI, el número raro que aparece en 2023 seguramente tiene que ver con el tipo de cambio adoptado para el cálculo. En el 2024 el **total** de la deuda alcanza el 82.6 % y la **externa** el 23.5 %, es parte del total. Los valores del 2025 y 2026 son estimados.



Intereses y servicios de la deuda.

Podemos tratar de ver el esfuerzo que implica la deuda al considerar **los Intereses pagados**, que están cerca del 2 % del PBI. Si lo queremos visualizar en números se aproxima a lo que Milei pretende como superávit fiscal. La cifra en dólares ronda los u\$ 10.000 millones y algo más en pesos dependiendo del tipo de cambio. No es poco, y siempre que no haya ningún derrape en otros indicadores. Lo anterior, si nos referimos a los **Servicios** (que deben ser sumados a los intereses), implica una suma mayor que necesariamente debe ser refinanciada por no contar con niveles de Reservas que permitan afrontarla. Una parte importante de los Recursos Tributarios se destina al pago de los intereses (alrededor del 8/7 %), pero esto no es nuevo, se viene repitiendo en los últimos años. Esto último se puede apreciar en *“Indicadores de sostenibilidad de la deuda bruta de la Administración Central cuadro A.47” (Boletín mensual de deuda)*.





INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA BRUTA DE LA ADMINISTRACIÓN CENTRAL

INDICADORES SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA BRUTA (FINANZAS)		2021 (1)	2022 (1)	2023 (1)	2024 (1)	1er. Trim. 2025 (1)
Como % del PIB(*)	Deuda Bruta de la Administración Central (Excluida la elegible pendiente de reestructuración)	80,2%	84,3%	154,8%	82,2%	75,8%
	Deuda Bruta de la Administración Central	80,8%	84,8%	155,7%	82,6%	76,2%
	Deuda Externa de la Administración Central (3)	32,1%	30,9%	58,4%	23,6%	21,2%
	Intereses Totales Pagados	1,7%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%
	Servicios Totales Pagados	14,3%	15,3%	14,9%	16,8%	16,1%
Como % Deuda Bruta de la Administración Central (Excluida la elegible pendiente de reestructuración)	Deuda en Moneda Extranjera	70,1%	68,7%	71,8%	55,0%	53,7%
	Deuda Ajustable por CER	17,2%	17,2%	12,5%	28,8%	27,3%
	Intereses Totales Pagados	2,1%	2,4%	1,3%	2,0%	2,0%
	Deuda con Tasa Variable	34,5%	35,5%	37,9%	35,7%	38,4%
	Deuda Externa de la Administración Central (3)	40,0%	36,7%	37,7%	28,6%	28,0%
	Servicios de Capital - Vencimientos a 2 años	40,0%	40,2%	37,5%	39,1%	40,3%
	Vida Promedio de la Deuda Bruta	6,1	5,9	5,9	5,1	4,9
Como % de Reservas	Deuda en Moneda Extranjera	637,8%	589,8%	1146,7%	861,7%	1012,8%
	Deuda Externa de la Administración Central (3)	364,2%	324,4%	602,1%	448,4%	528,1%
Como % de Exportaciones (*)	Deuda en Moneda Extranjera	288,9%	255,6%	316,6%	263,5%	256,5%
	Deuda Externa de la Administración Central (3)	165,0%	140,6%	166,2%	137,1%	133,7%
		2.021	2.022	2.023	2.024	2.025
Como % de los Recursos Tributarios	Intereses Totales Pagados	7,0%	8,3%	8,7%	7,3%	6,7%
	Servicios Totales Pagados	60,3%	63,3%	66,5%	82,7%	80,5%

Balanza de Pagos

Incluimos en el documento uno de los aspectos más sensibles respecto de la **deuda**, la **Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos**, por dos aspectos contrapuestos. Si persistimos en Cuentas Corrientes negativas, esto se traduce (mayormente) en aumento de la **deuda**, **al** no contar con las Reservas para afrontar la diferencia. El Indec abarca también la posición de la **situación internacional**. Pero no lo consideraremos en este documento.

Por otro lado, si la permanencia de los saldos en Cuenta Corriente resulta negativa **siempre o casi siempre**, no permite la acumulación de Reservas, especialmente las genuinas y es uno de las cuestiones más observadas por los de afuera (no residentes) como por los del pago propio (residentes).

Disminuir el saldo (especialmente si es negativo) de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos no es gratis ni hoy sencillo:

Significaría especialmente disminuir las importaciones (no creciendo las exportaciones), y esto tendría impacto sobre los bienes de capital o de otra naturaleza. Los otros

indicadores se vinculan con la propia dinámica de la economía, por ejemplo, el saldo de los Servicios o las Rentas, y estos son siempre negativos. La mayor parte de los números están asociados con la actividad de los privados, pero los pagos del Estado pesan, como también otras determinaciones.

Se puede especular en varias direcciones.

- a) La primera apunta a preguntarse cuánto debería depreciarse (o devaluar) el peso para atemperar los problemas de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, pero esto no está dentro del patrón de medidas que propone el gobierno. Se podría decir lo contrario. Y además conocemos cómo impacta en la inflación. Hoy por hoy es la mayor virtud del gobierno, que quiere jugar en las elecciones de octubre. Inflación baja y dólar corriendo o trepando entre los carriles máximo y mínimos establecidos por el FMI y tratando el Tesoro de tranquilizarlo en algunos momentos. Según el FMI, el tipo de cambio seguirá fluctuando entre bandas, también lo dice el ministro. Hoy lo que importa son las elecciones.
- b) Tampoco entraría en las especulaciones (a diferencia de USA y Trump) la posibilidad de que un elevado déficit en Cuenta Corriente o para mayor precisión una reducción del saldo (negativo) comercial (bienes y servicios) pueda pensarse en aranceles o algún tipo de política proteccionista, como cuotas de importación. Esto parece ser del gusto de Trump.
- c) La otra cuestión es que, a diferencia de otros países, son muchos no residentes que acumulan Títulos o similares en sus carteras (los chinos, japoneses e ingleses) porque entienden que tienen todas las seguridades para cobrar y además alta liquidez. Esto ocurre especialmente con los papeles (y los dólares) de USA. No es nuestro caso, a ningún no residente se le ocurriría guardar Títulos o similares con los niveles de Riesgo actual. Digamos que todo es medio de prepo o porque viene de antaño, o por negocios de corto plazo.
- d) Otros ingresos pueden provenir de la venta de activos, como alguna vez ya se hizo, y por lo visto es lo que hará Milei. ¿Qué activos nacionales?
- e) ¿Cuánto debiera incrementarse el PBI para diluir algunos de los efectos de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos? Muy complicado predecirlo. En esto se pueden incluir políticas de aumento de impuestos (reducen los gastos). Hoy no parece disponible aumentar (más) la tasa de interés para generar ingresos del sector externo. Algo de eso se está haciendo. El costo final nadie lo sabe exactamente.

Acumulando datos. Cuenta Corriente y Bienes.

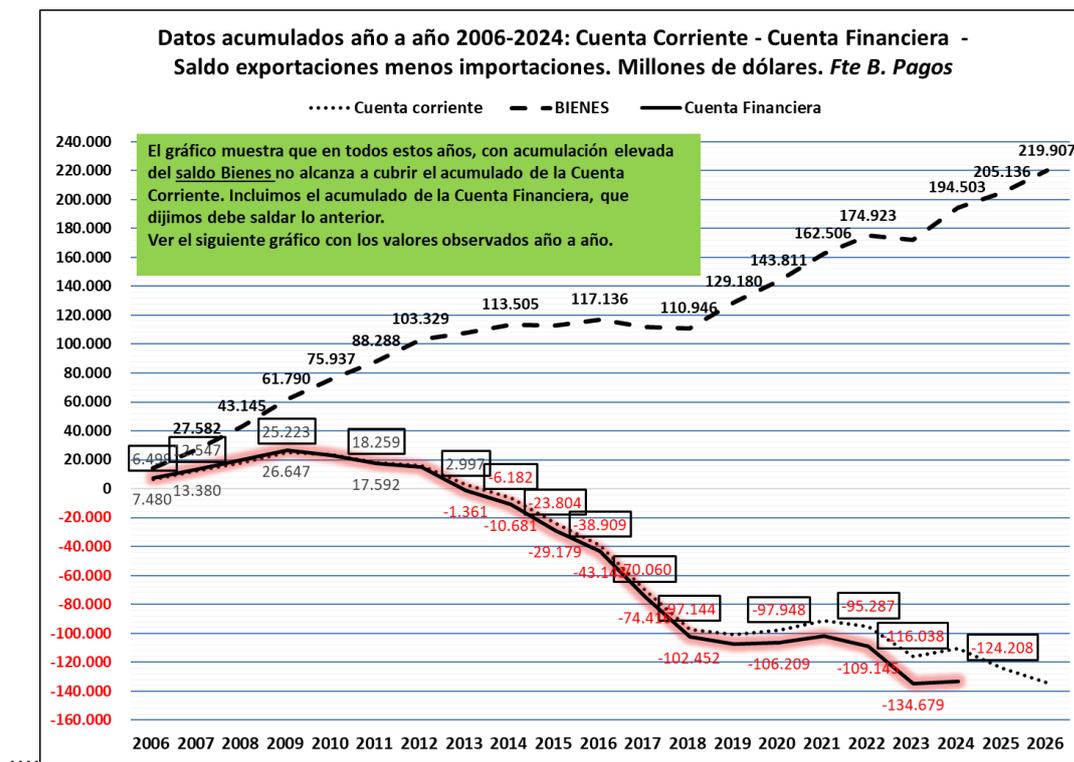
Siguiendo ahora con los gráficos, que los presentamos de dos formas:

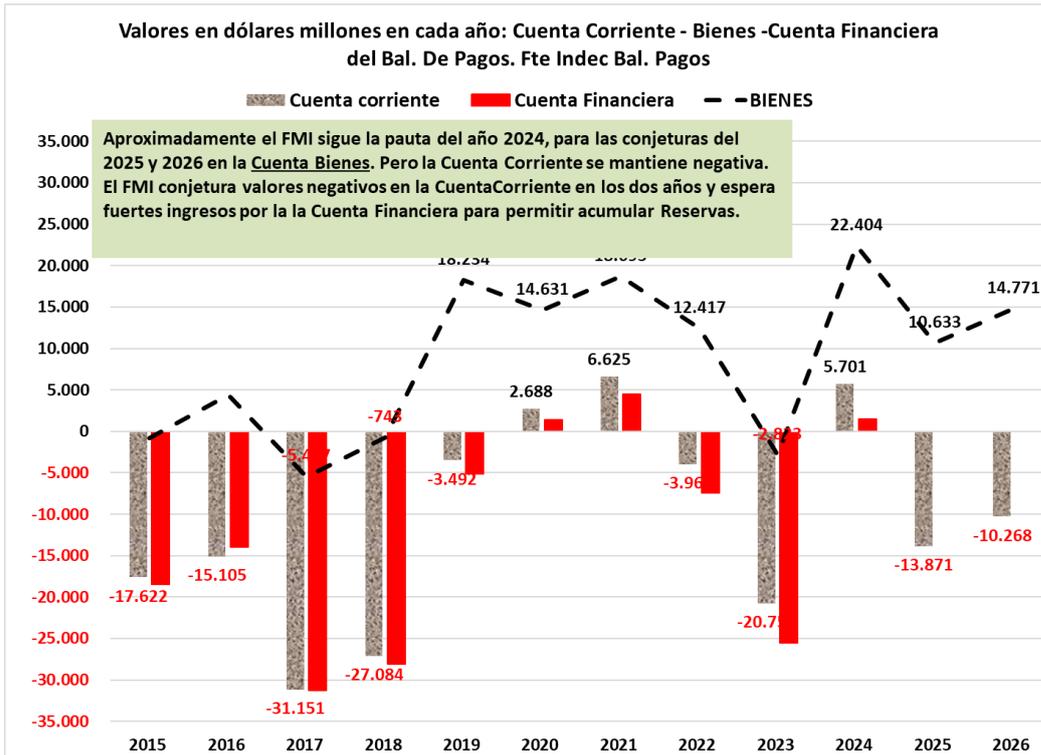
a) Los primeros acumulando año, y tomando un horizonte de casi 20 años (2006 a 2024), destacamos para no confundir a los lectores. Solo consideramos las cuentas generales de la Cuenta Corriente y la Cuenta Financiera del Balance de Pagos. Como sabemos

ambas cuentas deben dar la suma cero, las diferencias que siempre se presentan se neutralizan por "Errores y Omisiones". Si gastamos más, debemos lograr que alguien financie, si gastamos menos, estamos en la condición contraria, podemos financiar. Funciona la famosa partida doble del fraile Pacioli, allá por el 1500. Las cuentas de Cuenta Corriente tienen una contrapartida en la Cuenta Financiera.

¿Qué podemos destacar en estos gráficos?

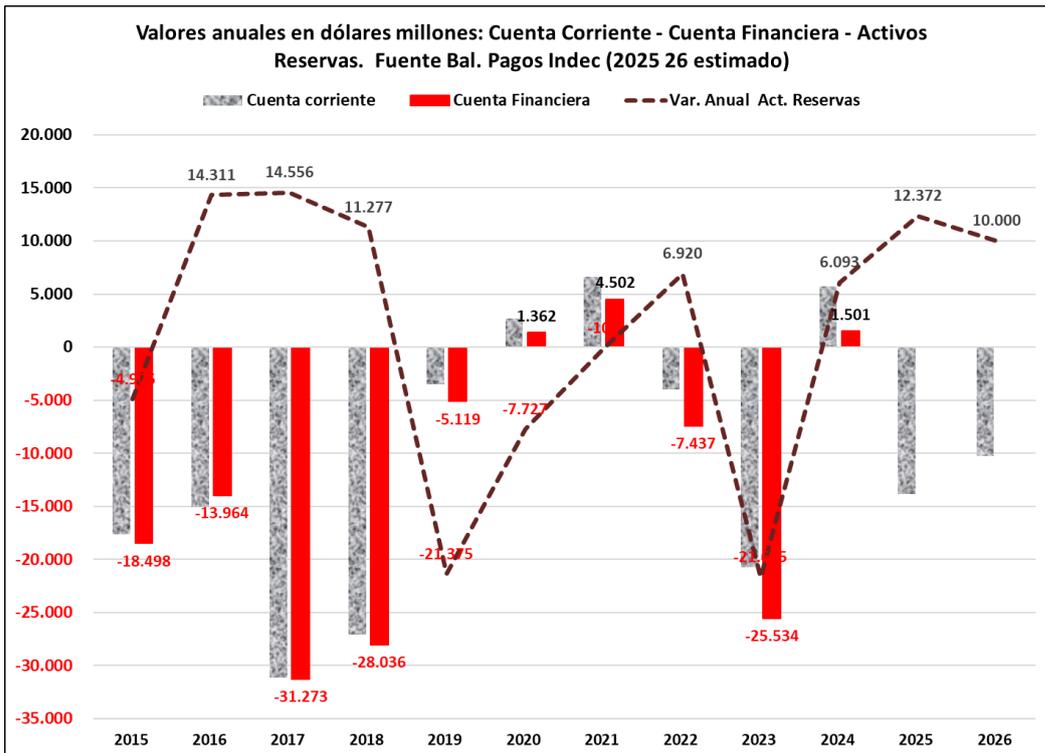
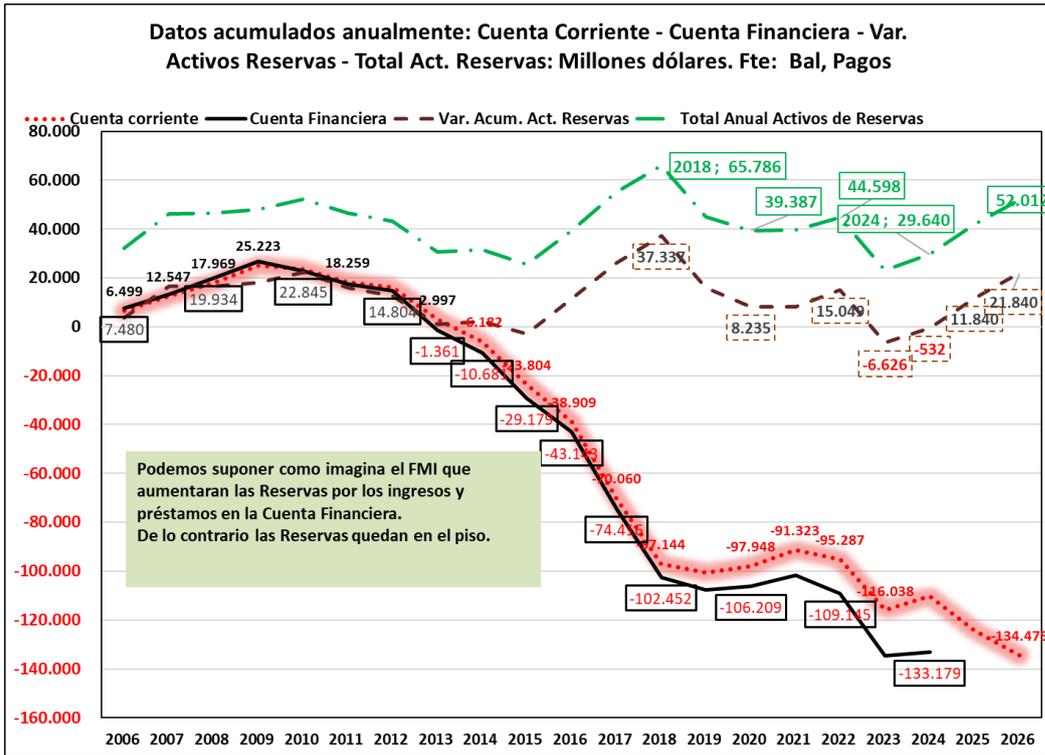
Empecemos por el primero: El **Saldo de Bienes acumulados**, proveniente de las exportaciones e importaciones, no alcanzó en el acumulado de los años (20 años) a neutralizar las cuentas negativas (Servicios y Rentas). Entonces, problemas. Lo más fácil sería decir que el saldo positivo de la cuenta exportaciones e importaciones debiera aumentar (siempre) a lo largo de cada año. Pero esto no parece posible. Entonces, problemas. El FMI es relativamente optimista por cuanto tanto en el 2025 como en el 2026 presenta un saldo positivo, próximo a los u\$s 10/11.000 millones en cada año. Podemos ver qué fue ocurriendo en los años más recientes, en particular la Cuenta Bienes, que aparece como una línea cortada en los dos gráficos. Tener presente uno es **acumulando** los resultados anuales año a año, y el otro es simplemente los **resultados de cada año**. Se podría pensar que para los técnicos del FMI es necesario encontrar números que cierren positivamente. Estos serían algunos de ellos.





Acumulando datos. Cuenta Financiera. Activos de Reservas.

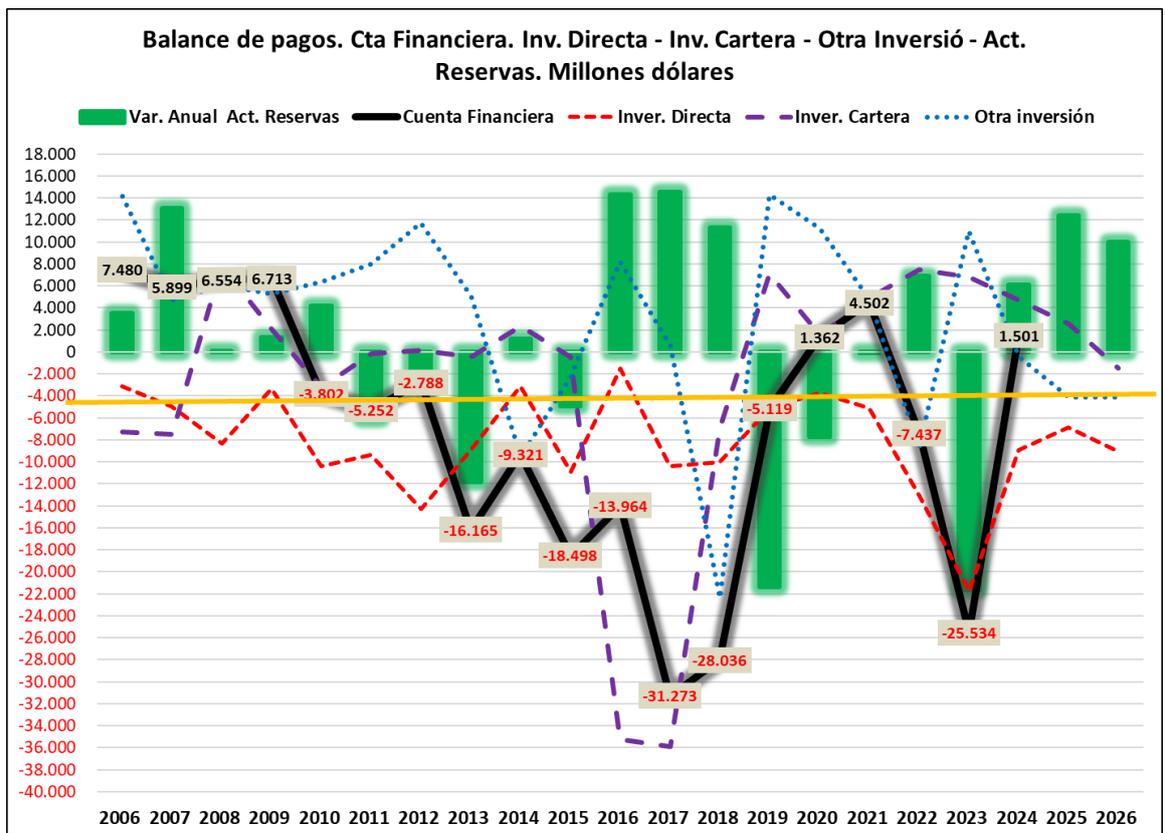
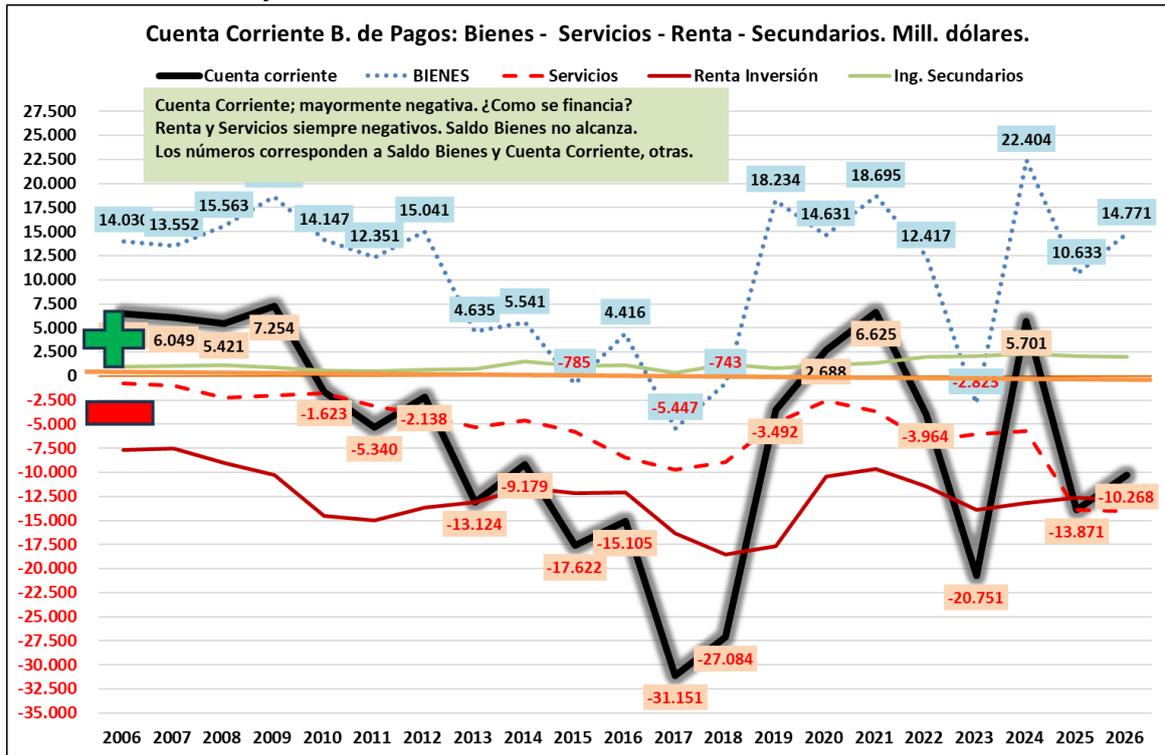
Los dos gráficos siguientes tienen puesto el acento en la cuenta **Financiera** y los **Activos de Reservas**. La Financiera (recordemos se salda con la Cuenta Corriente) destaca el recorrido de las cuentas **acumulando** los valores anuales y los acumulados de la **Variación de los Activos de Reservas**. También incorporamos los valores totales de **cada año** de los **Activos de Reservas**, que no son otra cosa que las Reservas Internacionales (*verlo en los Balances Semanales y en las planillas del Balance de Pagos*). Como se puede observar el acumulado de las **variaciones de los Activos de Reservas** prácticamente finaliza en cero durante esos 20 años. También se lo puede comprobar con el Total Activos de Reservas (Reservas Internacionales). El valor final del 2024 no es distinto del de hace 15 años. El otro gráfico con los **valores anuales** da cuenta de las variaciones importantes de los Activos de Reservas. Las explicaciones del Manual del FMI sobre los activos de Reservas no son sencillas de seguir y fueron incorporando distintas complejidades como los tipos de cambios y otros. Tengamos en cuenta que en el último reporte del FMI las Reservas Netas alcanzan los u\$s 6.000 millones negativos. Fue lo que obligó al gobierno a solicitar más tiempo y modificaciones en el cronograma original.



Aclarando con las cuentas de la Cuenta Corriente y Cuenta Financiera. Detalles.

En las Cuentas de la Cuenta Corriente queda claro el esfuerzo que deben hacer las exportaciones para lograr un saldo positivo amplio. Las restante cuentas son negativas.

Para la parte Financiera, el FMI conjetura sobre fuertes ingresos que permitan compensar la Cuenta Corriente y aumentar las Reservas. De lo contrario no cierran los números.



Saludos

Lic. Jorge A Moore

Agosto 2025

Corrección: Manuel López de Tejada

