

Informe de coyuntura macroeconómica N° 2

Superávit fiscal y estrategia financiera del Tesoro

Elaboración: Joaquín Waldman

Asesoramiento: Ricardo Martínez, Pablo Mira, Damián Pierrri y Juan Manuel Rodríguez Repeti

Colaboración: Hermes Fernández, Ulises Silva y María Pía Nicocia

- 1. Panorama de coyuntura.** El Tesoro volvió a emitir deuda en pesos a largo plazo
- 2. Análisis en profundidad.** Superávit financiero y una política doblemente contractiva
- 3. Principales variables macroeconómicas**

El Tesoro volvió a emitir deuda en pesos a largo plazo

Desde fines de 2023, la deuda pública del Gobierno Nacional en moneda doméstica creció 34 billones de pesos a precios constantes de abril de 2025 (+16%; ver Gráfico 1). Así, la deuda denominada en pesos representa más de un tercio del PIB.

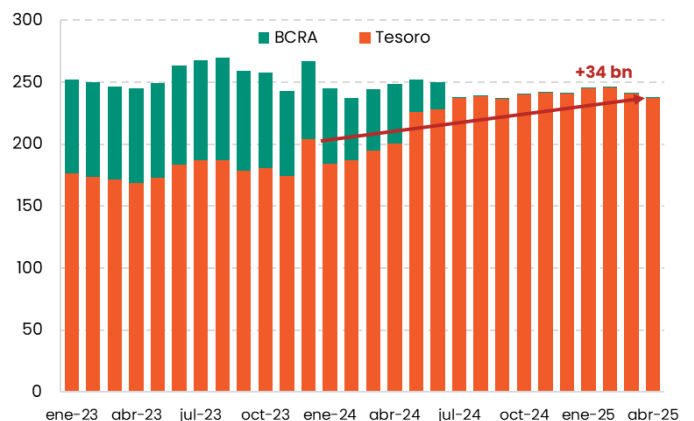
El principal motivo del incremento fue la absorción por parte del Tesoro de los pasivos del BCRA, que en su punto más alto alcanzaron los 33 billones (en pesos constantes actuales). Entre mayo y julio de 2024, la autoridad monetaria canceló las leliqs y los pases, haciendo que los bancos reorientaran sus inversiones en estos instrumentos hacia títulos

del Tesoro, incrementando así la deuda del fisco. En sentido contrario operó la remonetización de la economía: la mayor demanda de liquidez permitió al Gobierno no renovar parte de las amortizaciones, pagando con su superávit financiero y reduciendo parcialmente sus pasivos.

Un elemento adicional que contribuyó a la licuación de la deuda pública fue la reducción de las tasas de interés reales. Prescindiendo de la emisión monetaria, la estrategia del Tesoro respecto a sus pasivos (los que debía refinanciar y los que previamente eran del BCRA) fue colocar instrumentos en pesos en el mercado doméstico. Las restricciones cambiarias y de capitales le permitieron desligar la tasa local de la internacional, ya que, al no poder acceder a instrumentos financieros de otros países, los inversores debían conformarse con un rendimiento más bajo. De

Gráfico 1: Deuda en moneda local del Tesoro y el BCRA

En billones de pesos a precios de abril 2025



Fuente: Secretaría de Finanzas, INDEC y BCRA

este modo, el Gobierno colocó deuda a tasas significativamente negativas en términos reales durante la primera parte de 2024 (ver Gráfico 2).

Tras esta primera etapa de tasas negativas, las letras del Tesoro empezaron a ofrecer rendimientos superiores a la inflación esperada, retomando su objetivo de desalentar la demanda de activos externos, tanto de forma directa en el mercado financiero (a través del MEP) como de manera indirecta mediante el adelanto de importaciones. Con la flexibilización cambiaria reciente, el rol de las tasas del Tesoro como instrumento para desalentar la demanda de divisas se reforzó. En este contexto, las tasas reales positivas promueven el ahorro en pesos e impulsan la venta de dólares, bajando su cotización, que a fines de mayo se sitúa en torno a los \$1.150.

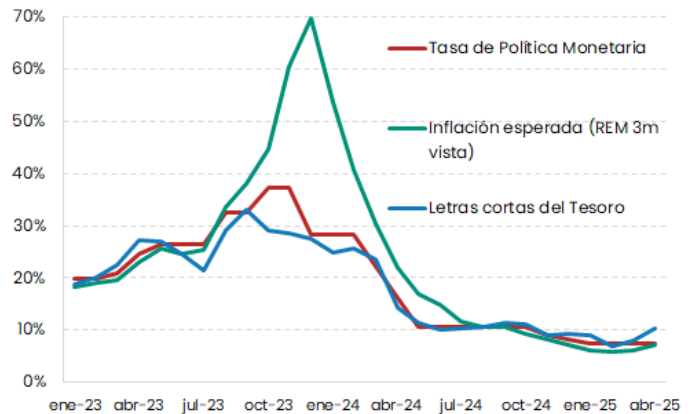
El Tesoro y el BCRA están actuando coordinadamente para generar incentivos para invertir en pesos. El primero ofrece títulos a tasa fija mientras que el segundo vende contratos de dólar futuro, reduciendo la devaluación implícita en este mercado y ubicándola por debajo de dicha tasa. Por poner un ejemplo, en la licitación del Tesoro del 14 de mayo se colocó una letra (S30J5) que pagaría 3,9% hasta su vencimiento el 30 de junio. Al mismo tiempo, el mercado de futuros, intervenido por la autoridad monetaria, *priceaba* una suba de 3,2% del dólar para igual período, brindando cobertura cambiaria para quienes prestaran pesos al Gobierno.

La expectativa oficial es que esta estrategia mantenga a los inversores locales en pesos y también atraiga a extranjeros a invertir en el país, ayudando a sostener la apreciación cambiaria. Eso fue lo que sucedió en la licitación de deuda de la última semana de mayo. En este llamado, el Gobierno emitió deuda no indexada a tasa fija a un plazo de 5 años, algo que no sucedía desde mediados de 2022.¹ Esta convocatoria estaba diseñada para inversores no residentes, que podían suscribir el bono directamente con dólares.

El bono emitido (BONTE 2030) vence en 5 años y se colocó a una tasa nominal anual de 29,5%. El monto que obtuvo el Tesoro fue de USD 1.000 millones, lo que equivale a un aumento de la deuda denominada en pesos por \$1,15 billones. Así, el Gobierno se hizo de divisas con las que podrá cancelar parte de sus vencimientos de julio, cuando debe pagar más de USD 4.300 millones (incluyendo capital e intereses) de Bonos de la restructuración de 2020. Lo restante sería cubierto con la abundante liquidez que el Tesoro tiene disponible, algo en lo que ahondamos en la siguiente sección.

Gráfico 2: Tasas e inflación esperada

Tasa efectiva trimestral, en %



Fuente: IAMC y BCRA

¹ El 23 de mayo de 2022 el Tesoro había emitido un bono a tasa fija de 43,25% anual con vencimiento en 2027.

Superávit financiero y una política doblemente contractiva

La consolidación fiscal es una condición necesaria para estabilizar exitosamente una economía con inflación crónica.² Ese fue el motivo por el cual el gobierno realizó un importante ajuste fiscal en 2024, cuando el resultado primario del Sector Público Nacional se contrajo de $-2,7\%$ del PBI a $+1,8\%$. En simultáneo, el resultado financiero (aquel que incluye los intereses de la deuda) pasó de $-4,4\%$ del PBI a $+0,3\%$, alcanzando su primer superávit en casi 15 años.³

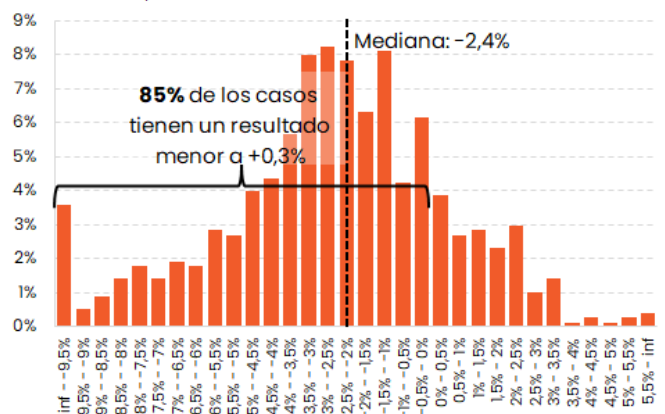
Este ajuste permitió la eliminación de la emisión monetaria, disminuyó las necesidades de endeudamiento y redujo la presión sobre el tipo de cambio. Sin embargo, su magnitud llevó el resultado fiscal a un valor muy alto, superior a los observados luego de otros planes de estabilización. En los casos exitosos, la mediana del balance fiscal primario el año posterior al inicio del programa es de $+1,2\%$ del PBI, mientras que el balance financiero es $-0,5\%$.⁴

En un artículo reciente, Jalles y Pessino investigan 53 consolidaciones fiscales en Latinoamérica y el Caribe.⁵ Durante estos episodios, que duran entre 2 y 5 años, las mejoras del resultado fiscal acumuladas son, en mediana, de 3,3-3,4 puntos del PBI, por debajo de los 4,5-4,7 observados en Argentina en un único año.

No sólo la variación del resultado fiscal está por fuera de la norma regional, sino también su nivel. Utilizando datos de Latinoamérica para el período 1980-2023, en apenas el 15% de los casos se observan resultados financieros superiores a $0,3\%$ del PBI, y sólo en 24% de las observaciones el superávit primario es superior a $1,8\%$ (ver Gráfico 3).

Gráfico 3: Distribución del resultado financiero

Frecuencia de aparición. Latinoamérica. 1980-2023



Fuente: Kehoe & Nicolini (2021) y FMI

Estas comparaciones nos llevan a preguntarnos cuál es el objetivo de mantener un resultado tan superavitario. Una posibilidad para el sector público es destinar estos recursos a reducir su endeudamiento en pesos. Esto no está ocurriendo, en la medida en que la deuda pública en moneda local constante tiene el mismo valor que en julio pasado, cuando terminaron de absorberse los pasivos remunerados del BCRA (volver a ver Gráfico 1).

² Dornbusch, R. & Simonsen, M. H. (1987). Inflation stabilization with incomes policy support: a review of the experience in Argentina, Brazil and Israel. NBER Working Paper N° 2153.

³ Para un mayor detalle sobre la composición y evolución de los resultados fiscales, ver los reportes de política fiscal de AFISPOP – IIEP (<https://iiep.economicas.uba.ar/publicaciones/informes-reportes/#afispop>).

⁴ Palazzo, G., Rapetti, M. & Waldman, J. (En prensa). Stabilization programs in chronic-inflation countries: Evidence from Latin America. Oxford Development Studies. Versión previa disponible en https://mpr.ub.uni-muenchen.de/123716/1/MPRA_paper_123716.pdf

⁵ Jalles, J. T., & Pessino, C. (2025). Fiscal Consolidations in Developing Countries with a Latin America Focus: The role of Inequality, Informality and Corruption. *Journal of Macroeconomics*, 103675.

Otra alternativa es utilizar el excedente para reducir los pasivos en dólares. Este sería el destino de las divisas obtenidas con la colocación del bono a 2030 mencionado en la primera sección. Por el momento, este desendeudamiento no ocurrió, ya que el pago de BONARES y Globales de enero fue más que contrarrestado con el incremento de USD 14.000 millones de la deuda con el FMI (ver Gráfico 4). Por último, el Estado podría comprar dólares para acumular en la forma de reservas internacionales, algo que tampoco hizo.

Los excedentes que obtiene el Tesoro por mayores ingresos que gastos, y que no utiliza para reducir deudas, fueron aplicados a inversiones financieras a lo largo del año pasado, generando un importante volumen de ahorro público. El valor acumulado de estas inversiones (en donde hay, entre otros, plazos fijos del Gobierno en el Banco Nación), junto a los depósitos del Tesoro en el BCRA, alcanzaron en febrero los \$19 billones (ver Gráfico 5).⁶ Este dinero podría ser utilizado sin emitir nuevos pesos, ya que actualmente está en el sistema financiero.

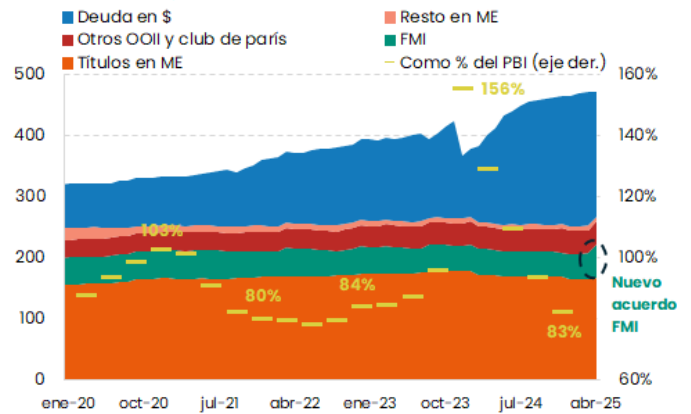
En definitiva, el Gobierno está quitando recursos a la economía por la vía del superávit fiscal que no devuelve a los privados mediante el repago de su deuda, llevando a un incremento en la tasa de interés de la deuda pública. En este sentido, la política fiscal genera una disminución del gasto del estado y también una suba de la tasa que reduce la demanda privada.

El objetivo de esta política doblemente contractiva es atraer dólares, presionando el tipo de cambio a la baja y ayudando a la desinflación, eje principal del combo de políticas económicas. En lugar de atesorar el superávit en forma de inversiones, el Gobierno podría optar por relajarlo, retomando la inversión pública en obras. Esto está contemplado en el programa con el FMI, que proyecta una reducción del resultado financiero al 0,0% del producto.

Alternativamente, podría disminuir la deuda en pesos o comprar divisas para incrementar la sostenibilidad de sus pasivos en dólares. Este es uno de los objetivos centrales del programa con el Fondo, pero a pocos días de la primera revisión, las reservas netas están lejos de la meta.

Gráfico 4: Deuda pública del gobierno nacional

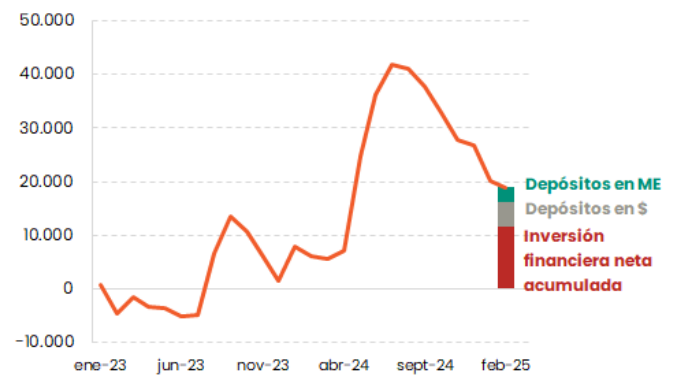
En Moneda Extranjera (ME) y \$. Miles de millones de dólares y % del PBI



Fuente: Secretaría de Finanzas e INDEC

Gráfico 5: Depósitos e inversión financiera del Gobierno

En miles de millones de \$ a precios de febrero de 2025. Depósitos del Gobierno en el BCRA + Inversión financiera (bajo la línea) neta acumulada desde ene-23



Fuente: BCRA y MECON

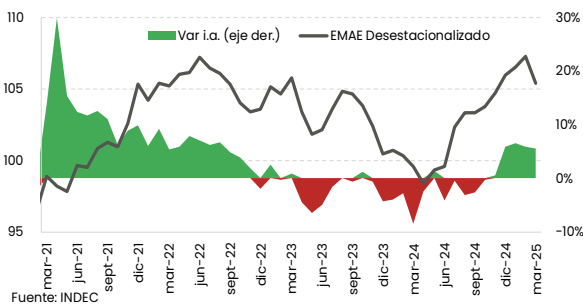
⁶ Se utilizan datos hasta febrero por la disponibilidad de valores de inversión financiera. Los depósitos del Gobierno se incrementaron fuertemente en abril por la transferencia de utilidades correspondientes al ejercicio 2024.

Principales variables macroeconómicas

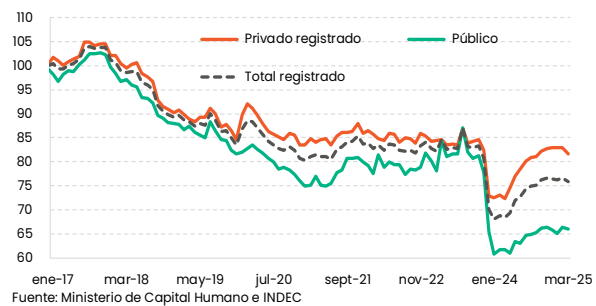
	Fuente	Último dato	Nivel	Var mensual	Var. Interanual				Acumulado 2025
					T	T-1	T-2	T-3	
Actividad económica*	INDEC	mar-25	-	-1,8%	6%	6%	7%	6%	6%
Ventas en supermercados	INDEC	mar-25	-	1,8%	3%	1%	4%	-3%	3%
Producción industrial*	INDEC	mar-25	-	-4,5%	5%	6%	8%	9%	6%
Actividad de la construcción*	INDEC	mar-25	-	-4,1%	16%	4%	-1%	-10%	6%
Salario priv. nominal mediano (bruto)	SIPA	feb-25	\$ 1.172,387	3,1%	90%	112%	154%	166%	100%
Salario priv. real mediano (bruto)*	SIPA	feb-25	-	0,7%	14%	15%	16%	0%	14%
Inflación nacional	INDEC	abr-25	-	2,8%	47%	56%	67%	85%	12%
Inflación núcleo	INDEC	abr-25	-	3,2%	47%	51%	60%	75%	12%
Tipo de cambio oficial	BCRA	27/5/2025	\$ 1.148	-2,2%	29%	34%	25%	26%	11%
Tipo de cambio MEP	Ámbito	27/5/2025	\$ 1.161	-1,9%	-5%	15%	28%	15%	-1%
Tipo de cambio real (17-12-15=100)	BCRA	27/5/2025	83,4	-3,1%	-10%	-9%	-22%	-27%	5%
Gasto primario real	MECON	abr-25	-	**	-1,2%	1,9%	19,1%	13,5%	7,7%
Recaudación real	AFIP	abr-25	-	**	7,2%	5,7%	11,8%	5,8%	7,6%
Exportaciones de bienes	INDEC	abr-25	US\$ 6664 M	**	2,1%	-2,3%	11,0%	9,6%	US\$ 25047 M
Importaciones de bienes	INDEC	abr-25	US\$ 6460 M	**	37,2%	38,5%	42,3%	24,7%	US\$ 24083 M
Saldo comercial	INDEC	abr-25	+ US\$ 204 M	**			**		+ US\$ 965 M
Exportaciones de bienes y servicios	BCRA	mar-25	US\$ 6230 M	**	10,5%	22,4%	36,1%	48,0%	US\$ 20431 M
Importaciones de bienes y servicios	BCRA	mar-25	US\$ 7485 M	**	121,9%	166,8%	404,9%	477,1%	US\$ 22617 M
Saldo comercial	BCRA	mar-25	- US\$ 1255 M	**			**		- US\$ 2186 M
Reservas Brutas	BCRA	22/5/2025	US\$ 38097 M	- US\$ 717 M (-2%)	31,0%	41,2%	-7,9%	1,9%	+ US\$ 8485 M (+29%)
Deuda Pública / PBI **	MECON	IV T-24	83,2%	**			-73,4 p.p.		-
Riesgo país	Ámbito	27/5/2025	666 p.b.	-26 p.b.	-777 p.b.	-490 p.b.	-623 p.b.	-950 p.b.	+ 31 p.b.
Tasa de interés de pol. mon. (TNA)	BCRA	27/5/2025	29,0%	+ 0 p.p.	-	-	-	-	-
TIR de LECAP corta (fin de mes próx.)	IAMC	28/5/2025	32,8%	- 0 p.p.	-	-	-	-	-
Tasa de interés BADLAR (TNA)	BCRA	27/5/2025	33,2%	+ 0 p.p.	-	-	-	-	-
Base Monetaria prom.	BCRA	may-2025 (hasta 22)	\$ 34,8 B	5%	133%	161%	178%	188%	-
M2 prom.	BCRA	may-2025 (hasta 22)	\$ 71,9 B	3%	71%	89%	81%	81%	-
M2 transaccional privado prom.	BCRA	may-2025 (hasta 22)	\$ 47,9 B	0%	88%	116%	121%	126%	-
M3 prom.	BCRA	may-2025 (hasta 22)	\$ 129,4 B	3%	69%	83%	94%	107%	-

* La variación mensual se realiza sobre la variable desestacionalizada // ** No se reporta por tener estacionalidad o por corresponderse con datos trimestrales

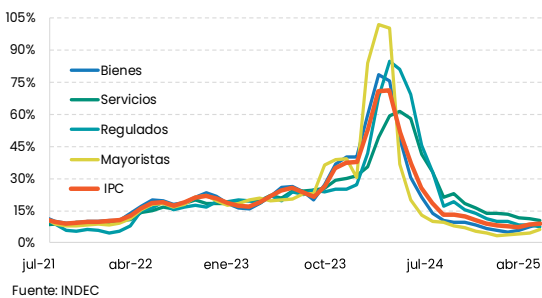
Actividad económica - Índice promedio 2021=100



Salarios reales - Índice dic-2016=10



Inflación - Variación acumulada 3 meses



Tipo de cambio real - A precios de abril-2025

