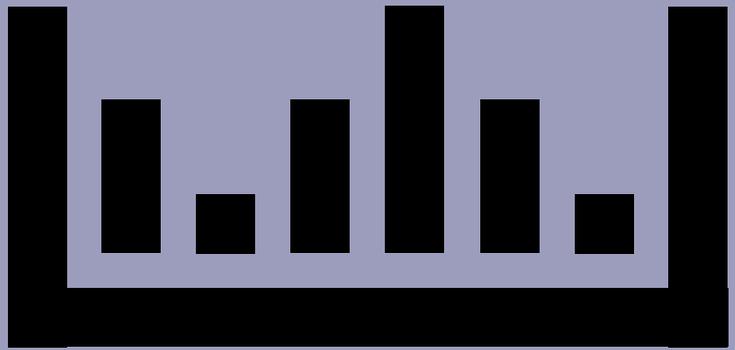


La sostenibilidad de la deuda pública

¿Por qué es importante recuperar el acceso a los mercados?



Economía

Emiliano Libman
Pablo de la Vega
Guido Zack

Noviembre 2024

La sostenibilidad de la deuda pública

¿Por qué es importante recuperar el acceso a los mercados?

Emiliano Libman
Pablo de la Vega
Guido Zack

- Generar riqueza
- Promover el bienestar
- Transformar el Estado



Sobre Fundar

Fundar es un centro de estudios y diseño de políticas públicas que promueve una agenda de desarrollo sustentable e inclusivo para la Argentina. Para enriquecer el debate público es necesario tener un debate interno: por ello lo promovemos en el proceso de elaboración de cualquiera de nuestros documentos. Confiamos en que cada trabajo que publicamos expresa algo de lo que deseamos proyectar y construir para nuestro país. Fundar no es un logo: es una firma.

Nos dedicamos al estudio e investigación de políticas públicas sobre la base de evidencia. Como parte de nuestra política de promover la transparencia y promoción de la discusión pública, disponibilizamos los datos utilizados para nuestros análisis, para que cualquier persona que lo desee pueda replicar los análisis realizados y generar nuevas investigaciones.

Creemos que el lenguaje es un territorio de disputa política y cultural. Por ello, sugerimos que se tengan en cuenta algunos recursos para evitar sesgos excluyentes en el discurso. No imponemos ningún uso en particular ni establecemos ninguna actitud normativa. Entendemos que el lenguaje inclusivo es una forma de ampliar el repertorio lingüístico, es decir, una herramienta para que cada persona encuentre la forma más adecuada de expresar sus ideas.

Trabajamos en tres misiones estratégicas para alcanzar el desarrollo inclusivo y sustentable de la Argentina:

Generar riqueza. La Argentina tiene el potencial de crecer y de elegir cómo hacerlo. Sin crecimiento, no hay horizonte de desarrollo, ni protección social sustentable, ni transformación del Estado. Por eso, nuestra misión es hacer aportes que definan cuál es la mejor manera de crecer para que la Argentina del siglo XXI pueda responder a esos desafíos.

Promover el bienestar. El Estado de Bienestar argentino ha sido un modelo de protección e inclusión social. Nuestra misión es preservar y actualizar ese legado, a través del diseño de políticas públicas inclusivas que sean sustentables. Proteger e incluir a futuro es la mejor manera de reivindicar el espíritu de movilidad social que define a nuestra sociedad.

Transformar el Estado. La mejora de las capacidades estatales es imprescindible para las transformaciones que la Argentina necesita en el camino al desarrollo. Nuestra misión es afrontar la tarea en algunos aspectos fundamentales: el gobierno de datos, el diseño de una nueva gobernanza estatal y la articulación de un derecho administrativo para el siglo XXI.

Cita sugerida

Libman, E., De la Vega, P. y Zack, G. (2024). "[La sostenibilidad de la deuda pública: ¿por qué es importante recuperar el acceso a los mercados?](#)". Fundar.

Esta obra se encuentra sujeta a una licencia [Creative Commons 4.0 Atribución-NoComercial-Sin-Derivadas Licencia Pública Internacional \(CC-BY-NC-ND 4.0\)](#). Queremos que nuestros trabajos lleguen a la mayor cantidad de personas en cualquier medio o formato, por eso celebramos su uso y difusión sin fines comerciales.

Licencias

Esta obra se encuentra sujeta a una licencia [Creative Commons 4.0 Atribución-NoComercial-Sin-Derivadas Licencia Pública Internacional \(CC-BY-NC-ND 4.0\)](#). Queremos que nuestros trabajos lleguen a la mayor cantidad de personas en cualquier medio o formato, por eso celebramos su uso y difusión sin fines comerciales.

Índice

La sostenibilidad de la deuda pública

¿Por qué es importante recuperar el acceso a los mercados?

5	Introducción
8	Definiciones y conceptos básicos del endeudamiento público
11	Radiografía de la deuda pública argentina: evolución reciente y composición actual
16	Una descomposición de los factores que explican la evolución reciente de la deuda pública
17	La sostenibilidad de la deuda pública
18	Un análisis sobre la sostenibilidad de la deuda para la Argentina
25	Algunas lecciones
26	Evitar la concentración de los vencimientos
26	Sostener superávits primarios
27	Eliminar las restricciones cambiarias
28	La deuda externa total también debe ser sostenible
29	La deuda con el FMI requiere de un tratamiento particular
30	Para garantizar la sostenibilidad de la deuda se necesitan reformas institucionales
31	Anexos
32	Anexo 1. Restricciones presupuestarias y análisis de la sostenibilidad de la deuda pública
33	Anexo 2. Perfil de vencimientos del Ministerio de Economía y simulaciones de la deuda pública
35	Bibliografía

Introducción

A diferencia de la deuda de empresas y hogares, la deuda pública es mucho más que una serie de compromisos de pago a futuro utilizados para tener recursos en el presente. Bien empleada, es uno de los instrumentos de la política contracíclica y uno de los pilares para consolidar un mercado financiero doméstico que contribuya al desarrollo de los mercados de capitales y mejore el financiamiento disponible para el sector privado.

Una mala administración de la deuda pública puede tener múltiples efectos negativos en la economía. Si el endeudamiento fuera excesivo, podría suceder que los recursos necesarios para el repago resulten muy elevados y comprometan los niveles de crecimiento futuro ([Krugman, 1988](#)). También podría derivar en una situación de insostenibilidad y provocar inestabilidad económica e incertidumbre ante la perspectiva de una reestructuración. En definitiva, esta situación dificultaría la toma de decisiones en las familias, hogares y empresas, ya que probablemente no sabrían con qué ingresos y gastos enfrentar la coyuntura y el futuro ([Guzmán y Stiglitz, 2020](#)). Finalmente, una mala gestión de la deuda eleva el costo del financiamiento del sector público y del privado.

Hace rato que la Argentina viene gestionando de forma deficiente su deuda pública —y más generalmente, su macroeconomía—. Por esta razón, tiene cerrado el acceso a los mercados internacionales de deuda. El problema se refleja en una elevada prima de riesgo país en comparación con el resto de la región (gráfico 1). Cercana a los 900 puntos básicos, esta prima significa que si el Tesoro argentino quisiera emitir un bono en los mercados internacionales, debería pagar casi 9 puntos porcentuales (p.p.) más de tasa de interés que el Tesoro de los Estados Unidos y entre 7 y 8 p.p. más que, por ejemplo, Uruguay o Brasil. Además, si el país quisiera tomar nueva deuda a tasas de interés razonables para reemplazar la que va venciendo —lo que popularmente se conoce como *roll over*—, tendría dificultades para hacerlo.

Evolución del riesgo país (%) en países seleccionados de América Latina (2008-2024)

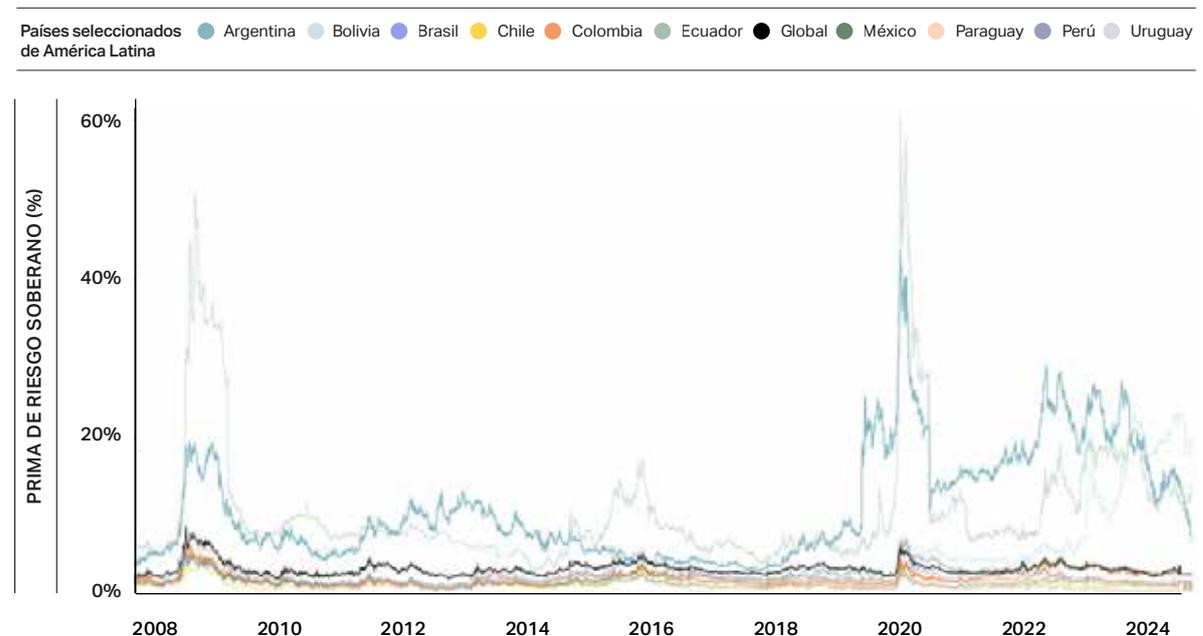


Gráfico 1

Nota: el gráfico muestra el diferencial de riesgo en puntos porcentuales de un bono soberano emitido por determinado país en comparación con uno emitido por el Tesoro de los Estados Unidos.

Fuente: Fundar con base en JP Morgan (índice EMBI+¹).

¹ "EMBI" proviene del inglés *Emerging Markets Bonds Index*. Mide la sobretasa que debe pagar un Estado si tuviese que endeudarse a diez años, comparado contra lo que debería pagar si el que tuviera que endeudarse fuera el Tesoro de los Estados Unidos.

Introducción

Las deudas no siempre se pueden pagar. Los procesos de reestructuración —que a veces son inevitables si no se corrige el rumbo a tiempo— pueden ser altamente disruptivos para la economía y afectar negativamente el historial crediticio del deudor y la posibilidad de desarrollar el mercado de capitales doméstico. En el gráfico 2 se muestra el número acumulado de *defaults* de deuda doméstica y externa en América Latina desde 1980 hasta 2016. Los impagos/*defaults* de deuda son algo común en la Argentina y en la región, no obstante, los eventos más recientes son una particularidad en países como la Argentina, donde decisiones desacertadas en materia de política económica han conducido a una deuda pública insostenible.

Número acumulado de *defaults* de deuda en países seleccionados de América Latina (1980-2016)

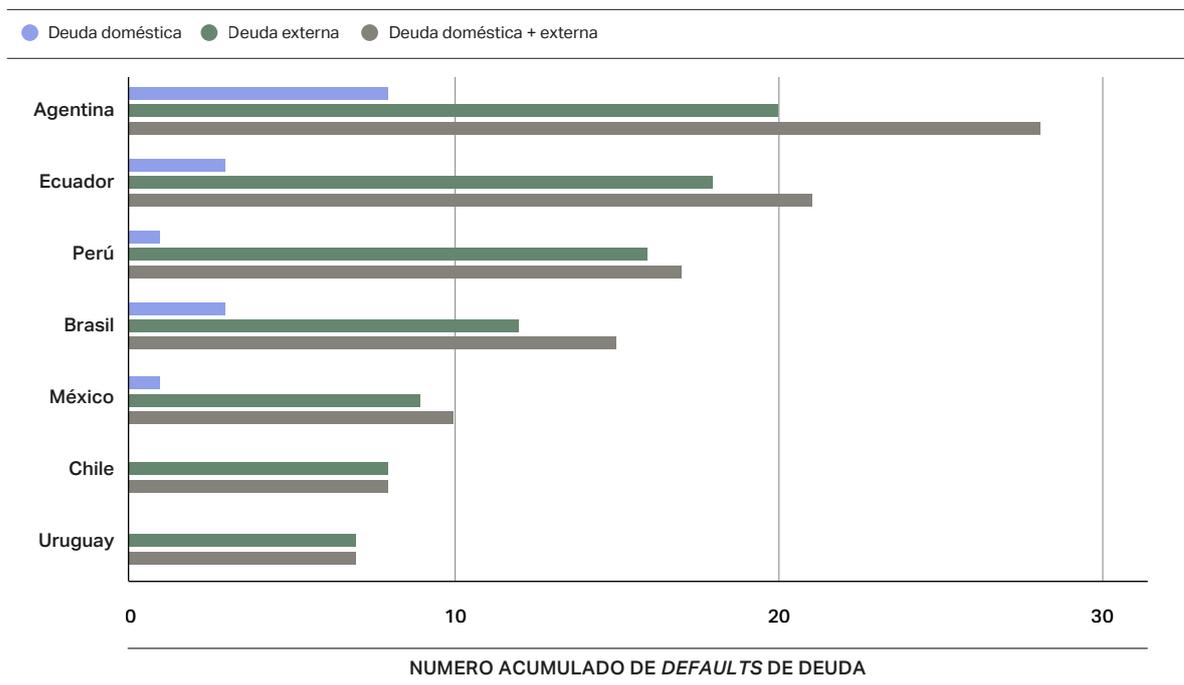


Gráfico 2

Fuente: Fundar con base en [Behavioral Finance & Financial Stability](#).

En numerosas ocasiones entre 2008 y 2023, la Argentina ha cancelado deuda en moneda extranjera y afectó con ello sus reservas internacionales, o debió recurrir a fuentes de financiamiento excepcionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI). Por otro lado, el sector público todavía carece de financiamiento a largo plazo en moneda doméstica a tasas razonables y el acceso al mercado internacional está en gran medida cerrado. Esta situación genera para el país múltiples desafíos de corto y mediano plazo, porque a partir de 2025 deberá enfrentar vencimientos de capital e intereses significativos. Si bien una parte importante puede refinanciarse en pesos en el mercado de capitales doméstico, hay otra fracción de estos vencimientos que deberá abonarse en dólares o volver a financiarse, con lo cual su posibilidad real de honrar la deuda depende de la voluntad de los mercados internacionales.

Una cuestión crucial en este sentido es la incapacidad del esquema económico vigente para acumular reservas, lo que siembra dudas sobre las posibilidades de realizar estos pagos y dificulta la reducción del riesgo país y el acceso a los mercados. De no restablecerse dicho acceso, la Argentina enfrentaría una situación de mayor estrés financiero, menor disponibilidad de divisas, menor crecimiento económico y peores indicadores sociales.

La sostenibilidad de la deuda no sólo es importante para restablecer el acceso al mercado, sino también para ir cancelando la deuda con el Fondo.

Otra pieza clave del rompecabezas de la deuda argentina son los compromisos con el FMI, que en la práctica es un acreedor de carácter privilegiado, ya que está primero en la fila a la hora de cobrar. El país tiene con esta entidad una deuda que está por encima de los niveles habituales, lo que implica que el programa actual es, en palabras del organismo, de “acceso excepcional”. Para poder tener un programa con estas características, se requiere de un análisis riguroso y sistemático que indique que existe una alta probabilidad de que la deuda siga siendo sostenible y que pueda otorgarle al país un nuevo financiamiento.

La sostenibilidad de la deuda no solamente es importante para restablecer el acceso al mercado, sino también para ir cancelando la deuda con el Fondo. Idealmente, se debe evitar recurrir al financiamiento con el FMI, pero, si fuera estrictamente necesario, el acuerdo no debería condicionar la independencia de la política económica doméstica. De esta manera, se podrá evitar un escenario muy dañino y el consecuente incumplimiento de sus compromisos de pago y la imposibilidad de acceder a otra serie de financiamientos e inversiones, como el crédito comercial para financiar importaciones o prefinanciar exportaciones².

En este contexto, el presente estudio pone en discusión el desafío que enfrenta la economía argentina a la hora de garantizar la sostenibilidad de su deuda pública. Existen condiciones bajo las cuales esto es posible, pero no sin exigencias y cuestionamientos significativos. Es necesario una política macroeconómica que permita un resultado fiscal consistente, con niveles de endeudamiento en moneda nacional y extranjera que no generen presiones inflacionarias y cambiarias y que posibiliten una remoción gradual de la mayoría de las restricciones que operan sobre el mercado de cambios, lo que en el actual contexto demanda un superávit primario.

A su vez, es fundamental que la economía argentina vuelva a crecer, lo que es imposible si no recupera el acceso al mercado de capitales. Economías como la nuestra no suelen experimentar procesos de crecimiento sostenido que se financien exclusivamente mediante dólares del comercio exterior; por eso, contar con la posibilidad de acceder al mercado de capitales para financiar déficits por cuenta corriente no demasiado elevados es de vital importancia. Esta circularidad —la economía debe crecer para que la deuda sea sostenible y sólo puede hacerlo si la deuda es sostenible— representa el nudo de la cuestión e ilustra la complejidad que supone la temática.

Es fundamental que la economía argentina vuelva a crecer, lo que es imposible si no recupera el acceso al mercado de capitales.

En el caso argentino existen otras aristas que complejizan incluso más el asunto las elevadas tasas de inflación en las que la economía se encuentra hace años ([De la Vega et al., 2024](#)), un programa con el FMI que involucra tasas de interés potencialmente incompatibles con la sostenibilidad de la deuda y un marco institucional donde no abundan las herramientas para diseñar una política fiscal y financiera que contribuya con la estabilidad. Por ello, también sería deseable promover el desarrollo de instituciones consistentes con la sostenibilidad de la deuda, como la implementación de un marco fiscal que incluya una regla y un fondo anticíclico, y discutir el rol del endeudamiento con el FMI.

² Por ejemplo, a fines de 2001 el Estado argentino declaró el *default* de la deuda pública con bonistas privados, pero se siguieron honrando los compromisos con el FMI. Incluso se utilizó como arma de negociación la posibilidad de “defaultear” la deuda con el Banco Mundial mediante el no pago de un vencimiento —lo que rápidamente forzó un acuerdo con el Fondo.

El documento se organiza del siguiente modo: en la [primera sección](#) se introducen definiciones y conceptos básicos para analizar la dinámica del endeudamiento público. Luego, en la [segunda sección](#) se describe la evolución de la deuda pública argentina durante los últimos 20 años. En la [tercera sección](#) se realiza un ejercicio cuantitativo para analizar su sostenibilidad. Finalmente, en la [cuarta sección](#), se exponen algunas lecciones.

Definiciones y conceptos básicos del endeudamiento público

En general, la deuda pública se instrumenta mediante la emisión de títulos cotizables en el mercado; durante las últimas décadas, aunque en menor medida, mediante préstamos con organismos internacionales. El deudor solicita capital para financiarse y se compromete a devolver a los acreedores el capital y los intereses bajo una serie de condiciones contractuales. En el caso de los préstamos, el deudor negocia dichas condiciones con los acreedores, que suelen ser organismos multilaterales (Banco Mundial, FMI o Banco Interamericano de Desarrollo) o bilaterales (tesorerías de otros países o Club de París). En el caso de los bonos, la emisión de deuda se realiza en el mercado primario, cuyas condiciones de financiamiento son el resultado de las ofertas recibidas por parte de los inversores, es decir, personas humanas e instituciones especializadas (bancos, fondos comunes de inversión, entre otros).

El rendimiento que puede obtener un tenedor de bonos depende de su horizonte de inversión y de las decisiones que tome en ese sentido. Habitualmente, los títulos de deuda se pueden comprar y vender en mercados secundarios, donde cotizan a cierto precio. De este modo, el tenedor de títulos recibe lo que figura en el contrato sólo si los mantiene en su poder hasta el vencimiento. Si los vende antes, el retorno que obtiene se determina según el precio al que los venda. Debido a que su precio fluctúa, el rendimiento de un instrumento de deuda no coincide con la tasa de interés —denominada “tasa de cupón”— con la que se emite. El precio de los títulos de deuda en el mercado secundario está supeditado al interés por mantener dichos títulos en el portafolio. El apetito que tienen los inversores por esos bonos se asocia a las expectativas de *default*: cuanto mayor es ese riesgo, disminuyen el interés por los bonos y, por ende, su precio, por lo tanto, mayor es su rendimiento.

Cuando el sector público emite deuda —con un rendimiento mayor que el de activos similares considerados más seguros, como los bonos del Tesoro de los Estados Unidos—, en su precio está reflejada la percepción de que hay alguna probabilidad de impago —un “exceso de tasa”—. Esto se debe al carácter contingente de los contratos financieros: no es posible un mundo en el que no exista el *default*. Si tal mundo existiera, no habría prima de riesgo, ya que los contratos, por definición, se pagarían siempre ([Guzmán y Heymann, 2015](#)). En el mundo real, los contratos financieros involucran una alta dosis de contingencia, ya que según el contexto, el deudor podría no honrar sus compromisos. La capacidad o no de cumplir con los compromisos es uno de los principales factores que explica las variaciones de precio en los títulos públicos. Es decir, su precio depende de la eventual solvencia de las autoridades —capacidad y voluntad de repago—. Ambos conceptos son evaluados regularmente por los mercados y los analistas, sin criterios definitivos que permitan trazar una línea clara entre la solvencia y la insolvencia³.

Un indicador muy conocido que determina la capacidad y voluntad de pago es el riesgo país. Este funciona como un termómetro que constata la probabilidad de impago de los títulos e implica un exceso de tasa —comparados con activos similares sin riesgo— que deberían pagar los bonos del

³ Las diferentes agencias calificadoras de riesgo le atribuyen a los instrumentos de deuda de cada Estado una nota (“AAA”, “BBB+”, por ejemplo), aunque no necesariamente coinciden entre sí.

sector público nacional en caso de emitir nueva deuda⁴. En la práctica, dado que se mide con el rendimiento de los bonos actualmente en cotización, el riesgo país puede variar cuando el precio de los títulos de un país fluctúa en el mercado secundario.

Un actor central que contribuye a desarrollar los mercados financieros es el Banco Central, ya que puede evitar que el precio de los títulos caiga —o suba— excesivamente en momentos de estrés.

Un factor que contribuye a que la deuda pública sea bien recibida —lo que permite su emisión a menor costo— es la existencia de una base inversora amplia y la presencia de mercados de cobertura que le otorgan liquidez a los títulos ([Nazar Van Doornik et al., 2024](#)). Al comprar un título de deuda, el inversor —un individuo, una empresa, un banco, una entidad pública— se expone a la posibilidad de tener que desprenderse del bono en cuestión para obtener dinero en efectivo. La probabilidad de vender el título sin que su precio disminuya de forma abrupta —depende de la existencia de mercados secundarios con suficientes operaciones— los torna más atractivos.

Un actor central que contribuye a desarrollar los mercados financieros es el Banco Central, ya que puede evitar que el precio de los títulos caiga —o suba— excesivamente en momentos de estrés. Esto permite morigerar las fluctuaciones en los precios de los activos financieros y así contribuir a estabilizar la actividad económica, mantener la inflación baja y estable y evitar crisis financieras. La capacidad de los bancos centrales para intervenir está sujeta a las condiciones estipuladas en los contratos financieros y del tipo de acreedor. En principio, si los contratos están denominados en moneda nacional, los bancos centrales tienen un poder de maniobra sólo limitado por el marco institucional —que define las condiciones para intervenir, cuánto se puede emitir, etc.—. Pero si la denominación de los contratos es en moneda extranjera, el margen depende del *stock* de reservas internacionales en su poder y de su habilidad de obtener financiamiento adicional en dicha moneda.

Además de la moneda en la cual se realizó la emisión de la deuda, la residencia de los acreedores también importa: si operan en la economía nacional y tienen obligaciones e intereses a varios años, su comportamiento puede ser muy diferente de entidades que operan a escala global y tienen escaso interés de mantener en su portafolio títulos de la deuda de países como la Argentina. El tipo de inversor es muy relevante para entender la dinámica de la deuda.

El endeudamiento de los estados con acreedores privados es diferente de aquel con organismos financieros bilaterales o multilaterales, el cual se contrae directa o indirectamente con otros estados soberanos. La deuda con organismos internacionales, en particular con el FMI, es de carácter privilegiado y suele implicar la necesidad de discutir la política económica doméstica con los funcionarios de dichos organismos.

Para medir la deuda en su totalidad hay que expresar sus componentes en una unidad común. Asimismo, el tamaño de cualquier deuda no nos dice nada en sí mismo y siempre hay que considerar el perfil de vencimientos y compararlo con la capacidad de pago del deudor y la disposición de los acreedores de otorgar financiamiento. Esto se denomina el “peso” o la “carga” de la deuda y se mide como el tamaño del *stock* de deuda o el flujo de interés y capital en relación con la capacidad de repago. Para aproximar la capacidad de repago suele usarse el producto interno bruto (PIB), las exportaciones o la recaudación tributaria.

⁴ El riesgo país mide el diferencial de rendimientos respecto a una cartera de bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que se considera libre de riesgo; como tal, no es un indicador de probabilidad de impago. Una mejor medida de la probabilidad de impago se puede obtener, por ejemplo, a través del precio de los derivados de crédito (*credit default swaps*), que son contratos que le permiten a quien lo compra adquirir un seguro contra *default*. Si el acreedor efectivamente deja de cumplir sus compromisos, un tercero —el que ofrece el derivado— le paga a quien lo compró.

Una deuda cuyo peso crece no es necesariamente algo malo, ya que puede reflejar decisiones de política macroeconómica, en particular de política fiscal y financiera, que deben evaluarse en función de la coyuntura y los objetivos. El peso de la deuda mide la fracción de los recursos que se necesitan para servirla. Además, los diferentes plazos de vencimiento y cronogramas de pago del capital e intereses sugieren que no solo importa el tamaño de la deuda sino también la distribución de esos compromisos en el tiempo. No es lo mismo tener que pagar el 10% del PIB el próximo año que hacerlo en un plazo de diez o 20 años, porque en el ínterin es posible conseguir por varios medios los recursos para pagar e, idealmente, refinanciar dicha deuda.

Finalmente, es necesario contemplar que existen distintos tipos de deuda clasificados según las condiciones contractuales bajo las cuales fue emitida: el plazo, la tasa de interés, el mecanismo de actualización de los intereses o el capital, la moneda en la que se pagarán los intereses o el capital, la jurisdicción bajo la que fue emitida y la residencia del acreedor, entre otras. A continuación, se define cada uno para analizar la dinámica del endeudamiento público.

Deuda bruta y neta. La primera incluye la totalidad de las obligaciones, mientras que la segunda excluye los activos en poder de diversos organismos del Estado⁵. Es fundamental determinar claramente qué instrumentos se incluyen en el cálculo, dada cierta ambigüedad en las definiciones.

Deuda por tipo de moneda. La deuda emitida en una moneda que un país no emite representa una mejor cobertura para los inversores ante variaciones en el tipo de cambio (riesgo cambiario), pero tiene un riesgo que la deuda en moneda nacional no suele tener: la imposibilidad de servirla por la incapacidad de acceder a los dólares necesarios (riesgo de *default*). A su vez, las deudas podrían estar indexadas por alguna variable, como la inflación o el tipo de cambio —para evitar la pérdida del poder de compra del acreedor en moneda nacional y extranjera, respectivamente⁶.

Deuda por tipo de acreedor. A excepción de los acreedores que pertenecen al sector público, la deuda puede ser contraída con acreedores privados residentes o no residentes, otros países u organismos multilaterales de crédito. Si la deuda pública fue contraída contra residentes, se trata de la deuda pública interna. Si fue contraída contra no residentes, es deuda pública externa. Naturalmente, el cambio de manos de los títulos puede transformar una deuda interna en externa y viceversa. Como a veces puede ser muy complicado distinguir a los acreedores por su residencia, es común asumir que la deuda en moneda extranjera es externa y la deuda en moneda nacional es interna, pero esto es obviamente impreciso: un acreedor internacional puede adquirir un bono del Estado argentino en pesos y un residente argentino puede adquirir un bono que cotiza en dólares.

Deuda por tipo de tasa de interés. La tasa de interés incluye una prima de riesgo que reconoce la posibilidad de no repago de la deuda. Los intereses de una deuda pueden pactarse a tasas fijas o a tasas variables.

⁵ Cabe aclarar que esta no es una definición que se utilice en las estadísticas de deuda pública argentina, donde la “deuda neta” se computa al restarle a la deuda total el valor de los activos que estén garantizando la deuda del sector público nacional o de las provincias. Por otra parte, los billetes y las monedas en circulación representan un pasivo del Estado —más concretamente del Banco Central—, pero rara vez se los incluye dentro del cálculo de la deuda pública. Esto tiene cierta lógica e incluso se suele afirmar que el dinero es deuda que no paga intereses y que no tiene fecha de pago.

⁶ La literatura especializada denomina “pecado original” a la situación en la cual los estados soberanos se ven forzados a endeudarse en moneda extranjera, a corto plazo y bajo legislación extranjera (Eichengreen y Hausmann, 1999). A pesar de que muchos países de ingresos medios han logrado emitir recientemente una proporción mayor de deuda en moneda nacional en los mercados internacionales, el fenómeno del “pecado original” persiste (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2023). Algunos autores sugieren que el origen del “pecado” son las malas políticas e instituciones de los países en desarrollo (Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003), aunque en la literatura el tamaño de un país suele ser el factor fundamental que explica la imposibilidad de que este se pueda endeudar mayoritariamente en su propia moneda. Otro tipo de cuestiones también inciden, en particular, la existencia de un sistema financiero nacional desarrollado (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2003; Claessens, Klingebiel y Schmukler, 2007). La deuda en moneda extranjera da lugar al problema de las “hojas de balance”: el Estado recauda pesos pero debe pagar en dólares, por lo tanto una devaluación implica la necesidad de aumentar los ingresos, lo cual se reducen las posibilidades de cumplir con sus obligaciones (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2007).



Deuda por tipo de instrumento. La deuda puede ser contraída mediante la emisión de letras —que sólo pagan el capital al vencimiento—, bonos —que pagan capital o intereses— o préstamos.

Deuda según el plazo. Se denomina deuda de corto plazo a aquella que vence en menos de un año, y deuda de mediano y largo plazo a aquella cuyo vencimiento ocurre en plazos mayores al año.

Deuda según la legislación bajo la cual fue emitida. Entre las condiciones de emisión de la deuda se pacta la legislación bajo la cual se resolverá cualquier conflicto legal, en caso de una violación del contrato, por ejemplo. En muchos casos, los acreedores prefieren deuda emitida bajo legislación extranjera para cubrirse frente a posibles intervenciones de la justicia que beneficien al país emisor. Es por eso que la deuda bajo legislación extranjera suele tener una tasa de interés más baja.

Radiografía de la deuda pública argentina: evolución reciente y composición actual

Para gestionar la deuda pública argentina durante los próximos años es fundamental entender dónde estamos parados. A diferencia de las economías de altos ingresos que cuentan con mercados financieros domésticos desarrollados donde es posible colocar deuda en moneda nacional a plazos largos, los países con ingresos medios como la Argentina pueden hacerlo a plazos más cortos, en moneda y jurisdicción extranjera y en volúmenes más acotados. Si bien suelen emitir deuda en los mercados internacionales, están más sujetos a potenciales interrupciones del crédito.

Antes de la década del setenta, la Argentina presentaba indicadores de endeudamiento externo bajos y estables, porque era imposible obtener financiamiento internacional de fuentes privadas; el único —y escaso— financiamiento que existía era de origen bilateral o multilateral.

A finales de la década de 1960 —sobre todo desde 1970— comenzó a gestarse el mercado de crédito internacional, a partir de algunos cambios en el contexto global, fundamentalmente el reciclaje de los dólares que los países árabes acumularon por la suba del precio del petróleo. Previo a este proceso, la Argentina presentaba indicadores de endeudamiento externo bajos y estables, porque era imposible obtener financiamiento internacional de fuentes privadas; el único —y escaso— financiamiento que existía era de origen bilateral o multilateral.

El gráfico 3 refleja la evolución de la deuda pública argentina, en moneda extranjera y con acreedores externos durante las últimas cinco décadas. La deuda externa total, pública y privada, contraída hasta entonces fundamentalmente con organismos internacionales, se mantuvo en torno al 10% y el 15% del PIB ([Damill, Frenkel y Rapetti, 2005](#)). Sin embargo, durante la última dictadura cívico-militar argentina (1976-1983) el sector público y el privado engordaron las estadísticas de endeudamiento externo para financiar desequilibrios que alcanzaron valores cercanos al 50% del PIB.

Al concluir la dictadura, el sector público asumió la deuda del sector privado —mediante la concesión de seguros de cambio—, y así la Argentina ingresó a la década de 1980 con un Estado altamente endeudado. El peso de la deuda fue tan grande que los pagos de intereses llegaron a representar más de la mitad de las exportaciones ([Libman, Palazzo y Rodríguez, 2022](#)). A pesar de la implementación de sucesivos programas de ajuste, la economía argentina se mantuvo estancada y no logró

disminuir sus ratios de endeudamiento público.

Evolución de la deuda pública bruta argentina del gobierno central: total (% PIB), externa⁷ y en moneda extranjera (% deuda total) (1970-2022)

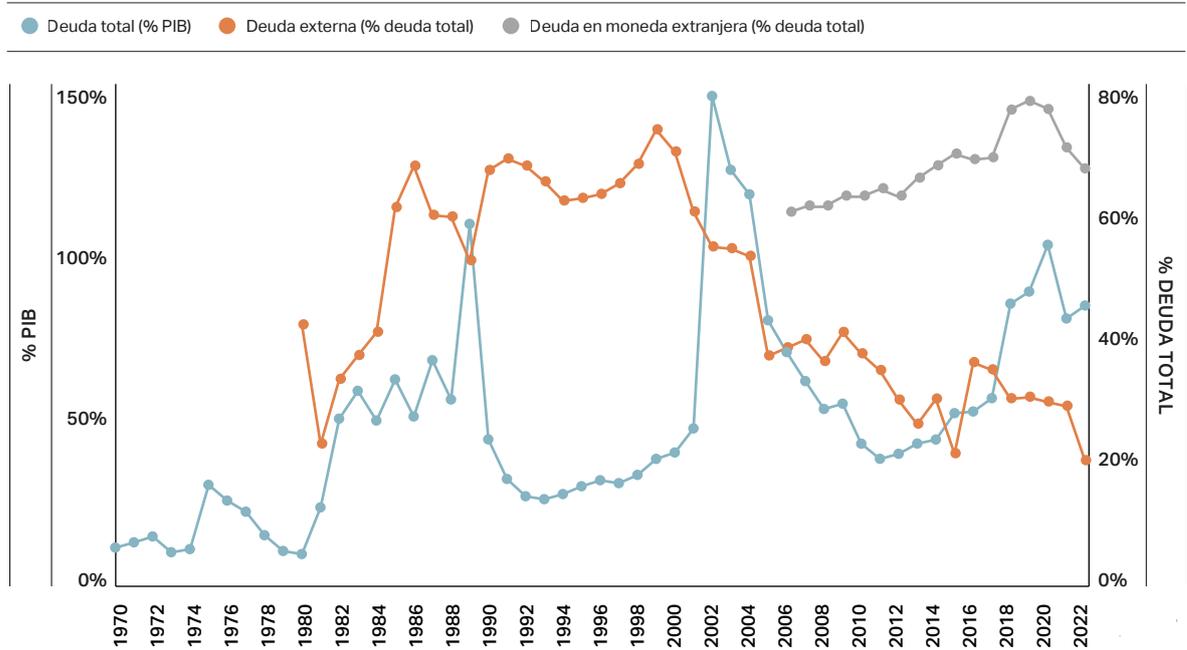


Gráfico 3

Fuente: Fundar con base en Secretaría de Finanzas, FMI e IDS.

A inicios de la década de 1990, varios factores combinados permitieron que la Argentina redujera el peso de su deuda: un contexto internacional más favorable para las emisiones de deuda, el Plan Brady —programa que involucró canjes de deuda por nuevos instrumentos, activos públicos, etc.— el esquema de apertura de la economía, la apreciación de la moneda y las privatizaciones. De esta manera, comenzó un nuevo proceso de endeudamiento en moneda extranjera y a tasa variable que se fue manteniendo y profundizando con el transcurso de los años.

El crecimiento de la deuda pública en el último cuarto de la década del noventa fue consecuencia de tres factores. En primer lugar, por el incremento en la prima de riesgo motivada por la crisis asiática y rusa que implicó que aumentaran los pagos de intereses para cumplir con los compromisos de deuda⁸. En segundo lugar, por la privatización del sistema de pensiones⁹. Finalmente, por la caída de la actividad económica. Esta combinación llevó el peso de la deuda pública a niveles elevados: tras la salida de la Convertibilidad alcanzó valores cercanos al 150% del PIB y condujo al *default* de la deuda con acreedores privados.

Tras el *default* de fines de 2001 y un período turbulento, las cuentas públicas y externas comenzaron a arrojar superávits y el Banco Central empezó a recomponer sus reservas internacionales al punto tal que durante 2005 se implementaron restricciones al ingreso de capitales. Si bien la situación de la deuda pública estaba lejos de haberse normalizado, el contexto era relativamente favorable en

⁷ El indicador toma en cuenta sólo la deuda de largo plazo —vencimiento mayor a un año—, ya que no es posible distinguir entre deuda pública y privada en el caso de la deuda externa de corto plazo; véase la [International Debt Statistics \(IDS\)](#). La deuda externa de largo plazo representa, en promedio, el 80% de la deuda externa total de la Argentina.

⁸ El pago de intereses fue el principal factor que explica el incremento del déficit fiscal entre 1998 y 2001 ([Damill, Frenkel y Juvenal, 2003](#)).

⁹ En 1993 se introdujo un modelo mixto con la opción de aportar fondos a un nuevo sistema de capitalización. El Estado perdió los aportes que se dirigieron al sistema de capitalización privado, pero siguió pagando las jubilaciones y pensiones ([Cetrángolo y Grushka, 2004](#)).

términos de la sostenibilidad fiscal y externa. Luego de la reestructuración de la deuda en 2005, su peso descendió hasta el 80% del PIB y el país ingresó en una nueva etapa.

El crecimiento de la deuda pública en el último cuarto de la década del noventa fue consecuencia de tres factores: el incremento en la prima de riesgo motivada por la crisis asiática y rusa, la privatización del sistema de pensiones y la caída de la actividad económica.

Entre 2008 y 2015, la posibilidad de acceder al financiamiento internacional estuvo vedada fundamentalmente por la intervención al Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), el conflicto con los fondos buitres¹⁰ y los *holdouts*. En ese tiempo, además, se utilizaron las reservas internacionales que había acumulado el Banco Central para cancelar la deuda pública del Tesoro. Por otro lado, la deuda pública como fracción del PIB disminuyó. Los componentes que incidieron en dicha baja fueron las altas tasas de crecimiento de la economía, la apreciación cambiaria que redujo el peso de la deuda —medida en dólares— contra el producto —cuya evolución depende en menor medida del valor del dólar—, la subestimación de la inflación¹¹ y diferentes cancelaciones de deuda realizadas con reservas internacionales. En menor proporción, colaboró la existencia de superávit fiscal primario, aunque sólo estuvo presente al comienzo del período en cuestión. Desde 2012, la combinación del estancamiento de la economía, la introducción de restricciones cambiarias, la imposibilidad de mantener el superávit en cuenta corriente y el conflicto con los fondos buitres le pusieron un piso a la caída del ratio de la deuda pública sobre el PIB.

Durante la corta etapa comprendida entre 2016 y 2018, la Argentina recuperó el acceso a los mercados al resolver el conflicto con los fondos buitres, lo que se reflejó en una prima de riesgo país que perforó el piso de los 1000 puntos básicos (gráfico 4) y permitió colocar nueva deuda para cancelar las obligaciones. Esto propició un rápido incremento del endeudamiento del sector público, caracterizado por el crecimiento de la deuda en moneda y legislación extranjera.

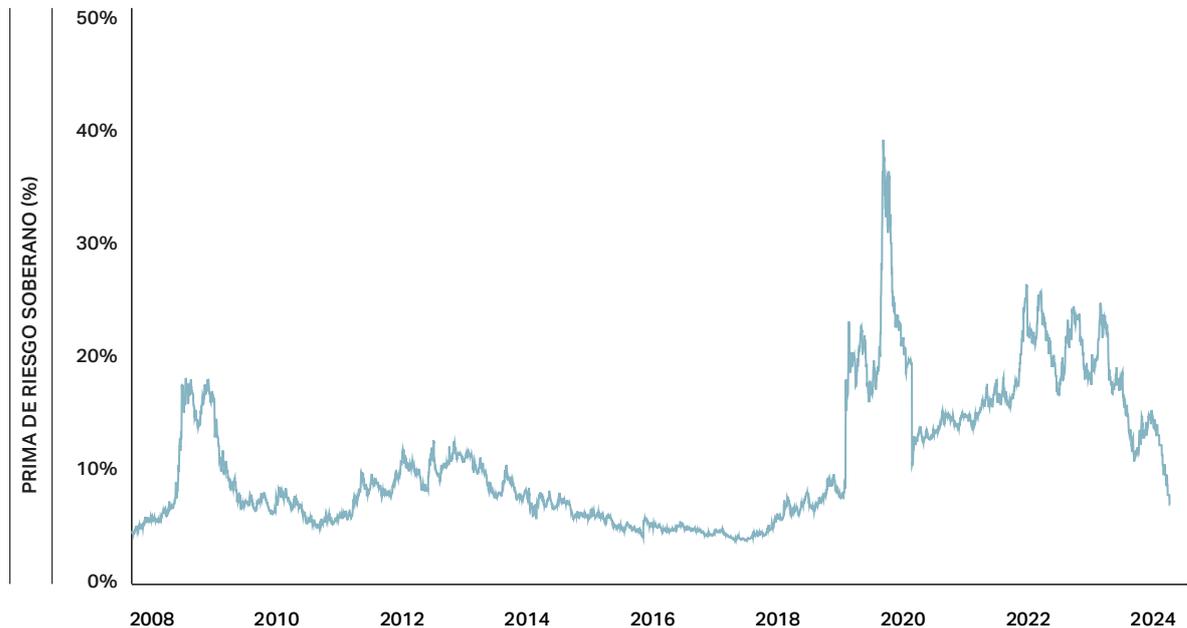
¹⁰ Se conoce como “fondos buitres” a aquellos inversores que compran activos con alto riesgo de *default* con el objetivo de obtener una ganancia mediante el litigio; es decir, carecen de la voluntad de negociar con el acreedor. Según [Guzmán \(2020\)](#), estos fondos dificultan el funcionamiento de los mercados de deuda soberana al tener la posibilidad de adquirir retornos “exorbitantes”; tras comprar los títulos de deuda a precios de remate, llevan deliberadamente a los gobiernos a tener que afrontar disputas legales prolongadas y costosas en las que reclaman el pago completo del capital e intereses —más el 9% anual de compensación, en el caso de los títulos emitidos bajo legislación de Nueva York.

¹¹ Debido a la intervención de las estadísticas públicas, el PIB nominal creció más que la deuda, dado que el primero aumentó al ritmo al que lo hacía la inflación real y el segundo por la inflación medida por el INDEC —sustancialmente menor a la real.

Radiografía de la deuda pública argentina: evolución reciente y composición actual

Evolución del riesgo país (%) en la Argentina (2008-2024)

Gráfico 4



Nota: el gráfico muestra el diferencial de riesgo en puntos porcentuales de un bono soberano emitido por determinado país en comparación con uno emitido por el Tesoro de los Estados Unidos.

Fuente: Fundar con base en JP Morgan (índice EMBI+).

En abril de 2018, en un contexto de sequía, el financiamiento internacional se cortó y se produjo una fuerte reversión de los flujos de capitales y una suba del tipo de cambio. Frente a esta situación, el gobierno tomó la decisión de acudir al FMI para acceder a un préstamo histórico por su magnitud al costo de tener que negociar constantemente con el organismo cómo se gestionaría la economía argentina durante las próximas décadas.

En los años subsiguientes, la composición de la deuda sufrió cambios importantes. Primero, la reestructuración con acreedores privados de 2020 modificó significativamente el sistema de vencimientos de capital en moneda extranjera. Luego, se firmó un nuevo acuerdo con el FMI que refinanciaba los compromisos asumidos con el organismo. Tras tocar un pico del 95% del PIB en el segundo trimestre de 2020, la deuda pública cayó hasta situarse en torno al 80% en los años siguientes. Tras la devaluación de diciembre de 2023, el ratio subió hasta el 158% del producto. En una comparativa histórica, la deuda pública se situó en niveles similares a los picos históricos, como los que tuvieron lugar a fines de las décadas de 1980 y 2000.

Sin embargo, el nivel del ratio deuda/PIB —comúnmente utilizado para medir cuán endeudado está el sector público— no lo dice todo. Otro aspecto a considerar es el perfil de vencimientos de capital e intereses subyacentes. En línea con estos acontecimientos, los vencimientos, que venían cayendo desde principios de los años 2000 y se mantuvieron en niveles bajos hasta 2012-2013, tendieron a aumentar de la mano del endeudamiento en 2016-2019 y se redujeron de nuevo tras la reestructuración de 2020 (gráfico 5). Aunque los niveles que se observan al final de la serie son relativamente elevados, buena parte de las obligaciones son del tipo intrasector público, lo que implica facilidades para su financiamiento —difícilmente una institución del sector público se negaría a refinanciar al Tesoro.

Evolución de los pagos de capital e intereses de la deuda pública argentina (% PIB) (2005-2022)

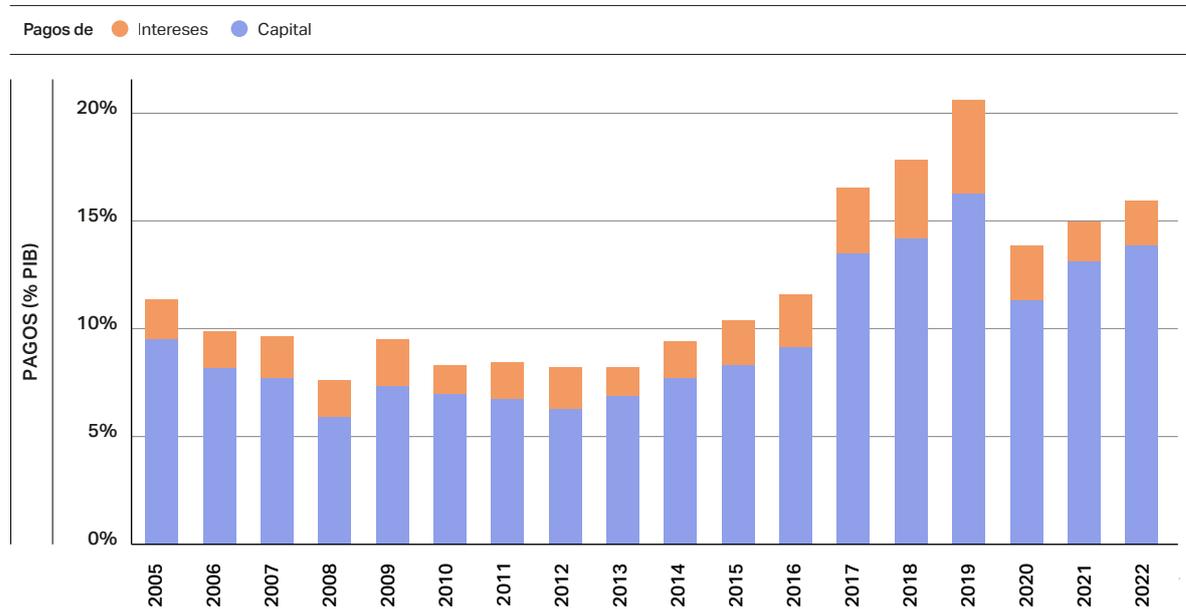


Gráfico 5

Fuente: Fundar con base en la Secretaría de Finanzas.

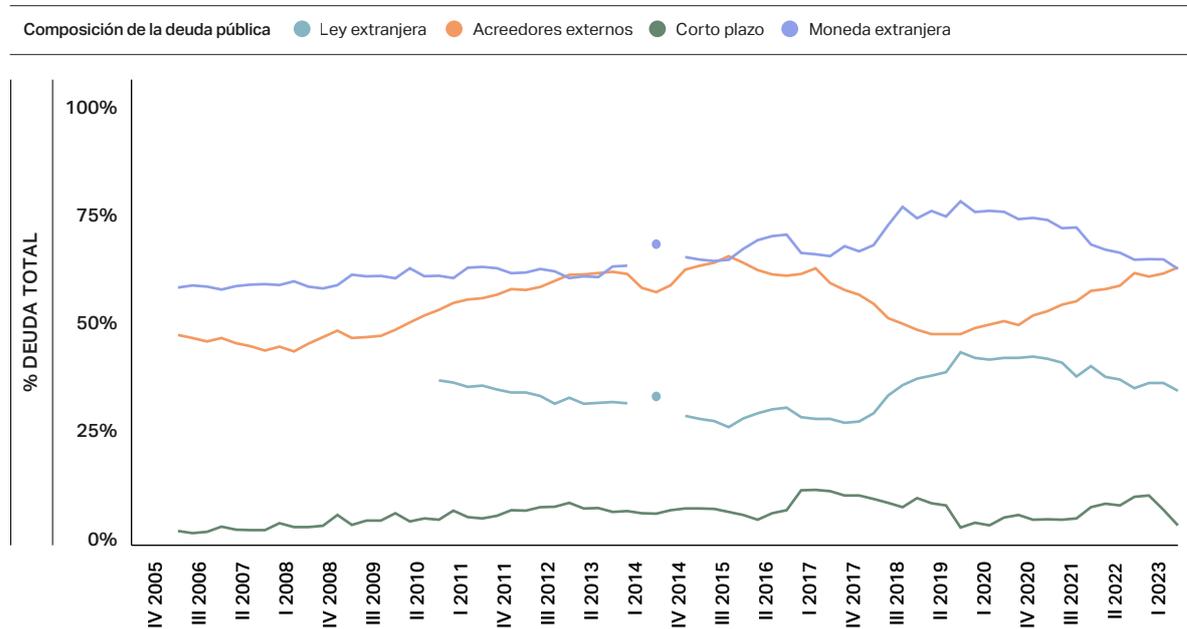
Como fuera comentado anteriormente, la deuda pública contiene distintas características importantes de analizar según la moneda de emisión, legislación, tipo de acreedores, etc. En el gráfico 6 se observa la composición entre 2005 y 2023. El aspecto más significativo que revela esa radiografía es que en esos años entre el 60% y el 80% de la deuda pública argentina estuvo denominada en moneda extranjera.

Por otra parte, si bien la mayor parte se contrajo con acreedores privados, una parte no menor —en torno al 10% o el 20% del total— corresponde al endeudamiento con organismos bilaterales —como el Club de París— o multilaterales —como el FMI—. En el período que arranca en 2018, durante el tiempo en que se accede al programa con el FMI —que implicó desembolsos por unos USD 44.000 millones—, el peso de la deuda con organismos superó el 22% del total.

Otra parte notable de la deuda pública argentina —entre el 20% y el 50%— está contraída con otros entes del sector público: organismos descentralizados que tienen en su poder títulos de la deuda pública —como la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES)— o el Banco Central, que, además de poseer títulos, otorga financiamiento vía redescuentos. Una fracción importante —cerca del 40%— es deuda emitida bajo jurisdicción extranjera y se trata mayoritariamente de deuda de mediano y largo plazo —la de corto plazo representa entre el 5% y el 10% del total—, aunque a partir del año que viene los vencimientos serán significativos. Finalmente, entre 2006 y 2016 el 22% de las deudas totales estuvo en situación de atraso o sujeta a litigio.

Evolución de la composición de la deuda pública (% deuda total) (del cuarto trimestre de 2005 al segundo trimestre de 2023)

Gráfico 6



Fuente: Fundar con base en la [Oficina de Presupuesto del Congreso](#).

En síntesis, la combinación entre una alta tasa de inflación y la intervención al INDEC —que implicó una suerte de default a la deuda en pesos ajustable por inflación y afectó negativamente el desarrollo del mercado doméstico— produjo que la deuda pública a finales de 2023 estuviera fundamentalmente denominada en moneda extranjera, con una fracción no menor contraída con organismos financieros internacionales y a mediano y largo plazo. Una situación que contrasta con la región, cuyos estados tienen fundamentalmente deuda en moneda nacional, con acreedores privados, a plazos más largos y sin haber sufrido las típicas interrupciones de los flujos de crédito internacional que suelen afectar a estos países.

Una descomposición de los factores que explican la evolución reciente de la deuda pública

Si bien la narrativa histórica admite trazar un argumento que captura los distintos elementos que ilustran la evolución de la deuda, existen procedimientos algo más precisos para mensurar la contribución de cada ítem. Para analizar los factores principales que explican la variación de la deuda pública a partir de 2005 —cuando se dispone de información relativamente consistente—, utilizamos la metodología propuesta por [Humann \(2023\)](#), en la que se descompone la evolución del ratio deuda/PIB partiendo de la restricción presupuestaria del sector público e identifica la contribución de seis factores: el resultado primario, el crecimiento real, el tipo de cambio, el pago de intereses, la inflación y el ajuste *stock-flujo* (residuo)¹².

Los resultados se presentan en el gráfico 7 y reflejan la descomposición contable de la evolución de la deuda pública en términos del PIB, entre 2006 y 2023. La metodología de [Humann \(2023\)](#) supone que la totalidad de la deuda interna es en moneda doméstica. Esto puede conducir a sesgos, dado que en la Argentina una porción de la deuda interna es también en moneda extranjera. Nuestro

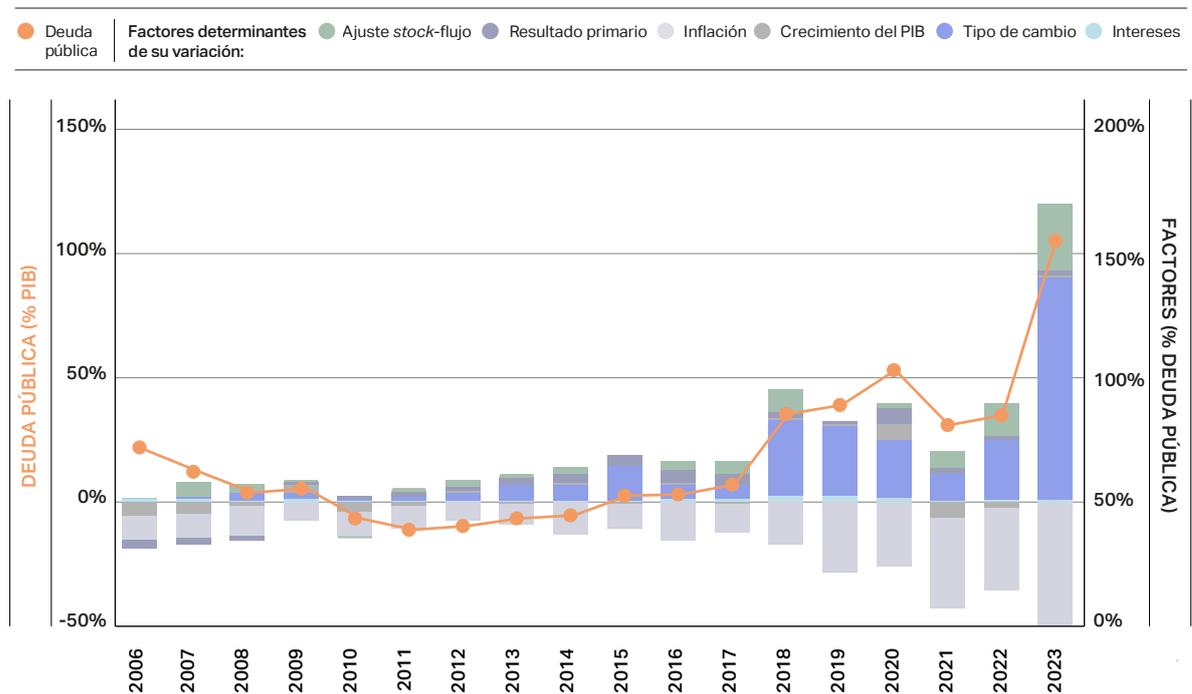


¹² El ajuste *stock-flujo* —que suele ser positivo— puede incluir operaciones “por debajo de la línea”, es decir, flujos que generan pasivos pero no son generados por gastos públicos —por ejemplo, cuando se emite un bono de deuda pero parte de esos fondos no se utiliza—, o la materialización de garantías o deudas contingentes, la nacionalización de pasivos o cambios en la valuación de la deuda externa (véanse [Campos, Jaimovich y Panizza, 2006](#); [Weber, 2012](#)). Cabe destacar que las reestructuraciones o cancelaciones de deuda reducen la magnitud de dicho ajuste.

análisis parte de 2006, porque solo desde 2005 existe información sobre la proporción efectiva de deuda total en moneda local que permite corregir la metodología, lo que posibilita reducir considerablemente el factor de ajuste *stock-flujo*¹³.

La descomposición nos permite jerarquizar los factores que contribuyeron a la variación del ratio de deuda; de este modo, la variación del tipo de cambio y la inflación son los dos factores principales que explican su crecimiento y su reducción —respectivamente—. El primer factor está relacionado con el peso significativo que tiene la deuda denominada en moneda extranjera, mientras que el segundo obedece a la subestimación de la inflación fruto de la intervención al INDEC (véase nota al pie 10).

Evolución de la deuda pública (% PIB) y descomposición de los factores determinantes de su variación (2006-2023)



Fuente: Fundar.

La sostenibilidad de la deuda pública

Hasta el momento hemos repasado la evolución del nivel y la composición del endeudamiento del sector público argentino. Nos falta aportar elementos para analizar la cuestión fundamental: ¿es sostenible la actual deuda pública argentina? La sostenibilidad alude a la capacidad del deudor de generar ingresos suficientes para servir sus deudas a lo largo del tiempo. No hay una regla simple para determinar si una deuda es sostenible en la práctica. Realizar análisis sobre la sostenibilidad de la deuda (DSA, por sus siglas en inglés) es una práctica compleja e involucra supuestos y proyecciones sobre variables macroeconómicas durante largos períodos; es más un arte

¹³ [Humann \(2023\)](#) también asume que toda deuda externa está denominada en moneda extranjera. Si bien la [IDS](#) provee la composición de monedas de dicha deuda, no permite desagregar la deuda en moneda doméstica y queda incluida en un agregado de "otras monedas". Por ese sesgo potencial, no lo corregimos. De todas maneras, la proporción de deuda externa en "otras monedas" es cero en la Argentina, a excepción de años puntuales donde no supera el 10%, de modo que es esperable que de existir el sesgo sea pequeño.

que una ciencia¹⁴. Agencias calificadoras de crédito, analistas de mercado e instituciones como el FMI conducen regularmente el DSA de los países que tienen programas con el organismo (FMI, [2021](#) y [2022](#)). En el enfoque del FMI se toma como referencia la política económica acordada con el gobierno y se simula la trayectoria de la deuda. Luego se evalúa lo que ocurre ante diferentes escenarios —que pueden modificar el curso de la economía— y cuán factibles son los supuestos utilizados, en función de la experiencia histórica.

En esencia, el ejercicio de construir un DSA consiste en evaluar la trayectoria de la deuda en el tiempo considerando el punto de partida y las perspectivas de la economía nacional y global. Dicha trayectoria está gobernada por la dinámica de la tasa de interés local e internacional, la inflación, el tipo de cambio, el crecimiento de la economía y el resultado fiscal. La deuda como fracción del PIB crece si existe déficit fiscal, si la tasa de interés es superior a la tasa de crecimiento de la economía, si se deprecia la moneda o una combinación de dichos fenómenos (véase el [Anexo 1](#)).

Al momento de realizar un análisis prospectivo, es necesario entonces contar, por un lado, con la evolución del *stock* de deuda y el flujo de intereses y, por otro, con una hipótesis sobre las tasas de interés, el tipo de cambio, el PIB y la posibilidad de renovar los vencimientos de capital a medida que estos se suceden en el tiempo —a denominada “tasa de *roll-over*”—. Un nivel de deuda sostenible implica un bajo riesgo de reestructuración o *default*¹⁵. Naturalmente, no se conocen los valores futuros de las variables involucradas sino que deben ser imputadas en función de lo que el analista considere apropiado, guiándose, por ejemplo, por su evolución pasada, la dinámica en economías similares o la información que se pueda obtener de los discursos y las acciones de las empresas, las instituciones públicas y privadas y los hacedores de política económica. El ejercicio es prospectivo, por lo que los resultados dependen de los supuestos que realiza el analista acerca de las acciones del gobierno en cuestión, de los *shocks* que afectan su capacidad de repago y la interrelación entre las variables involucradas en el análisis ([Guzmán, 2018](#)).

Aquí presentamos un ejercicio que toma supuestos sobre la evolución de las variables macroeconómicas que surgen de la política económica en curso. Luego discutiremos la plausibilidad de dicho escenario, con el fin de contribuir a contextualizar la discusión sobre la sostenibilidad de la deuda pública en la Argentina. Más concretamente, el enfoque que adoptamos en este trabajo es el siguiente. Una vez realizados los supuestos necesarios sobre las tasas de interés, el tipo de cambio, el PIB y la posibilidad de renovar los vencimientos de capital con el tiempo, se simulará la evolución de la deuda pública en un horizonte de diez años a partir del mantenimiento de un determinado nivel de superávit fiscal.

Un análisis sobre la sostenibilidad de la deuda para la Argentina

La deuda que es objeto de análisis en este ejercicio corresponde a la [Administración Central \(Tesoro\)](#)¹⁶, al que se le suman los Bopreales¹⁷ y se le descuentan las tenencias de deuda pública en manos del Banco Central y de ANSES (tabla 1)¹⁸. En los gráficos 8 y 9 se reportan los vencimientos de capital e intereses entre 2024 y 2034, luego de restar las tenencias del BCRA y la ANSES. Como

¹⁴ Para una revisión extensiva de la literatura acerca de la sostenibilidad de la deuda pública. véanse, entre otros, [Wyplosz \(2007\)](#), [Bouabdallah et al. \(2017\)](#), [Ocampo y Eyzaguirre \(2023\)](#).

¹⁵ Este riesgo puede ser evaluado a través de diferentes indicadores ([Bouabdallah et al., 2017](#)): el nivel de la deuda al final de la simulación, el tiempo estimado para estabilizar el ratio deuda/PIB y la probabilidad de sostener los superávits primarios requeridos.

¹⁶ Corresponde a la deuda en situación de pago normal, que representa el 96% de la deuda. El resto no se incluye ya que no se cuenta con el perfil de vencimientos. Este resto está conformado por: IV. Deuda en situación de pago diferido(3) = 0,03%; V. Deuda elegible pendiente de reestructuración (5) = 0,61%; VI. Valores negociables vinculados al PIB (7) = 3,31%.

¹⁷ Los Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (Bopreal) son títulos emitidos por el Banco Central de la República Argentina en dólares estadounidenses.

¹⁸ La ANSES y el BCRA poseen en su cartera diferentes bonos y letras; el BCRA también posee particularmente letras intranferibles y adelantos transitorios. Desafortunadamente, no existe información pública al respecto, por lo que procedimos a estimar dichas tendencias en función de los balances provistos por estas entidades. Nuestra estimación de la deuda en manos del BCRA y ANSES es del 64% del PIB, lo cual es bastante cercano al porcentaje de deuda intrasector público que reporta el Ministerio de Economía (MECON) (70%).

se puede observar, los vencimientos son importantes, más aún si la economía argentina no consigue acceso al mercado en moneda extranjera y, por ende, si no puede refinanciar el capital de la deuda que va venciendo.

Deuda de la Administración Central

	Stock		FGS	BCRA	FGS+BCRA	Deuda neta de FGS y BCRA	
	Millones de USD	% PIB	Millones de USD	Millones de USD	Millones de USD	Millones de USD	% PIB
Adelantos transitorios	5060,42	2,16	0,00	5060,42	5060,42	0,00	0,00
Letras intransferibles	67.189,79	28,62	0,00	67.189,79	67.189,79	0,00	0,00
Bonos \$ BADLAR	308,21	0,13	49,37	0,00	49,37	258,83	0,11
Bonos \$ CER	42.995,81	18,32	13.852,99	21.277,80	35.130,79	7865,01	3,35
Bonos \$ DLK	47.519,96	20,24	1833,72	15.365,76	30.199,48	17.320,49	7,38
Bonos \$ Fija	6319,58	2,69	26,10	0,98	27,07	6292,51	2,68
Bonos USD	126.591,98	53,93	6261,89	5311,37	11.573,26	115.018,72	49,00
Préstamo FMI (USD)	40.899,00	17,42	0,00	0,00	0,00	40.899,00	17,42
Préstamo no FMI (\$)	853,29	0,36	0,00	0,00	0,00	853,29	0,36
Préstamo no FMI (CER)	687,09	0,29	0,00	0,00	0,00	687,09	0,29
Préstamo no FMI (USD)	39.800,22	16,95	0,00	0,00	0,00	39.800,22	16,95
Total	378.225,35	161,12	35.024,06	114.206,12	149.230,19	228.995,16	97,55

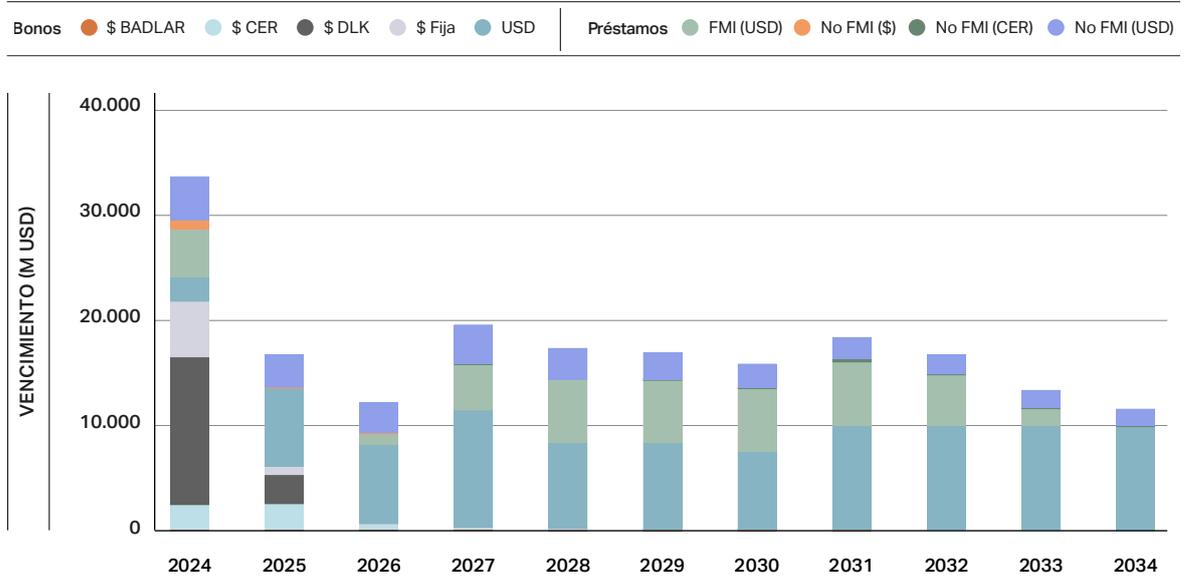
Tabla 1

Nota: FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES.

Fuente: Fundar con base en MECON, BCRA y ANSES. Datos a diciembre de 2023, a los que se suman los Bopreales.

Vencimientos de capital de la deuda neta (millones de USD) (2024-2034)

Gráfico 8



Fuente: Fundar con base en MECON, BCRA y ANSES. Datos a diciembre de 2023, a los que se suman los Bopreales.

Vencimientos de intereses de la deuda neta (millones de USD) (2024-2034)

Gráfico 9



Fuente: Fundar con base en MECON, BCRA y ANSES. Datos a diciembre de 2023, a los que se suman los Bopreales.

En el [Anexo 2](#) se describe la información obtenida sobre los vencimientos de deuda del MECON y cómo esta es utilizada para realizar las simulaciones de esta sección. El supuesto principal de la simulación es que los pagos de capital y de intereses no se abonarán, sino que se irá tomando nueva deuda a una tasa predefinida por el monto equivalente.

En otras palabras, el ejercicio asume que el gobierno tiene acceso al mercado y que toda la deuda pasaría a financiarse por esta vía, excepto la deuda con organismos multilaterales —sin contar la del FMI—. Esto último es razonable, dado que presumiblemente instituciones como el Banco Mundial poseen una cartera de préstamos con cada país que van renovando regularmente. El FMI, en cambio, presta para resolver o prevenir crisis de balanza de pagos, por lo que se debe presumir que los países devuelven sus préstamos una vez que logran acceder nuevamente al mercado o cuentan con los recursos para hacerlo.

Aunque el acceso al mercado no está para nada garantizado, no tiene sentido armar un ejercicio de sostenibilidad de deuda sin tal acceso, porque en ese caso casi ningún nivel de deuda sería sostenible, dada la necesidad de hacer frente a los compromisos de capital. Un ejercicio de sostenibilidad debe considerarse como un instrumento que contribuye a identificar las condiciones necesarias, pero no suficientes, para restablecer dicho acceso. Si el resultado del análisis es que la deuda podría no ser sostenible, difícilmente se consiga el acceso. Por el contrario, si se concluye que hay escenarios factibles bajo los cuales la deuda es sostenible, dicho acceso es posible.

Un ejercicio de sostenibilidad debe considerarse como un instrumento que contribuye a identificar las condiciones necesarias, pero no suficientes, para restablecer el acceso al mercado.

Como buena parte de la deuda argentina está en moneda extranjera —o ajusta por el tipo de cambio—, su evolución en términos del PIB es muy dependiente del tipo de cambio real (TCR). Así, nuestras simulaciones prestarán especial atención a su dinámica. Suponemos que el Banco Central no asiste al Tesoro, por lo que sus ganancias y pérdidas se ven reflejadas en su patrimonio.

Con el fin de simplificar, se proyecta un contexto donde las variables económicas alcanzan en 2026 un valor de equilibrio sostenible en el tiempo y, por lo tanto, se mantienen en el mismo nivel (*steady state*). De esta forma, se supone un escenario base en el que:

Para los años 2024 y 2025:

1. Se toman los supuestos de crecimiento del PIB, resultado fiscal y tasa de inflación según la mediana del relevamiento de expectativas de mercado (REM) del BCRA (septiembre de 2024): crecimiento real del PIB de -3,8% y 3,5% para 2024 y 2025, respectivamente; resultado fiscal (% PIB) de 4,76% y 6,55% para 2024 y 2025, respectivamente; e inflación de 123,6% y 35% para 2024 y 2025, respectivamente.
2. Se toman las tasas de interés implícitas de la deuda en función del cronograma de vencimientos provisto por el MECON.

Desde 2026 hasta 2034:

3. La tasa de inflación doméstica será constante e igual al 4% anual¹⁹.
4. Se suponen dos escenarios alternativos para la tasa de interés. En uno la tasa de interés nominal en dólares será del 9% anual durante 2026 y 2027, del 7% anual durante 2028 y 2029 y del 5% de 2030 hasta 2034; esto es consistente con primas de riesgo país del orden de los 500-600,

¹⁹ A los fines del ejercicio que se propone, lo más relevante es la tasa de interés con relación a la tasa de inflación. Por esta razón, un escenario alternativo —por ejemplo, con un descenso menos abrupto de la inflación— no modifica la trayectoria de la deuda, siempre que la tasa evolucione de manera relacionada.

300-400 y 100-200 puntos básicos, respectivamente. En el otro escenario, la tasa de interés nominal será del 10% entre 2026 y 2034.

5. El resultado primario se asume superavitario, constante e igual al 2% del PIB²⁰.
6. Con base en los supuestos de inflación y de la tasa de interés en dólares de los puntos 1-4, se genera una trayectoria alternativa de la tasa de interés en pesos que presupone que existe posibilidad de arbitraje. En otras palabras, se asume la eliminación del grueso de las restricciones cambiarias —tal como se plantea en [“Ni cepo ni liberalización completa: hacia una regulación prudente de los flujos de capitales”](#)—, lo que implica que los rendimientos de los activos en pesos no pueden alejarse demasiado de los rendimientos en dólares.
7. Con base en los supuestos de inflación de los puntos 1 y 3, se generan tres trayectorias de tipo de cambio nominal suponiendo trayectorias alternativas de TCR²¹. En términos de desvío porcentual respecto al valor de fines de diciembre de 2023, los tres escenarios de TCR son:
 - a. El TCR es 30% mayor en 2024, 25% mayor en 2025 y 20% mayor a partir de 2026.
 - b. El TCR se mantiene constante en el nivel de fines de diciembre de 2023.
 - c. El TCR es 30% menor en 2024, 25% menor en 2025 y 20% menor a partir de 2026²².
8. Con base en diferentes supuestos de tasa de crecimiento del PIB —crecimiento del 1% y del 4%— y los tres escenarios de tipo de cambio del punto 7 se generan trayectorias alternativas del PIB.

Con estos parámetros, el DSA computa el valor del ratio deuda/PIB en una ventana de diez años (2024-2034). Este plazo —estándar en los modelos DSA— es lo suficientemente largo como para explotar el perfil de vencimientos ya existente, provisto por la Secretaría de Finanzas.

A continuación se exhibe la dinámica de la deuda pública bajo los supuestos discutidos. Como se observa en el gráfico 10, los resultados son altamente dependientes del sendero del TCR, lo cual no es sorprendente dado el peso de la deuda en moneda extranjera dentro del total y está en línea con lo analizado en la descomposición de deuda ya presentada. Como se puede advertir, todas las trayectorias muestran una evolución decreciente del ratio deuda pública sobre PIB. Como es esperable, mayores tasas de crecimiento del PIB aceleran la reducción del ratio. En cambio, los resultados son menos dependientes de los supuestos sobre la tasa de interés.

²⁰ Las estimaciones que suponen otros resultados primarios están disponibles, pero no difieren sustancialmente de las presentadas aquí.

²¹ Por simplicidad, se asume que la tasa de inflación de los Estados Unidos es del 2% en todo el ejercicio.

²² A modo de referencia, el tipo de cambio real calculado con el dólar mayorista se encontraba en agosto de 2024 un 23% apreciado.

Escenarios de la evolución de la deuda (% PIB) (2024-2034)

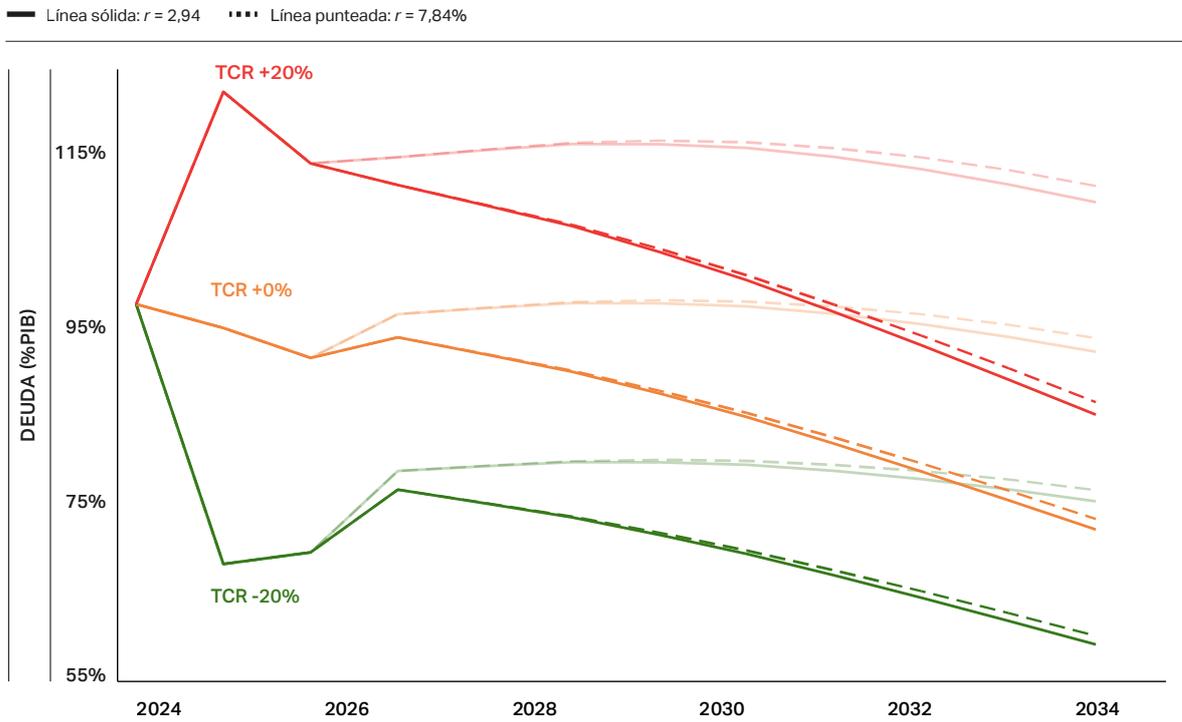


Gráfico 10

Nota: se muestra la evolución del ratio deuda/PIB para diferentes escenarios. TCR refiere al desvío del TCR respecto al valor de diciembre de 2023, g refiere a la tasa de crecimiento real del PIB, r refiere a la tasa de interés real promedio. El color verde denota los escenarios en los que el TCR se aprecia 20% respecto de diciembre de 2023, el color naranja señala los escenarios en los que el TCR se mantiene constante y el color rojo refiere a los escenarios en los que el TCR se deprecia 20% respecto a diciembre de 2023. Las líneas transparentes indican los escenarios con baja tasa de crecimiento (1%), mientras que las de colores oscuros reflejan los escenarios con alta tasa de crecimiento (4%). Finalmente, las líneas punteadas señalan los escenarios con alta tasa de interés real (7,84%) y las líneas sólidas, los escenarios con baja tasa de interés real (2,94%).

Fuente: Fundar.

La interpretación de una trayectoria decreciente del ratio entre la deuda pública y el PIB es que, en principio, existen condiciones necesarias para que los compromisos del sector público se puedan pagar. Esto está sujeto a que se verifiquen las hipótesis de comportamiento implícitas en el cálculo y que en cada período se mantenga el acceso a los mercados —con el fin de refinanciar el capital—, o existan recursos disponibles para pagar este tipo de vencimientos, además de los intereses.

Podría ocurrir perfectamente que, incluso cuando se espera una trayectoria descendente del ratio entre la deuda pública y el PIB, el financiamiento necesario en algún período puntual no sea suficiente. Por esta razón, es importante analizar la evolución de las necesidades de financiamiento, es decir, la suma de los vencimientos del capital y de intereses. Esto se puede observar en los gráficos 11 y 12, donde se muestran la sumatoria de vencimientos de capital y de intereses en términos del PIB, totales y en dólares, respectivamente.

Gráfico 11



Proyección de las necesidades totales de financiamiento (% PIB) (2024-2034)

— Línea sólida: $r = 2,94$ - - - Línea punteada: $r = 7,84\%$

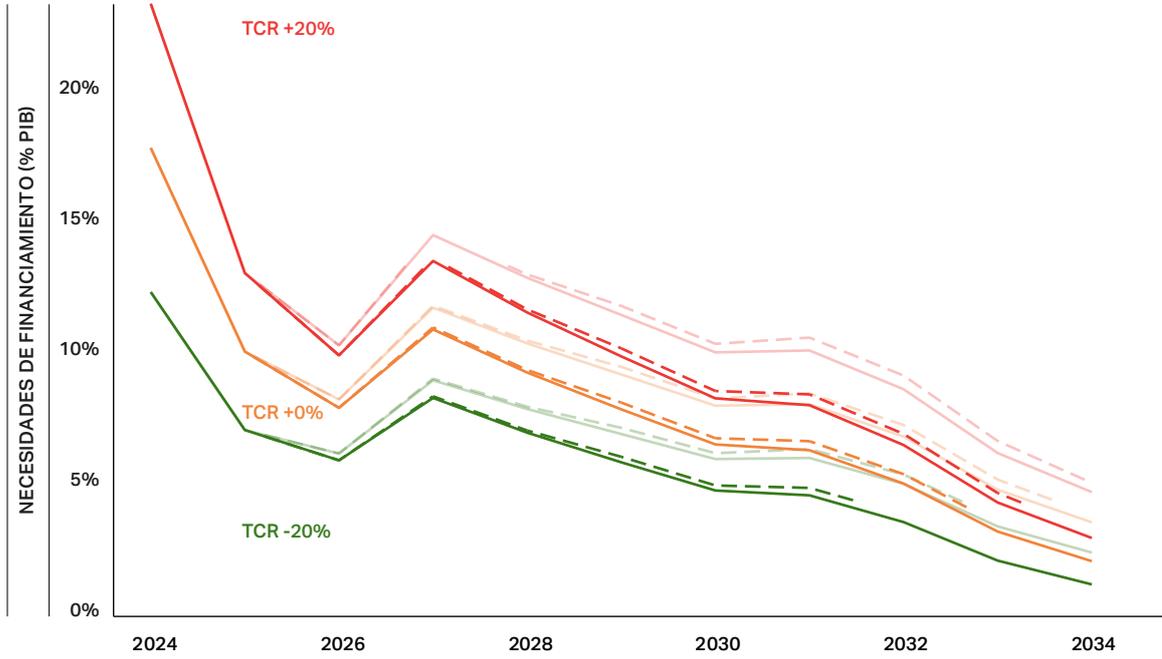


Gráfico 11

Nota: se muestran los vencimientos totales de capital y de intereses. TCR refiere al desvío del TCR respecto al valor de diciembre de 2023, g refiere a la tasa de crecimiento real del PIB, r refiere a la tasa de interés real promedio. El color verde denota los escenarios en los que el TCR se aprecia 20% respecto de diciembre de 2023, el color naranja señala los escenarios en los que el TCR se mantiene constante, y el color rojo refiere a los escenarios en los que el TCR se deprecia 20% respecto a diciembre de 2023. Las líneas transparentes indican los escenarios con baja tasa de crecimiento (1%), mientras que las de colores oscuros reflejan los escenarios de alta tasa de crecimiento (4%). Finalmente, las líneas punteadas señalan los escenarios con alta tasa de interés real (7,84%) y las líneas sólidas, los escenarios con baja tasa de interés real (2,94%).

Fuente: Fundar.

Gráfico 12
Algunas lecciones



Proyección de las necesidades de financiamiento en moneda extranjera (% PIB) (2024-2034)

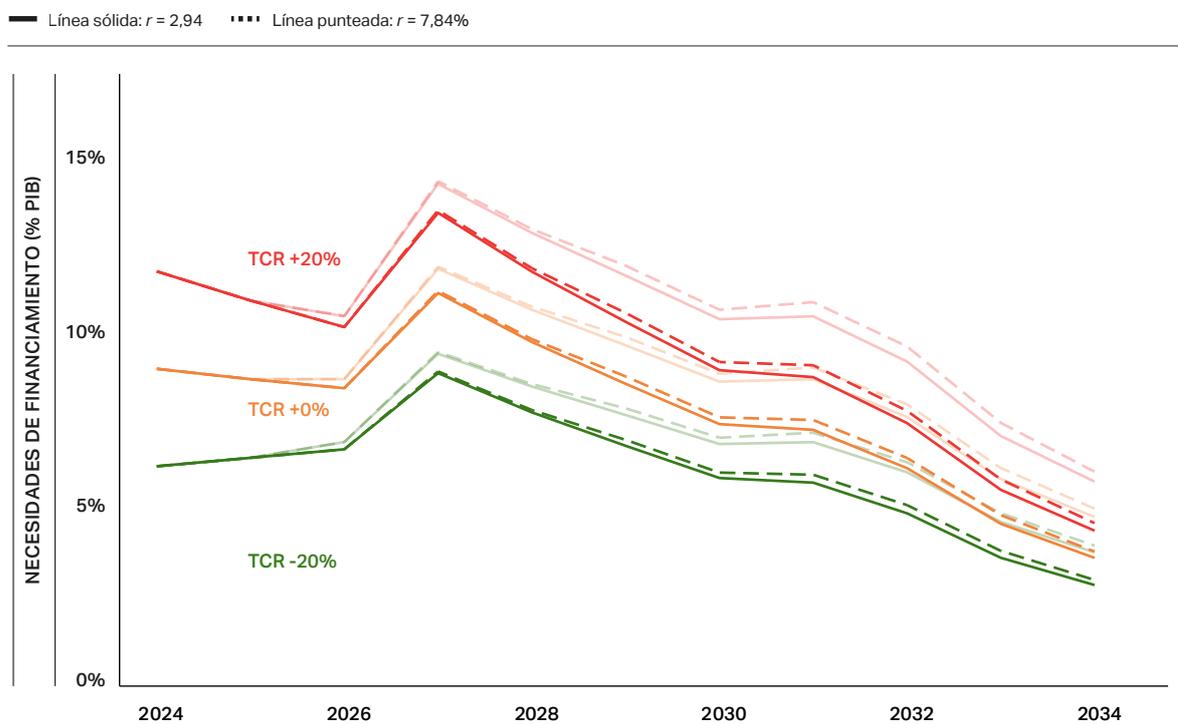


Gráfico 12

Nota: se muestran los vencimientos de capital y de intereses en moneda extranjera. TCR refiere al desvío del TCR respecto al valor de diciembre de 2023, g refiere a la tasa de crecimiento real del PIB, r refiere a la tasa de interés real promedio. El color verde denota los escenarios en los que el TCR se aprecia 20% respecto de diciembre de 2023, el color naranja señala los escenarios en los que el TCR se mantiene constante y el color rojo refiere a los escenarios en los que el TCR se deprecia 20% respecto a diciembre de 2023. Las líneas transparentes indican los escenarios con baja tasa de crecimiento (1%), mientras que las de colores oscuros reflejan los escenarios de alta tasa de crecimiento (4%). Finalmente, las líneas punteadas señalan los escenarios con alta tasa de interés real (7,84%) y las líneas sólidas, los escenarios con baja tasa de interés real (2,94%).

Fuente: Fundar.

El análisis de sostenibilidad sugiere que, sólo bajo escenarios muy optimistas —que no se encuentran para nada garantizados—, la deuda pública es sostenible. En ese sentido, el ejercicio realizado no busca tener la última palabra sobre la sostenibilidad de la deuda, sino mensurar la magnitud del esfuerzo fiscal necesario para ello, así como advertir la necesidad de una significativa reducción del riesgo país. En la sección siguiente volcamos algunas consideraciones sobre la factibilidad de los escenarios que están implícitos en el ejercicio.

Algunas lecciones

A partir de 2025 el sector público argentino enfrentará vencimientos de su deuda de una magnitud que requieren una rápida definición. En enero y julio habrá vencimientos de capital con acreedores privados en moneda extranjera por aproximadamente USD 3000 millones —en cada ocasión—. Dichos montos están lejos de representar una cifra inmanejable y es posible encontrar mecanismos para hacerles frente; no obstante, sin acceso al mercado implicaría una caída significativa de las reservas internacionales, a menos que se consiga algún financiamiento de carácter excepcional, probablemente en condiciones desfavorables.

Como se desprende del análisis de las secciones anteriores, un escenario en el cual la deuda pública se sitúa en una trayectoria de sostenibilidad es, *a priori*, factible. Sin embargo, existen importantes desafíos a la hora de diseñar una política que lo permita. Así, se destaca la dificultad para acumular reservas internacionales y, por ende, de despejar la incertidumbre sobre los vencimientos de capital y reducir el riesgo país que pavimente el acceso a los mercados internacionales de cara a los años posteriores.

El contexto argentino merece algunas reflexiones sobre cuestiones que inciden particularmente en la sostenibilidad de su deuda pública y externa. A continuación se destacan seis ítems fundamentales.

Evitar la concentración de los vencimientos

Para que la deuda sea sostenible es fundamental evitar que los vencimientos de capital y de intereses alcancen en conjunto niveles muy elevados, porque esto podría generar la percepción de que la deuda no se puede pagar. Una deuda que de antemano podría parecer sostenible, dada una combinación de tasas de crecimiento, tasas de interés, tipo de cambio y resultado fiscal, podría no serlo si el grueso de los vencimientos se concentra en corto tiempo. Como se desprende de los [gráficos 10 y 11](#), en los próximos años las necesidades de financiamiento se estiman elevadas —por encima del 10% del PIB en los escenarios menos optimistas en los que la economía crece menos, el tipo de cambio real se mantiene más elevado o ambas—. Este problema es menor para la deuda denominada en moneda nacional, porque su refinanciamiento no es tan difícil —sobre todo si no se relajan las restricciones sobre la movilidad de capitales— y, en el peor de los casos, las autoridades pueden recurrir al financiamiento vía el Banco Central —cabe destacar que esto puede colisionar con la política económica antiinflacionaria y comprometer la estabilidad económica.

Una deuda que de antemano podría parecer sostenible, dada una combinación de tasas de crecimiento, tasas de interés, tipo de cambio y resultado fiscal, podría no serlo si el grueso de los vencimientos se concentra en corto tiempo.

Más delicada es la situación de la deuda en moneda extranjera, porque si existiera alguna sospecha de que esta no puede pagarse, el gobierno podría respaldarse en un importante *stock* de reservas internacionales para despejar la incertidumbre; sin embargo, las reservas del Banco Central están actualmente en niveles extremadamente bajos, con lo cual es ciertamente una cuestión a monitorear.

Estos factores sugieren que recuperar el acceso al mercado de crédito, fundamental para recuperar la estabilidad macroeconómica, no será una tarea tan sencilla. A la fecha de publicación de este trabajo, el riesgo país se mantiene alto —supera los 800 puntos básicos—, lo que dificulta el acceso al mercado de capitales a tasas razonables. Dado que el peso de los vencimientos de capital y de intereses que enfrenta el sector público argentino para los próximos años es elevado, todo indica que el asunto requiere de particular atención y es probable que asistamos a una serie de operaciones —no necesariamente hostiles con los acreedores— que permitan estirar los plazos, por ejemplo, algún tipo de canje de instrumentos de corto plazo por otros de plazo mayor. De realizarse alguna operación de este tipo, es esencial que las condiciones pactadas reflejen de alguna forma la premisa de que la deuda es sostenible. Dicho de otro modo, la tasa de interés y los plazos de estas nuevas operaciones deben estar en línea con algún programa económico que considere la dinámica de la tasa de crecimiento, el resultado fiscal, la evolución del sector externo y las restantes variables consideradas en este ejercicio.

Sostener superávits primarios

Si la deuda es percibida como sostenible, posiblemente la prima de riesgo país se reduzca y la tasa de interés a la que el sector público puede financiarse resulte más baja. En cambio, si el riesgo país no se reduce considerablemente, el acceso al mercado —de ocurrir— puede ser a tasas muy altas, tanto que tornen insostenible el proceso de endeudamiento.

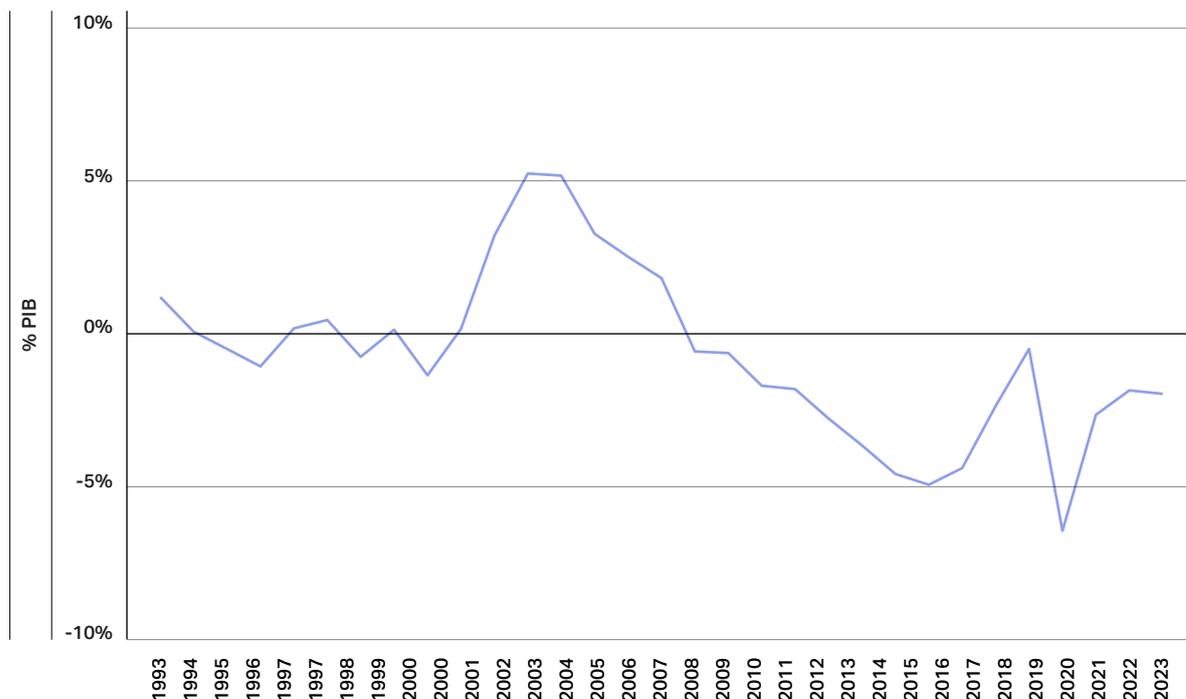
En este sentido, la coyuntura requiere un resultado fiscal superavitario que facilite la reducción del riesgo país, que al mismo tiempo no obstaculice el crecimiento —modesto en una comparativa internacional, pero elevado dada la situación actual de la Argentina— y que contribuya a la implementación de una política macroeconómica que permita normalizar paulatinamente el funcionamiento del mercado de cambios y, por ende, la economía argentina en su conjunto.

Sin embargo, se ha constatado que sostener superávits primarios ha sido poco frecuente en el país. Si bien esto puede cambiar en el futuro —de hecho, la actual administración ha demostrado una convicción particular en materia fiscal—, la capacidad de sostener resultados primarios positivos no debe darse por sentada (gráfico 13). Un superávit del 2% del PIB sostenido durante muchos años implica un esfuerzo significativo para la ciudadanía argentina.

Dado que es clave que la economía crezca, queda planteado un desafío importante: ¿puede la economía argentina mantener una política fiscal tan exigente y crecer? Lograrlo implica diseñar una política fiscal y tributaria consistente (véase el documento "[Hacia un sistema tributario federal armónico: diagnóstico y propuestas](#)", de Fundar) con un resultado fiscal que permita la sostenibilidad de la deuda —y, por lo tanto, mantener cierto superávit— pero que no impida el crecimiento, sin el cual la deuda nuevamente sería insostenible.

Evolución del resultado primario (% PIB) (1993-2023)

Gráfico 13



Fuente: Fundar con base en Perspectivas de la Economía Mundial (WEO, por sus siglas en inglés) del FMI.

Eliminar las restricciones cambiarias

La recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales también requiere del levantamiento de restricciones cambiarias significativas —el “cepo”—. La fracción de la deuda denominada en moneda extranjera necesita contar con suficientes reservas o que el Tesoro pueda adquirirlas en el mercado de cambios sin que la moneda nacional se deprecie fuertemente, lo cual suele ser dificultoso si subsiste un contexto de fuertes restricciones a la movilidad de capitales —véase el documento [“El mercado de cambios bajo la lupa. La transición hacia la unificación”](#), de Fundar.

Es necesario avanzar en la eliminación gradual del grueso de las restricciones cambiarias, como parte de un esquema que permita el acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones más parecidas al resto de los países de América Latina. Algunas restricciones y regulaciones deben mantenerse con el fin de atenuar los efectos de los flujos de capitales de corto plazo, incrementar los grados de autonomía para conducir la política monetaria y cambiaria y fortalecer la moneda nacional (véase el documento [“Ni cepo ni liberalización completa: hacia una regulación prudente de los flujos de capitales”](#), de Fundar). Difícilmente exista disposición a ingresar a un mercado cambiario del cual es difícil salir y es muy poco probable que la economía argentina pueda volver a crecer de forma sostenida sin levantar el cepo.

La deuda externa total también debe ser sostenible

La deuda con acreedores privados denominada en moneda extranjera suele ser el componente más delicado —máxime si fue contraída en plazos cortos—, porque para poder pagarla se necesitan dólares o acceso al financiamiento en la misma moneda. Para considerar la sostenibilidad de dicha deuda es necesario evaluar no sólo la capacidad del sector público de comprar los dólares mediante su resultado fiscal, sino también la capacidad del país en su conjunto de generarlos vía resultado comercial o flujos de capital de mediano y largo plazo. Solamente con tener superávit fiscal no alcanza.

La deuda pública difícilmente será considerada sostenible si la Argentina no puede demostrar que tiene o que puede generar los dólares necesarios para hacer frente a sus compromisos en dicha moneda. Esto es sumamente difícil sin un crecimiento razonable de la oferta de bienes transables de la economía y la de otros flujos financieros que permitan aumentar la oferta de dólares.

Es aconsejable no descansar en fuentes de financiamiento volátiles, por ejemplo, aquellos fondos que buscan aprovechar las diferencias de tasas de interés en el mundo —e incluso es deseable utilizar políticas para ahuyentarlos (véase el documento [“Ni cepo ni liberalización completa: hacia una regulación prudente de los flujos de capitales”](#), de Fundar)—. Adicionalmente, es fundamental que el Banco Central acumule una cantidad significativa de reservas internacionales para despejar todas las dudas que puedan existir sobre la capacidad del sector público de obtener los dólares necesarios para pagar la deuda en moneda extranjera.

La deuda pública difícilmente será considerada sostenible si la Argentina no puede demostrar que tiene o que puede generar los dólares necesarios para hacer frente a sus compromisos en dicha moneda.

Para que dicha acumulación pueda tener lugar, es esencial contar con saldos de cuenta corriente que permitan financiar, además de las necesidades de acumulación de moneda extranjera como reservas, las importaciones, los pagos de deuda de privados, la demanda de atesoramiento, el giro de utilidades y dividendos de las empresas extranjeras, etc. Por esta razón, la sostenibilidad de la deuda pública no puede divorciarse por completo de la sostenibilidad de las cuentas externas de la Argentina en su conjunto.

La deuda con el FMI requiere de un tratamiento particular

Una parte importante de la deuda pública de nuestro país —aproximadamente USD 44.000 millones corresponde al endeudamiento con el FMI. En la actualidad el país abona una tasa de interés en torno al 7% anual ([Libman et al., 2024](#)), un nivel más reducido que el que debería abonar para obtener nueva deuda con los mercados internacionales, pero lo suficientemente elevado como para preguntarse si esto no atenta contra la sostenibilidad de la deuda.

La deuda pública con el FMI es diferente de la deuda con acreedores privados. Las razones más relevantes son su carácter de acreedor privilegiado y la necesidad de discutir la política económica para acceder a un programa. Cuando un acreedor goza de una posición privilegiada, está más adelante en la fila para cobrar, por lo que es razonable que la tasa de interés que reciba por prestar sea más baja que la que reciben quienes están más atrás en la fila²³. Si bien el FMI no tiene un estatus de acreedor privilegiado formalmente, en condiciones ideales no es oportuno para un país “defaultear” la deuda con el organismo, porque hacerlo implicaría eliminar una serie de créditos y posibilidades de inversiones fundamentales para la Argentina —como el financiamiento bilateral o multilateral—. Pero tampoco se puede aceptar un programa incompatible con el crecimiento económico, que condene al país al estancamiento.

La deuda pública con el FMI es diferente de la deuda con acreedores privados, tanto por su carácter de acreedor privilegiado como por la necesidad de discutir la política económica para acceder a un programa.

La tasa de interés que se le abona al organismo, que está formada en función de las tasas de interés de las principales economías del planeta más los sobrecargos que abona la Argentina²⁴, alcanza el 7% anual al segundo trimestre de 2024. Dicho nivel no solo es sumamente elevado —considerando el estatus de acreedor privilegiado del organismo—, sino que atenta contra el funcionamiento del propio FMI, que se presume brinda financiamiento en condiciones relativamente favorables ([Libman et al., 2024](#)).

Si bien no es posible para la Argentina modificar el *statu quo* unilateralmente y forzar así un cambio que reduzca el costo de la deuda con el FMI —se requiere del acuerdo de los principales accionistas del organismo, que son precisamente las economías dominantes del planeta—, esta cuestión se encuentra en el centro de la negociación y la agenda internacional de los hacedores de política económica.

²³ En el caso de la relación entre la Argentina y el FMI, existe una dificultad inherente asociada al tamaño del programa. Como el préstamo del Fondo es muy grande, los inversores perciben que su probabilidad de cobrar es más baja —comparada con un país que no tiene un préstamo similar—. Esto dificulta enormemente el manejo de la deuda, tanto con el organismo como con los acreedores privados (véase, por ejemplo, [Krahnke, 2023](#)).

²⁴ El FMI toma las tasas de referencia de los Estados Unidos, el Reino Unido, la zona euro, Japón y China y le adiciona 100 puntos básicos, cargos por cada programa —50 puntos básicos más 15-60 puntos básicos que se devuelven cuando se efectúan los desembolsos—, sobrecargos en función del tamaño del programa —se aplican 200 puntos básicos a la parte del crédito pendiente de reembolso superior al 187,5% de la cuota— y sobrecargos en función de la duración —se aplican 100 puntos básicos sobre la parte del crédito que supere el umbral del 187,5% de la cuota durante más de 36 meses o 51 meses en caso de programas de facilidades extendidas; la Argentina tomó un préstamo que supera en más del 1000% su cuota.

Los cambios recientes, que implican una reducción de la tasa que paga la Argentina, no modifican sustancialmente las condiciones de sostenibilidad de la deuda pública. Más concretamente, el FMI redujo los sobrecargos que se abonan por programas que duran mucho tiempo —del 1% al 0,75% anual—, elevó la fracción de la cuota de la Argentina en el FMI a partir de la cual se pagan dichos sobrecargos —del 187,5% al 300%— y redujo del 1% al 0,60% un componente fijo de la tasa. Todo esto implica un ahorro anual de aproximadamente USD 450 millones, cifra que no modifica sustancialmente ninguna conclusión de nuestro DSA.

Para garantizar la sostenibilidad de la deuda se necesitan reformas institucionales

Para consolidar una estructura de la deuda pública que sea sostenible es fundamental introducir algunas modificaciones institucionales que contribuyan a alcanzar ciertos valores del resultado fiscal, las tasas de interés, el tipo de cambio y la tasa de crecimiento. Naturalmente, los hacedores de política económica no disponen de la capacidad para manejar estas variables discrecionalmente, pero contar con instituciones adecuadas maximiza las chances de que los resultados sean favorables.

Es importante cuidar las instituciones que funcionan bien. En este sentido, la intervención al INDEC entre 2007 y 2015 implicó un daño sobre los mercados financieros en moneda doméstica, ya que se castigó a los ahorristas en instrumentos ajustables por inflación al impedir, por ejemplo, el desarrollo de una alternativa al ahorro en moneda extranjera y restar liquidez al segmento en moneda nacional.

En el caso de la sostenibilidad fiscal y de la deuda pública, la institución más importante es sin duda una regla fiscal que dote de credibilidad a la política de ingresos y gastos del gobierno²⁵. Una regla bien diseñada puede incorporar entre sus dimensiones mecanismos que permitan mantener la deuda en niveles sostenibles. Esta norma debe tener consenso dentro de los diferentes espacios políticos que pudieran gobernar el país. De nada sirve una regla escrita sin un compromiso de cumplimiento.

Otra institución, relacionada estrechamente con la anterior, son los fondos de estabilización. A grandes rasgos, existen fondos soberanos que acumulan y desacumulan excedentes financieros —mayoritariamente en activos seguros— en función del estado de la economía —acumulan en las épocas de bonanza y desacumulan en las épocas de vacas flacas o situaciones excepcionales como desastres naturales— y los fondos de pensiones, que se utilizan para apuntalar la sostenibilidad de la deuda apoyando el sistema de jubilaciones y pensiones, que suele ser el componente principal del gasto público.

Este tipo de instituciones complementa las reglas fiscales, porque habitualmente es la fuente principal de recursos para financiar un aumento cíclico del gasto y suelen invertir el ahorro fiscal, en función de lo que dicte la regla fiscal. Constituyen una garantía que refuerza la credibilidad de la política fiscal y financiera del gobierno, lo que facilita mantener el acceso a los mercados internacionales de crédito en condiciones convenientes para el país.

²⁵ El anuncio del presidente Javier Milei durante la presentación del presupuesto para 2025 puso de manifiesto la voluntad oficial de que "todo gasto adicional deberá venir acompañado con una fuente correspondiente de ingresos", lo que puede interpretarse como un elemento de un esquema de reglas. Por su diseño, esta regla sería "procíclica", es decir, incrementa la volatilidad.

Anexos



Anexo 1. Restricciones presupuestarias y análisis de la sostenibilidad de la deuda pública

Partiendo de la restricción presupuestaria del sector público, la deuda pública se define como el *stock* de deuda del período anterior, más los vencimientos de intereses, menos el resultado fiscal primario (diferencia entre ingresos y gastos públicos, excluido el pago de intereses):

$$D_t = D_{t-1}(1 + i_{t-1,t}) - S_t \quad (1)$$

donde D_t es el *stock* de deuda, $i_{t-1,t}$ es la tasa de interés nominal y S_t es el superávit fiscal primario. Como hemos discutido, es esencial medir la evolución del tamaño de la deuda en relación con la capacidad de pago. Dividiendo a la expresión anterior por el PIB nominal (Y_t) se tiene que:

$$d_t = \frac{D_{t-1}(1 + i_{t-1,t})}{Y_t} - s_t = \frac{D_{t-1}(1 + i_{t-1,t})}{Y_{t-1}(1 + G_{t-1,t})} - s_t = d_{t-1} \frac{(1 + i_{t-1,t})}{(1 + G_{t-1,t})} - s_t \quad (2)$$

donde $x_t = X_t / Y_t$ y $G_{t-1,t}$ es la tasa de crecimiento del PIB nominal entre $t-1$ y t . Luego, es posible desagregar el efecto precio de las tasas nominales:

$$d_t = d_{t-1} \frac{(1 + r_{t-1,t})(1 + \pi_{t-1,t})}{(1 + g_{t-1,t})(1 + \pi_{t-1,t})} - s_t = d_{t-1} \frac{(1 + r_{t-1,t})}{(1 + g_{t-1,t})} - s_t \quad (3)$$

donde $r_{t-1,t}$ es la tasa de interés real, $g_{t-1,t}$ es la tasa de crecimiento real y $\pi_{t-1,t}$ es la tasa de inflación. Finalmente, es posible desagregar la deuda pública por moneda, de modo que:

$$d_t = \frac{d_{t-1}}{(1 + g_{t-1,t})} [(1 + r_{t-1,t}^d)(1 - \alpha_{t-1}) + (1 - r_{t-1,t}^e)(1 + E_t) \alpha_{t-1}] - s_t \quad (4)$$

donde α_t es la proporción de deuda denominada en moneda extranjera, $r_{t-1,t}^d$ es la tasa de interés real de la deuda en moneda doméstica, $r_{t-1,t}^e$ es la tasa de interés real de la deuda en moneda extranjera y $E_{t-1,t}$ es el tipo de cambio nominal. Con la misma lógica, es posible distinguir entre diferentes tipos de deuda, por ejemplo, entre la que ajusta por inflación y la que no lo hace, lo cual introduce diferentes tasas de interés según el tipo de instrumento.

Una de las formas más usuales de analizar la sostenibilidad de la deuda pública es estimar el resultado fiscal primario que, dado un determinado *stock* de deuda pública y supuestos sobre la evolución de ciertas variables relevantes de la economía nacional (tasa de interés, crecimiento, etc.) y global (tasa de interés internacional), permite estabilizar la deuda pública en términos del PIB. Partiendo de la ecuación (4) y asumiendo que la tasa de interés²⁶ y el crecimiento real del producto se mantienen constantes, es posible demostrar que el superávit primario que estabiliza la deuda ($\Delta d_t = 0$) es:

$$s_t = d_{t-1} \left(\frac{r - g}{1 + g} \right) \quad (5)$$

²⁶ Cuando existen diferentes tipos de deuda —por ejemplo, deuda en moneda nacional y deuda en moneda extranjera—, la tasa de interés es un promedio ponderado —por la participación de cada tipo de deuda— de las diferentes tasas de interés.

Anexo 2. Perfil de vencimientos del Ministerio de Economía y simulaciones de la deuda pública

Para simplificar, hay cuatro tipos de bonos:

1. D_t^{pesos} : bonos en moneda local a tasa fija:

$$D_t^{pesos} = D_{t-1} (1 + i_{t-1,t}^{pesos}) \quad (7)$$

2. D_t^{CER} : bonos en moneda local cuyo capital (VN original) se ajusta por la evolución de la inflación y pagan una tasa de interés fija:

$$D_t^{CER} = D_0^{CER} (1 + \pi_{0,t}) (1 + i_{t-1,t}^{CER}) \quad (8)$$

donde $\pi_{0,t}$ es la tasa de inflación entre el momento de la emisión y t , y D_0^{CER} es el valor nominal original al momento de la emisión.

3. D_t^{DLK} : bonos expresados en moneda extranjera (VN original) pagaderos en moneda local, que pagan una tasa de interés fija:

$$D_t^{DLK} = E_t D_{t-1}^{DLK} (1 + i_{t-1,t}^{DLK}) \quad (9)$$

donde E_t es el tipo de cambio en t .

4. D_t^{USD} : bonos en moneda extranjera que pagan intereses a tasa fija:

$$D_t^{USD} = E_t D_{t-1}^{USD} (1 + i_{t-1,t}^{USD}) \quad (10)$$

Entonces el *stock* de deuda medida en moneda doméstica en cada momento t (D_t) es:

$$D_t = D_{t-1}^{pesos} (1 + i_{t-1,t}^{pesos}) + D_0^{CER} (1 + \pi_{0,t}) (1 + i_{t-1,t}^{CER}) + E_t D_{t-1}^{DLK} (1 + i_{t-1,t}^{DLK}) + E_t D_{t-1}^{USD} (1 + i_{t-1,t}^{USD}) \quad (11)$$

El cronograma de vencimientos de MECON provee lo siguiente:

D_0 : *stock* inicial de deuda

$i_{0,t}$: cronograma de vencimientos de intereses

$C_{0,t}$: cronograma de vencimientos de capital

Anexos

No supone senderos de inflación ni de tipo de cambio, sino que actualiza el valor nominal de los bonos CER hasta la fecha del informe²⁷ y utiliza el tipo de cambio oficial para expresar todo en dólares. Concretamente, lo que presenta es lo siguiente:

$$\frac{D_t}{E_{2023}} = \frac{D_{t-1}^{pesos}}{E_{2023}} (1 + i_{t-1,t}^{pesos}) + \frac{D_0^{CER} (1 + \pi_{0,2023})}{E_{2023}} (1 + i_{t-1,t}^{CER}) \quad (12)$$

$$+ \frac{E_{2023} D_{t-1}^{DLK}}{E_{2023}} (1 + i_{t-1,t}^{DLK}) + \frac{E_{2023} D_{t-1}^{USD}}{E_{2023}} (1 + i_{t-1,t}^{USD})$$

donde E es el valor del tipo de cambio a diciembre de 2023. Entonces:

$$\frac{D_t}{E_{2023}} = \frac{D_{t-1}^{pesos}}{E_{2023}} (1 + i_{t-1,t}^{pesos}) + \frac{D_0^{CER} (1 + \pi_{0,2023})}{E_{2023}} (1 + i_{t-1,t}^{CER}) + D_{t-1}^{DLK} (1 + i_{t-1,t}^{DLK}) + L \quad (13)$$

de modo que todo queda expresado en dólares —y la deuda CER actualizada a diciembre de 2023.

En rigor, el cronograma presenta montos de intereses y de pagos de capital. Si bien es posible obtener tasas implícitas —por ejemplo, de interés ($i_{t-1,t}$), esto arroja resultados erróneos cuando hay amortizaciones intranuales.

La endogenización del perfil de vencimientos estará dada por la valuación de la deuda en pesos —a tasa fija y CER—. Al multiplicar los *stocks* —capital e intereses de la deuda en pesos a tasa fija por el tipo de cambio a diciembre de 2023—, esas magnitudes quedan en pesos corrientes, que luego se pueden expresar en dólares bajo diferentes senderos del tipo de cambio. En el caso de la deuda CER, además, se actualizan los vencimientos de capital y de intereses según diferentes supuestos sobre la evolución de la tasa de inflación.

El supuesto principal de la simulación es que los pagos de capital y de intereses no se abonarán, sino que se tomará nueva deuda a una tasa por el equivalente. Así, los intereses por esta nueva deuda se suman a los intereses ya pactados, que surgen del perfil de vencimientos. En otras palabras, asumimos que el gobierno tiene acceso al mercado y que toda la deuda pasa a refinanciarse por esta vía —incluyendo al FMI pero no a los restantes organismos.

²⁷ Para los bonos que se ajustan por CER se expresa en el *stock* de deuda el VN original ajustado por inflación a la fecha del informe más la capitalización de intereses si tuviera —por ejemplo, descuento en pesos, DICP—. No incluye intereses devengados y no pagados.

Bibliografía



- Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Warmedinger, T., De Stefani, R., Drudi, F., Setzer, R. y Westphal, A. (2017). "[Debt Sustainability Analysis for Euro Area Sovereigns: A Methodological Framework](#)", ECB Occasional Paper N° 185.
- Campos, C., Jaimovich, D. y Panizza, U. (2006). "[The Unexplained Part of Public Debt](#)", *Emerging Markets Review*, vol. 7, N° 3, pp. 228-243.
- Celasun, O., Debrun, X. y Ostry, J. (2006). "[Primary Surplus Behavior and Risks to Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries: A 'Fan-Chart' Approach](#)", IMF Working Paper 06/67.
- Cetrángolo, O. y Grushka, C. (2004). "[Sistema previsual argentino: crisis, reforma y crisis de la reforma](#)", serie Financiamiento para el Desarrollo (LC/L.2219-P), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Claessens, S., Klingebiel, D. y Schmukler, S. (2007). "[Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: the Role of Institutional and Macroeconomic Factors](#)", *Review of International Economics*, vol. 15, N° 2, pp. 370-413.
- Damill, M., Frenkel, R. y Juvenal, L. (2003). "[Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en la Argentina](#)", *Desarrollo Económico*, vol. 43, N° 170, julio-septiembre, pp. 203-230.
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005). "[La deuda argentina: historia, default y reestructuración](#)", *Desarrollo Económico*, vol. 45, N° 178, pp. 187-233.
- De la Vega, P., Libman, E. y Zack, G. (2023). "[El mercado de cambios bajo la lupa. La transición hacia la unificación](#)", Fundar.
- De la Vega, P., Zack, G., Calvo, J. y Libman, E. (2024). "[Determinantes de la inflación en Argentina, 2004-2022](#)", *Ensayos Económicos*, N° 83, Banco Central de la República Argentina.
- Eichengreen, B. y Hausmann, R. (1999). "[Exchange Rates and Financial Fragility](#)", en *New Challenges for Monetary Policy*. Resultados de una conferencia auspiciada por la Reserva Federal de Kansas City.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. y Panizza, H. (2003). "[The Pain of Original Sin](#)", en Eichengreen, B. y Hausmann, R. (eds.), *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. y Panizza, U. (2007). "[Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters](#)", *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, University of Chicago Press, pp. 121-170.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. y Panizza, U. (2023). "[Yet it Endures: The Persistence of Original Sin](#)", *Open Economies Review*, vol. 34, N° 1, Springer, pp. 1-42.
- FMI (2013). "[Staff Guidance Note for public debt sustainability analysis in market access countries](#)", Fondo Monetario Internacional (FMI).
- FMI (2021). "[Review of The Debt Sustainability Framework For Market Access Countries](#)", Policy Paper N° 2021/003.
- FMI (2022). "[Staff Guidance Note on the Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework for Market Access Countries](#)", Policy Paper N° 2022/039.
- Guzmán, M. (2018). "[The Elements of Sovereign Debt Sustainability Analysis](#)", CIGI Paper N° 196, Centre for International Governance Innovation.
- Guzmán, M. (2020). "[An Analysis of Argentina's 2001 Default Resolution](#)", *Comparative Economic Studies*, vol. 62, N° 4, pp. 701-738.
- Guzmán, M. y Heymann, D. (2015). "[The IMF Debt Sustainability Analysis: Issues and Problems](#)", *Journal of Globalization and Development*, vol. 6, N° 2, pp. 387-404.
- Guzmán, M. y Stiglitz, J. (2020). "[Towards a Dynamic Disequilibrium Theory with Randomness](#)", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 36, N° 3, pp. 621-674.
- Guzmán, M., Morra, F., Tosi, R., Zack, G. y De la Vega, P. (2024). "[Ni cepo ni liberalización completa: hacia una regulación prudente de los flujos de capitales](#)", Fundar.
- Humann, T. (2023). "[Public Debt Decompositions in Emerging Economies. Methodology and Introduction of a Public Access Dashboard](#)", *Finance for Development Lab*.
- Krahnke, T. (2023). "[Doing More with Less: The Catalytic Function of IMF Lending and the Role of Program Size](#)", *Journal of International Money and Finance*, vol. 135, N° 11, pp. 1-31.
- Krugman, P. (1988). "[Financing vs. forgiving a debt overhang](#)", *Journal of Development Economics*, vol. 29, N° 3, pp. 253-268.
- Leeper, E. y Nason, J. (2010). "[Government Budget Constraint](#)", en Durlauf, S. y Blume, L. (eds.), *Monetary Economics. The New Palgrave Economics Collection*, Londres, Palgrave Macmillan, pp. 108-117.
- Libman, E., Palazzo, G. y Rodríguez, M. (2022). "[El dilema de la estabilización: deuda, inflación y conflictividad política en tiempos de Alfonsín \(1983-1989\)](#)", en Heymann, D., Gerchunoff, P. y Jáuregui, A. (comps.), *Medio siglo entre tormentas. Fluctuaciones, crisis y políticas macroeconómicas en la Argentina (1948-2002)*, Buenos Aires, Eudeba.
- Libman, E., Colodenco, M., Wiedenbrug, A., Van 't Klooster, J., Murawski, S., Tordoier, S. y Waibel, M. (2024). "[Making the IMF fit for purpose: An analysis and a proposal for reform the Fund's current interest rate policy](#)".
- Lódola, A., Moskovits, C. y Zack, G. (2024). "[Hacia un sistema tributario federal armónico: diagnóstico y propuestas](#)", Fundar.
- Nazar Van Doornik, F., Frost, J., Guerra, R., Tombini, A. y Upper, C. (2024). "[Towards liquid and resilient government debt markets in EMEs](#)", *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements.

- Ocampo, J. y Eyzaguirre, R. (2023). "[Sostenibilidad de la deuda pública en América Latina y el Caribe](#)", serie Documentos de Proyectos (LC/TS.2023/1/Corr.1), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Reinhart, C., Rogoff, K. y Savastano, M. (2003). "[Debt Intolerance](#)", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34, N° 1, pp. 1-74.
- Weber, A. (2012). "[Stock-flow adjustments and fiscal transparency: A cross-country comparison](#)", IMF Working Papers.
- Wyplosz, C. (2007). "[Debt Sustainability Assessment: The IMF Approach and Alternatives](#)", *IHEID Working Papers* 03-2007, Economics Section, The Graduate Institute of International Studies.

Acerca del equipo autoral

Emiliano Libman

Investigador de Economía de Fundar

Licenciado y magíster en Economía por la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires (UBA) y doctor en Economía por la Universidad de Massachusetts, Amherst. Es investigador asistente del CONICET y miembro del CIMaD (Escuela de Economía y Negocios de la Universidad Nacional de General San Martín) y del CEDES. Se especializa en macroeconomía y economía del desarrollo.

Pablo de la Vega

Investigador de Economía de Fundar

Doctorando en Economía de la Universidad Nacional de La Plata. Publicó artículos científicos y presentó trabajos en congresos y seminarios, a nivel nacional e internacional. Sus áreas de interés incluyen temas como el desarrollo económico, el futuro del trabajo, la desigualdad y el cambio climático.

Guido Zack

Director de Economía de Fundar

Doctor en análisis económico (universidades de Alcalá y Complutense de Madrid) y licenciado en Economía (UBA). Se especializa en política económica, macroeconomía y economía internacional.

Dirección ejecutiva: Martín Reydó

Dirección de proyectos: Lucía Álvarez

Coordinación editorial: Gonzalo Fernández Rozas

Revisión institucional: Juan Martín Ianni

Corrección: Mara Sessa

Diseño: Micaela Nanni

Edición de gráficos: Maia Persico

Libman, Emiliano

La sostenibilidad de la deuda pública : ¿Por qué es importante recuperar el acceso a los mercados? / Emiliano Libman ; Pablo de la Vega ; Guido Zack. - 1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Fundar , 2024.

Libro digital, PDF

Archivo Digital: descarga y online

ISBN 978-631-6610-34-8

1. Deuda Pública. 2. Mercado de Capitales. 3. Economía Argentina. I. de la Vega, Pablo II. Zack, Guido III. Título
CDD 336.34

ISBN 978-631-6610-34-8



