

# Semana Económica

## Para siempre no dura tanto: deuda en pesos, deuda en dólares y los desafíos del Tesoro

- ✓ Este miércoles, el Tesoro Nacional colocó 2,25 billones de pesos en un bono a junio de 2028 y otros 2,45 billones en un título a junio de 2029. ¿Optimismo de mediano plazo? No tanto. Los activos con rendimiento fijo (LECAP) vencen en septiembre de 2026, y representaron un 40% del total emitido: 30 p.p. menos que en enero, cuando habían alcanzado el 70%. En contraste, el 60% de las colocaciones tiene rendimiento variable: 45% ajustable por los movimientos de la tasa de interés (TAMAR), 10% por inflación (CER) y el 5% por el tipo de cambio oficial (dollar linked). La demanda de tasa fija no va más allá del corto plazo.
- ✓ Para dimensionar, entre mayo y diciembre de 2024, las colocaciones de tasa fija (LECAP y BONCAP) habían explicado casi 9 de cada 10 pesos que había emitido el Tesoro. Los vaivenes inflacionarios del último tiempo incrementaron la demanda de activos con rendimientos variables por sobre las opciones a tasa fija: **la confianza del mercado en la política antiinflacionaria se fue debilitando con el correr de los meses, en sintonía con la mayor fragilidad del programa de estabilización nominal.**
- ✓ El mix de “rendimiento variable con estiramiento de plazos” puede pensarse en clave cambiaria. La absorción de liquidez actual con vencimientos en 2028 y 2029, puede moderar las exigencias de renovación de deuda en moneda local del año que viene, atenuando así eventuales presiones sobre el peso. No obstante, aunque las colocaciones de mediano plazo fueron importantes en la última licitación del Tesoro, su incidencia es diluye en el acumulado anual: 4 de cada 5 pesos de la deuda en moneda local emitida en 2026 vence antes de fines de 2027.
- ✓ Más allá de las colocaciones de deuda en pesos a 2028 y 2029 que se puedan realizar, el “apretón monetario” es insuficiente en tiempos de escasez de reservas, tal como demostró 2025. Si el poder de fuego del Banco Central sigue siendo acotado (menos de la mitad que la media regional, por caso), reducir la oferta de pesos no alcanza para moderar las presiones cambiarias. Los poco menos de USD 4.000 millones de Bonares ley local que emitió el Tesoro desde diciembre del año pasado no alcanzan para cubrir la totalidad de los vencimientos de deuda en moneda extranjera de julio próximo (USD 4.300 millones).
- ✓ Entre el segundo semestre de este año y octubre del año que viene, los vencimientos de deuda en dólares suman USD 31.000 millones, ubicándose no solo por encima de las actuales colocaciones de Bonares, sino también de las reservas brutas menos activos ilíquidos (oro, Derechos Especiales de Giro del FMI y el tramo no activable del swap con el Banco Popular de China), que llegan a USD 18.000 millones. **El equilibrio del sector externo es necesario para la estabilidad cambiaria.**

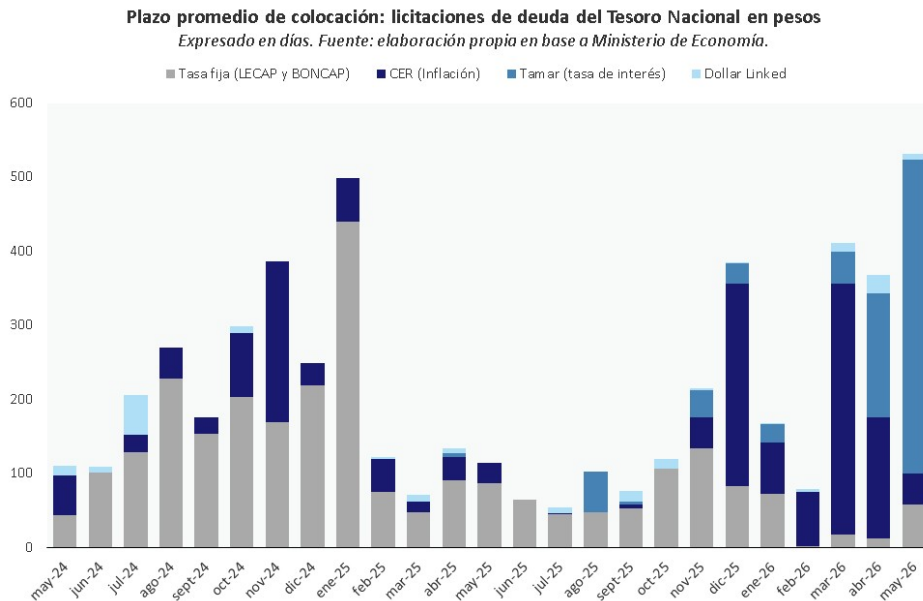
## Para siempre no dura tanto: deuda en pesos, deuda en dólares y los desafíos del Tesoro

Este miércoles, el Tesoro Nacional colocó 2,25 billones de pesos en un bono a junio de 2028 y otros 2,45 billones a junio de 2029. ¿Optimismo de mediano plazo? No tanto. Los activos con rendimiento fijo (LECAP) vencen en septiembre de 2026, y representaron un 40% del total emitido: 30 p.p. menos que en enero, cuando habían alcanzado el 70%. En contraste, el 60% de las colocaciones tiene rendimiento variable: 45% ajustable por los movimientos de la tasa de interés (TAMAR), 10% por inflación (CER) y el 5% por el tipo de cambio oficial (dollar linked). La demanda de tasa fija no va más allá del corto plazo.

Para dimensionar, en la segunda mitad del 2025, más del 60% de los títulos se habían colocado a tasa fija (LECAP y BONCAP), número que rozó el 90% entre mayo y diciembre de 2024: en ese entonces, casi todos los títulos que emitía el Ministerio de Economía tenían un rendimiento nominal fijo y un plazo “moderado”. **Al revés, en la actualidad, la mayor demanda se concentra en los rendimientos que ajustan por los movimientos de las variables nominales, a la vez que los activos de tasa fija solo llegan al corto plazo.**

El aumento de la incertidumbre del último tiempo reforzó la búsqueda de cobertura, funcionando como un seguro frente a escenarios de estrés: la tasa fija es más atractiva si la inflación, el dólar o la tasa de interés se mantienen estables o bajan, pero si la nominalidad se acelera, los rendimientos variables pasan a ser más rentables. Así, puede pensarse como un seguro frente a escenarios “malos”: si todo va bien ganó un poco menos, pero si hay problemas no pierdo tanto.

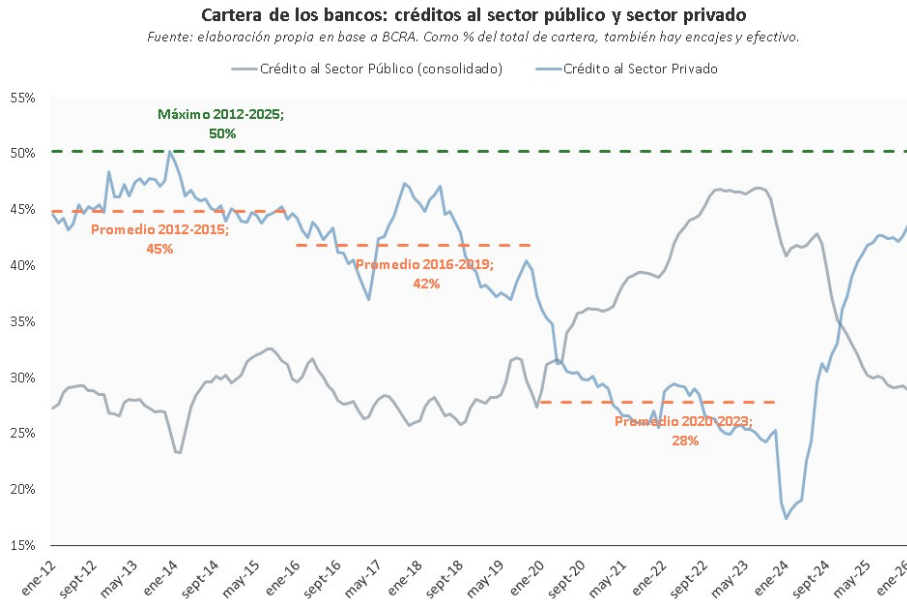
**De este modo, el aumento sostenido de la demanda de activos con rendimiento variable refleja que la confianza del mercado en la política antiinflacionaria se fue debilitando con el correr de los meses, en sintonía con la mayor fragilidad del programa de estabilización nominal.**



En este sentido, como marcamos en el [informe pasado](#), la flexibilización de la política monetaria -baja de encajes y aumento de liquidez de los bancos- no se viene traduciendo en un aumento del crédito al sector privado, sino que, por el contrario, viene incrementando la oferta de pesos del sector público. La mayor

incertidumbre en un contexto de irregularidad récord de cartera de familias y aumento de la morosidad en el segmento de empresas alientan la búsqueda de cobertura frente a movimientos nominales y el cambio de prestatario: el Tesoro Nacional sustituye a las firmas y los hogares.

Llegado este punto, vale destacar que la participación del sector privado dentro en el activo del sistema bancario alcanzó un pico en marzo de este año (43%), máximo desde mediados de 2018. Sin embargo, en abril y mayo habría retrocedido, permaneciendo todavía lejos del máximo de la serie (50%), logrado poco más de diez años atrás.



**El mix de “rendimiento variable con estiramiento de plazos” puede pensarse en clave cambiaria, no solo de cara al corto plazo, sino principalmente para el año que viene.** La emisión de deuda en pesos con vencimientos en 2028 y 2029 busca moderar las tensiones asociadas a la renovación en lo que resta del año y durante 2027. No obstante, aunque las colocaciones de mediano plazo fueron importantes en la última licitación del Tesoro, su incidencia se diluye en el acumulado anual: **4 de cada 5 pesos de deuda en moneda local emitidos en 2026 vencen antes de fin del año que viene (67 billones de pesos sobre 85 billones emitidos).**

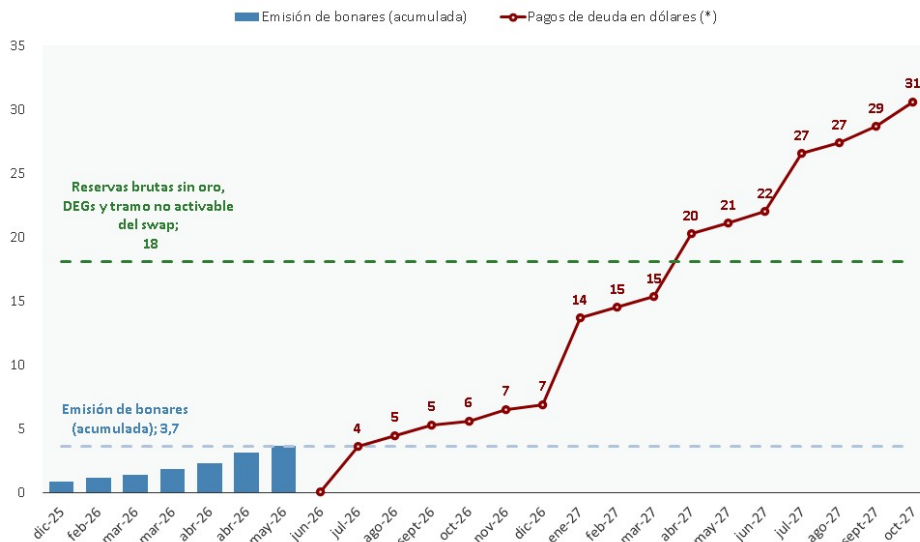
**Más allá de la eventual menor liquidez que pueda haber el año que viene, tal como dejó en claro 2025, cualquier “apretón monetario” es insuficiente en un contexto de escasez de reservas: si el poder de fuego del Banco Central es acotado, reducir los agregados monetarios no alcanza para contrarrestar las presiones cambiarias.**

Y acá el problema sigue sin resolverse: los poco menos de USD 4.000 millones de Bonares ley local que colocó el Tesoro Nacional desde diciembre del año pasado no alcanzan para cubrir la totalidad de los vencimientos de deuda en moneda extranjera que de julio próximo, en torno de USD 4.300 millones.

Más aún, entre el segundo semestre de 2026 y hasta octubre del año que viene, los pagos de deuda en dólares suman USD 31.000 millones, ubicándose no solo por encima de las actuales colocaciones de deuda en moneda extranjera, sino especialmente de las reservas brutas menos activos ilíquidos (oro, Derechos Especiales de Giro del FMI y el tramo no activable del swap con el Banco Popular de China).

**Emisiones de deuda en moneda extranjera y perfil de vencimientos: Estado Nacional**

(\* Bonares, Globales, FMI, Bopreal y repo. Fuente: BCRA y Ministerio de Economía. En USD miles de millones.



**En la actualidad, los USD 46.200 millones de Reservas brutas del Banco Central de la República Argentina representan menos del 7% de nuestro PBI. Para dimensionar, la media regional se ubica en 14,6%: más del doble.** Con estos números y sin financiamiento externo fluido, dos cosas que se interrelacionan mutuamente, el orden de las variables monetarias no garantiza estabilidad cambiaria: el equilibrio del sector externo excede al “mundo pesos”.

**Reservas y riesgo país en la región. Datos al 14 de mayo de 2026.**

Fuente: Banco Mundial y FMI. (1) Sin Argentina.

Pais	Reservas (en USD miles de millones)	PBI (en USD miles de millones)	Reservas como % del PBI	Riesgo país (en puntos básicos)
Argentina	46,2	684	6,8%	526
Bolivia	4,3	50	8,7%	362
Brasil	329,7	2.179	15,1%	171
Chile	44,4	330	13,4%	84
Colombia	61,9	419	14,8%	233
Costa Rica	14,2	95	14,9%	129
Ecuador	11,9	125	9,6%	404
El Salvador	3,7	35	10,5%	319
Honduras	8,0	37	21,7%	194
México	232,0	1.853	12,5%	197
Panamá	6,9	86	7,9%	111
Paraguay	9,9	44	22,2%	103
Perú	79,2	289	27,4%	118
Uruguay	17,4	81	21,5%	64
<b>Promedio (1)</b>	<b>63,4</b>	<b>433</b>	<b>14,6%</b>	<b>192</b>
<b>Mediana (1)</b>	<b>14,2</b>	<b>95,4</b>	<b>14,9%</b>	<b>171</b>

En los últimos meses, el Tesoro Nacional “aprovechó” los problemas de credibilidad de su programa de estabilización para colocar títulos más largos, al costo de pagar rendimientos variables que permiten a los inversores cubrirse frente a movimientos bruscos de la inflación, el tipo de cambio y la tasa de interés. **En este escenario de mayores vencimientos de deuda en dólares que fuentes de financiamiento, las principales tensiones no necesariamente vendrán del lado de los pesos: también será necesario recomponer las reservas. No me nombres, por favor.**

## Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
<b>Actividad</b>					
PIB precios constantes	%	s.e. y v%a	IV-25	0,6%	2,1%
EMAE	%	s.e. y v%a	feb-26	-2,6%	-2,1%
<b>Salarios privados registrados</b>					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	feb-26	1,6%	27,6%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	feb-26	-1,3%	-4,1%
<b>Fiscal</b>					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-26	3,1%	-0,4 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-26	-2,6%	0,4 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-26	0,4%	-0,1 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-26	-0,3%	0,0 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-26	0,1%	-0,0 p.p.
<b>Precios</b>					
IPC Nivel General, Nacional	%	v% m y v% a	abr-26	2,6%	32,4%
IPC Núcleo, Nacional	%	v% m y v% a	abr-26	2,3%	32,4%
<b>Comercio exterior</b>					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	mar-26	8.645	90.268
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	mar-26	6.122	74.500
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	mar-26	2.523	15.767
<b>Balance cambiario</b>					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	mar-26	1.737	24.134
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	mar-26	-1.826	-23.707
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	mar-26	-2.237	12.007
<b>Tipo de cambio</b>					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	14-may-26	1.393,2	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	13-may-26	1,2	
CCL	ARS/USD	Diario	14-may-26	1.477,5	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	14-may-26	1,3	
<b>Reservas</b>					
Reservas brutas	USD M	Diario	14-may-26	46.194	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	14-may-26	531	
<b>Títulos públicos</b>					
AL30	USD	Diario	14-may-26	58,1	
GD30	USD	Diario	14-may-26	60,7	
Riesgo País	USD	Diario	13-may-26	519	
<b>Monetario</b>					
LECAP más corta	% TEM	Diario	14-may-26	1,8%	
TAMAR Bancos privados	% TNA	Diario	12-may-26	22,5%	
<b>Internacional</b>					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	14-may-26	5,0	-12,1%
Yuan China	CNH/USD	Diario	14-may-26	6,8	-5,9%
Soja (tn.)	USD	Diario	14-may-26	439,1	9,3%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	14-may-26	101,8	66,1%

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.