

Semana Económica

Financiamiento externo, pocas Reservas y déficit de cuenta corriente: ¿el triángulo imposible?

Resumen del informe

- ✓ Los vencimientos de deuda pública en moneda extranjera con el mercado y de intereses con el FMI suman USD 7.000 millones entre junio y diciembre de 2025, USD 13.500 millones en 2026 y USD 19.000 millones en 2027. Los desembolsos pendientes del Fondo alcanzan USD 8.000 millones, y habrá que buscar fuentes adicionales de financiamiento.
- ✓ En 2024 y 2025, solo 1 de 27 países que colocaron deuda en los mercados internacionales tenían un stock de Reservas menor al 10% del PIB y un déficit de cuenta corriente mayor a 1% del Producto: Kenia. Los antecedentes, entonces, no son optimistas.
- ✓ Más allá de estos fundamentos, Pampa Energía emitió USD 340 millones al 8% a 2034 en los mercados externos en la última semana, la primera colocación pos flexibilización del cepo. No obstante, el apetito por las empresas argentinas no necesariamente se trasladará al Estado Nacional: entre enero 2024 y marzo 2025, las firmas locales colocaron USD 5.300 millones en los mercados externos, y el riesgo país no perforó los 400 puntos básicos, umbral mínimo para captar financiamiento a una tasa sostenible (cerca al 8,5% en dólares a diez años).
- ✓ Los pagos de deuda externa de 2026 y 2027 serán virtualmente imposibles de enfrentar con estos niveles de tipo de cambio y actividad si no se reabre el crédito en dólares de mercado. Los antecedentes y los números no son alentadores en este sentido: habrá que acumular Reservas e incrementar las exportaciones netas.

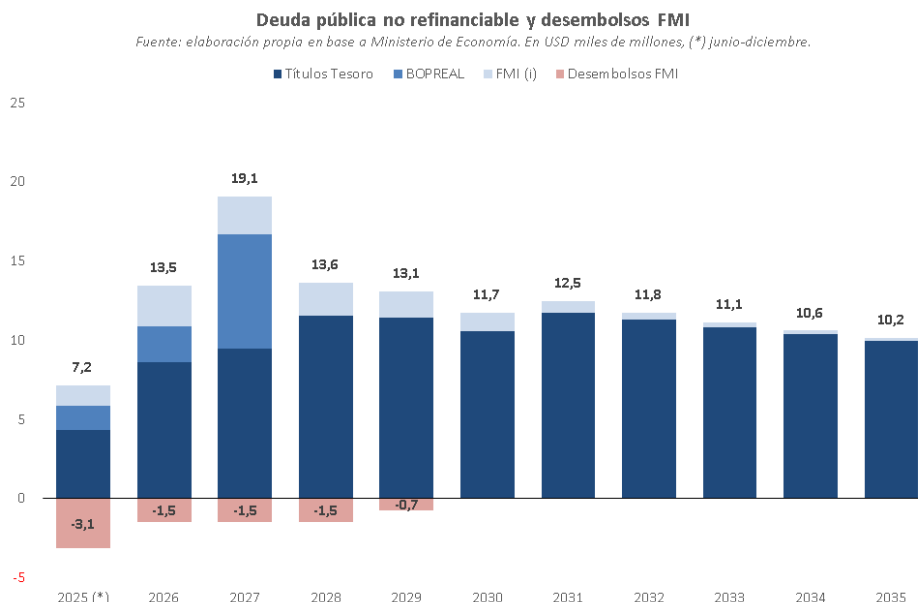
Novedades de la semana

- ✓ La recuperación de la actividad se moderó en marzo y abril. Además, el Banco Central busca estirar la estabilidad cambiaria hasta octubre. En este marco, el Gobierno lanzó una suerte de “blanqueo permanente” para las compras en pesos y dólares. Entre otras cosas, la medida busca aumentar el dinero transaccional sin que el Banco Central emita, poniendo en circulación pesos y dólares que estaban fuera del sistema formal.
- ✓ El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) cayó 1,8% en marzo respecto de febrero, quedando 0,4% por debajo de marzo 2023. Más allá de la similitud agregada, se observa una diferencia significativa en su composición. El sector agropecuario saltó 18% entre marzo 2023 y marzo 2025 y minas y canteras, en donde se incluye la exportación de petróleo, creció 12,5%. En contraste, la Industria retrocedió 17%, la Construcción 19% y Comercio 7%.
- ✓ El superávit comercial alcanzó USD 200 millones en abril, retrocediendo más de 85% respecto de los USD 1.800 millones registrados en igual mes del año pasado. El salto de 38% i.a. de las importaciones más que compensó el avance de 2% i.a. de las exportaciones, deteriorando el neto. Con estos números, el saldo acumulado en los últimos doce meses pasó de USD 18.900 millones al cierre del año pasado a USD 13.650 millones en la actualidad (USD -5.300 millones).
- ✓ El Ministro de Economía anunció que se extenderá la baja de retenciones al trigo y la cebada hasta el 31 de marzo de 2026 (no así para la soja, el maíz, el sorgo y el girasol), y la relajación fiscal alcanzará también a la cosecha fina. Más allá de esto, la meta fiscal no parece en peligro.

Financiamiento externo, pocas Reservas y déficit de cuenta corriente: ¿el triángulo imposible?

En distintos informes destacamos la exigencia del perfil de vencimientos de deuda pública en moneda extranjera para lo que resta de 2025, 2026 y 2027. En este **Semana Económica** nos quedamos solo con los pagos de deuda más difíciles de reprogramar: bonos del Tesoro Nacional y del Banco Central (Globales, Bonares y BOPREAL) e intereses del acuerdo con el FMI. El capital de este podría refinanciarse si se firma un nuevo acuerdo, tal como se hizo en 2022 para repagar el crédito de 2018, de modo que lo excluimos de esta cuenta ácida.

El Estado Nacional deberá cancelar entonces USD 7.000 millones entre junio y diciembre de 2025, USD 13.500 millones en 2026 y USD 19.000 millones en 2027. Por el lado de las fuentes, poco más de USD 8.000 millones saldrían de los desembolsos pre-acordados con el FMI, sujetos a metas incumplidas por ahora, pero que no trabarían los giros riesgo según el propio Gobierno. En síntesis, quedarían USD casi 34.000 millones por pagar en los próximos dos años y medio.



Además, en otros informes, planteamos que las exportaciones netas de bienes y servicios -donde se incluye el turismo- no aportarían los dólares necesarios. Por el contrario, para este nivel de tipo de cambio y demanda interna, la economía local demanda más divisas de las que ofrece. En consecuencia, habrá que recurrir a la cuenta de capital para sortear los compromisos.

Antes de seguir, una digresión general: no es óptimo pagar toda la deuda en moneda extranjera con la cuenta corriente. Las entradas de capital afectan -o deberían hacerlo- a las operaciones de muchos años, de modo que cancelarlas con las operaciones de un solo año, es decir con las operaciones corrientes, obligaría a sobre-ajustar en ese momento de tiempo. En este caso, habría que convalidar un dólar muy caro o un nivel de demanda interna muy bajo para así exportar mucho e importar poco, alcanzando un “super-superávit” que permita enfrentar los pagos.

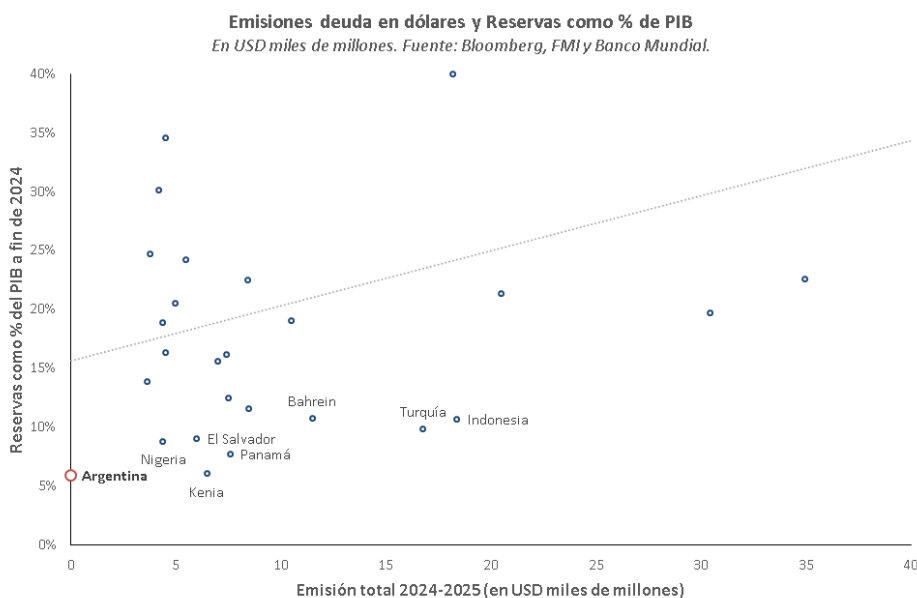
En contraste, cancelar deuda vieja con deuda nueva relaja las cargas sobre la población actual, repartiendo los costos entre más años y por ende más generaciones. Por esta razón es la opción más difundida a lo largo del mundo: tomar deuda no implica, necesariamente, tomarla en exceso. Dicho esto,

y para cerrar el círculo, los usos del endeudamiento también deberían repartirse entre más generaciones, no dirigiéndose los ingresos súbitos de dólares financieros para apreciar al peso en años impares, sino fortaleciendo inversiones de mediano plazo y un sendero macroeconómico más estable. Nuevamente, las opciones más elegidas y difundidas a lo largo del mundo.

En este escenario, es claro que la Argentina necesitará financiamiento externo en 2026 y 2027. Ahora bien, la pregunta es cómo llegará.

En la actualidad, el riesgo país ronda los 650 puntos básicos, casi el doble que en enero 2018 (370 p.b.), cuando tuvo lugar la última colocación externa del Estado Nacional. Más aún, la tasa de interés de los eventuales títulos argentinos a diez años pasó de la zona del 5% a principios de 2018 a 11% en la actualidad, ya que a la suba del riesgo país corresponde agregarle el aumento en la tasa de interés de la Reservas Federal, de 1,5% a 4,5%. ¿No hay mal que dure nueve años?

En el Semana Económica 879, notamos que había un piso de Reservas/PIB del 10% en la región para que un país pudiese financiarse en los mercados internacionales. Sin embargo, a nivel global, la experiencia marca que en 2024-2025 cuatro países emitieron deuda en moneda extranjera con stocks de Reservas menores al 10% de su Producto: Kenia, Nigeria, Panamá y El Salvador. En mayo de 2025, las Reservas del BCRA representan 6% de nuestro PIB, de modo que quedaríamos algo por debajo de estos países, pero no tanto.



Vale destacar que Kenia y El Salvador tienen programas abiertos con el FMI, por USD 2.000 millones y USD 1.400 millones, respectivamente, o lo que es lo mismo, por 1,7% y 4,1% de su PIB. Los préstamos de USD 60.000 millones que tiene la Argentina (USD 40.000 millones de 2022-2024, USD 20.000 millones de 2025-2029) representan casi 10% de nuestro PIB. La diferencia no es menor.

A nivel macroeconómico, la Argentina tiene menos déficit fiscal que los cuatro países mencionados (todos con un desequilibrio mayor al 3% del PIB), lo que podría ser un activo para nuestro país. En contraposición, nuestro saldo de cuenta corriente es peor: Nigeria, gran exportador de petróleo, tiene un superávit de 9,2% del PIB, mientras que Panamá y El Salvador tienen resultados negativos menores a

1% del Producto. La excepción sería Kenia, con un rojo de 3,7% del PIB de cuenta corriente en 2024, que podría ser similar o incluso mayor al déficit que registrará la Argentina este año.

Una cuenta corriente superavitaria modera la pérdida de Reservas que tiene una economía con pagos de deuda externa sin acceso al mercado de capitales -ni otras entradas de inversiones-. Este fue el escenario argentino año pasado. Sin embargo, en 2025, rebote del consumo y apreciación cambiaria mediante, tanto la cuenta corriente como la cuenta de capital con privados estarían en rojo, demandando dólares netos. La diferencia se resolvería con los giros del Fondo y eventualmente algo de pérdida de Reservas. Ambas fuentes no parecieran alcanzar para el año que viene.

En resumen, solo 1 de los 27 países que emitieron deuda en los mercados externos en 2024-2025 tuvo un bajo ratio Reservas/PIB y déficit de cuenta corriente mayor a 1% del PIB, tal como es la situación de la Argentina hoy. ¿Elegimos creer?

En la última semana, Pampa Energía colocó Obligaciones negociables por USD 340 millones en Nueva York (es decir, con no residentes: el tipo de pasivos que debería colocar el Estado Nacional en los próximos meses) a una tasa de 8% a vencer en 2034: un costo no muy diferente del que asumen los Estados de Colombia o México (Brasil paga 6,7% a diez años y Chile 5,7%).

Entre enero de 2024 y marzo de 2025 se emitieron USD 5.300 millones por esta vía, a los que hay que sumarle los USD 340 millones de Pampa. Aunque este monto está lejos de las necesidades del Sector Público arriba mencionadas -USD 34.000 millones-, podría ser un buen augurio. Sin embargo, hay que poner ciertos reparos: USD 4.800 millones del total emitido (80%) se explican por empresas del sector energético, que tienen sus ingresos fuertemente asociados al tipo de cambio. Así, sus riesgos de descalce ante una devaluación son menores que los del Estado Nacional.

Emisiones brutas de obligaciones negociables off shore
Fuente: elaboración propia en base a CNV. En USD millones.

Día	Empresa	Monto emitido (en USD millones)		Tasa de interés
25-abr-24	Pan American Energy	400	abr-32	8,5%
24-may-24	GEMSA	39	may-27	14,6%
11-jul-24	Telecom Argentina	500	jul-31	9,7%
3-oct-24	Banco Galicia	325	oct-28	7,9%
16-oct-24	YPF Energía eléctrica	420	oct-32	8,2%
18-oct-24	Edenor	184	oct-30	9,8%
24-oct-24	Telecom Argentina	200	jul-31	8,8%
30-oct-24	GEMSA	350	nov-31	11,0%
25-nov-24	MSU Energy	177	dic-30	9,8%
4-dic-24	Vista Energy	600	dic-35	7,6%
9-dic-24	Pampa Energía	360	dic-34	7,8%
8-ene-25	YPF S.A.	1.100	ene-34	8,3%
16-ene-25	Tecpetrol	400	ene-33	7,6%
25-mar-25	IRSA	242	mar-35	8,5%
20-may-25	Pampa Energía	340	dic-34	7,9%
Total		5.637		
Energéticas		4.369		
Resto		1.267		

En este sentido, las primeras emisiones externas se hicieron con un riesgo país en torno de los 1.350 p.b. -promedio abril-julio 2024-, que no bajó considerablemente sino hasta octubre del año pasado, impulsado por el blanqueo. Empresas y Estado asuntos separados entonces: las emisiones de las firmas no necesariamente reducen el costo de financiamiento del soberano.

A la inversa, el 80% de las colocaciones llegó después de octubre 2024, de modo que la causalidad inversa sí pareciera operar: si el riesgo país se reduce, más empresas pueden emitir.

Las cuentas externas de mediano plazo no cierran, y la oferta de financiamiento no es alentadora para los países con bajo stock de Reservas en relación con el PIB y déficit de cuenta corriente mayor a 1% del PIB. La Argentina representa casi el 50% de la cartera de deudores del FMI, y si bien sus giros permitirían sortear sin grandes contratiempos los compromisos de este año, no alcanzarán para 2026, cuando será necesario el crédito de mercado.

El FMI podrá hacer la vista gorda al incumplimiento del objetivo de Reservas y la apreciación cambiaria que deja a la cuenta corriente en terreno negativo, complicando la acumulación de dólares por este lado, y girando los desembolsos igual, tal como dijeron distintos funcionarios e incluso el propio presidente. ¿El mercado hará lo mismo?

Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
Actividad					
PIB precios constantes	%	s.e. y v%a	IV-24	1,4%	2,1%
EMAE	%	s.e. y v%a	mar-25	-1,8%	5,6%
Salarios Privados					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	mar-25	2,2%	75,8%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	mar-25	-1,5%	12,8%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	abr-25	4,8%	0,6 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	abr-25	-4,2%	-0,7 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	abr-25	0,6%	-0,1 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	abr-25	-0,4%	0,1 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	abr-25	0,2%	0,0 p.p.
Precios					
IPC Nivel General, Nacional	%	v% m y v% a	abr-25	2,8%	47,3%
IPC Núcleo, Nacional	%	v% m y v% a	abr-25	3,2%	46,9%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	USD M.	Mes y 12m	abr-25	6.664	80.762
Importaciones (INDEC)	USD M.	Mes y 12m	abr-25	6.460	67.123
Balanza comercial (INDEC)	USD M.	Mes y 12m	abr-25	204	13.639
Balance cambiario					
Bienes (BCRA)	USD M.	Mes y 12m	mar-25	-456	10.153
Servicios y rentas (BCRA)	USD M.	Mes y 12m	mar-25	-1.218	-18.371
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M.	Mes y 12m	mar-25	-1.893	4.605
Tipo de cambio					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	22-may-25	1.143,6	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	21-may-25	1,2	
CCL	ARS/USD	Diario	22-may-25	1.153,7	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	22-may-25	1,2	
Reservas					
Reservas brutas	USD M.	Diario	22-may-25	38.096	
Compra neta de divisas semanal	USD M.	Diario	22-may-25	0	
Liquidación CIARA semanal	USD M.	Diario	21-may-25	422	
Títulos públicos					
AL30	USD	Diario	22-may-25	68,0	
GD30	USD	Diario	22-may-25	70,0	
Riesgo País	USD	Diario	21-may-25	661	
Monetario					
Tasa de política monetaria	% TEM	Diario	20-may-25	2,4%	
TAMAR	% TEM	Diario	20-may-25	2,9%	
Pases activos	% TEM	Diario	20-may-25		
Internacional					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	22-may-25	5,7	10,2%
Yuan China	CNH/USD	Diario	22-may-25	7,2	-0,4%
Soja (tn.)	USD	Diario	22-may-25	392,8	-13,3%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	22-may-25	60,8	-16,0%

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.