

Semana Económica

Superávit fiscal con deuda en aumento: la incómoda aritmética de las cuentas públicas

- ✓ El Sector Público Nacional no Financiero acumuló un superávit primario de 13,2 billones de pesos (+1,2% del PBI) y uno financiero de 3,3 billones (+0,3%) entre enero y septiembre de 2026. Sin embargo, la deuda del Palacio de Hacienda con el sector privado y los organismos internacionales aumentó USD 51.500 millones en los primeros nueve meses del año, alcanzando USD 452.000 millones. ¿Cómo puede crecer el endeudamiento mientras las cuentas fiscales si las cuentas públicas, supuestamente, son superavitarias después del pago de intereses?
- ✓ La divergencia no se explica por la apreciación cambiaria ni el aumento de depósitos. En los primeros nueve meses del año, la deuda creció en ambas monedas: los pasivos en pesos aumentaron 25 billones (+7,5% en términos reales), y la deuda denominada en moneda extranjera trepó USD 7.400 millones (+3,6%). Por su parte, los depósitos del Tesoro crecieron 12 billones de pesos, menos que la mitad del aumento de la deuda en pesos. Más aún, 6 de estos 12 billones corresponden a las utilidades transferidas por el Banco Central al Ministerio de Economía, de modo que el “superávit” aportó solo 6 billones de pesos a las tenencias de Hacienda.
- ✓ En primer lugar, vale destacar que 1,6 billones de pesos de pagos corrientes a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, el PAMI y obras públicas -gastos de capital- se realizaron con títulos, de modo que incrementaron el stock de deuda en lugar del gasto primario. De esta forma, si incorporamos estos pagos realizados con títulos, el superávit financiero se reduce a la mitad.
- ✓ En segunda instancia, y más importante por los montos, según la información publicada por la Secretaría de Finanzas muestra que los pagos de “intereses” por LECAPs y BONCAPs suman 38 billones de pesos. Por lo tanto, incorporándolos al resultado fiscal -tal como hizo el FMI en su revisión de mayo pasado- el superávit se convierte en un déficit de 35 billones de pesos, equivalente a 3% del PBI.
- ✓ La Secretaría de Finanzas computa todos los intereses en su mes de pago, ya que usa el criterio caja y no devengado. Por lo tanto, incluye algunos “intereses” de períodos anteriores. Aplicando la segunda contabilidad, el déficit financiero pasa del 3% arriba mencionado a 1,5%. En ambos casos, entonces, el resultado es “no positivo”: neteando los gastos corrientes contabilizados como aplicaciones financieras, el Sector Público Nacional no tiene un saldo positivo.

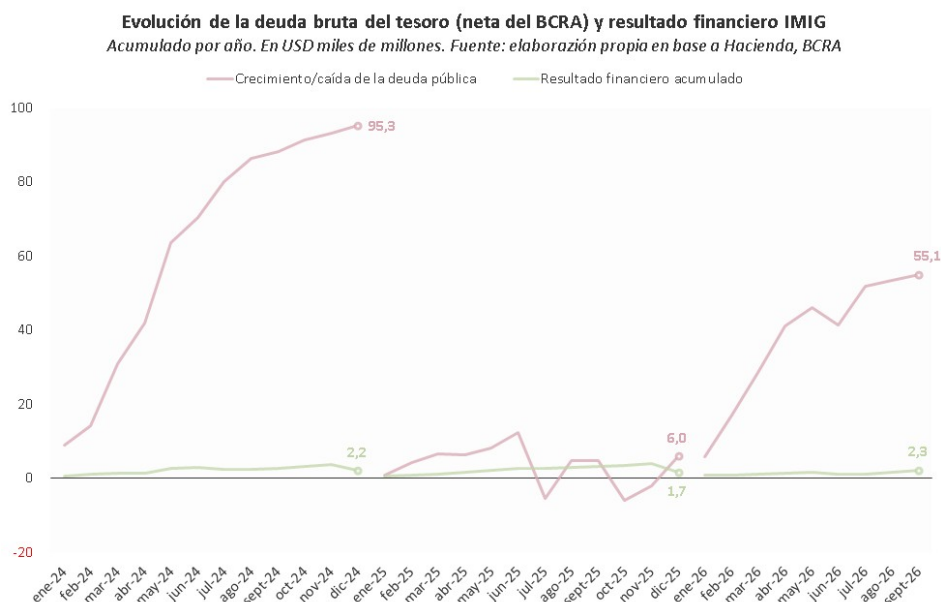
Superávit fiscal con deuda en aumento: la incómoda aritmética de las cuentas públicas

En economía no existen reglas universales aplicables de la misma manera en todo momento y lugar. Sí existen, en cambio, identidades contables que, aunque admiten matices en su interpretación, establecen identidades que deben cumplirse. En Argentina, sin embargo, a veces pareciera que se busca la forma de esquivarlas.

En 1981, Thomas Sargent y Neil Wallace publicaron *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic (Una aritmética monetarista incómoda)*, un trabajo que buscó mostrar los límites de la política monetaria en economías con desequilibrios fiscales permanentes. Este informe persigue un objetivo bastante menos ambicioso, pero parafraseando su título: la incómoda aritmética de la deuda muestra una realidad que las cuentas fiscales de la administración pública nacional buscan maquillar.

La relación entre el resultado fiscal y la deuda pública parte de una identidad sencilla: de no existir financiamiento monetario al Tesoro, la variación del stock de deuda dependerá en gran medida del resultado financiero del período. La realidad es un poco más compleja, dado que existen factores que pueden modificar el capital de los títulos (su moneda de emisión o que estén indexados, por caso), pero también la estrategia financiera que adopte el Estado Nacional. En términos simplificados, un superávit financiero debería traer una reducción de la deuda, mientras que un déficit debería incrementarla.

Sin embargo, en los últimos años Argentina combinó dos fenómenos que, a primera vista, suenan contradictorios: resultados financieros supuestamente positivos y un aumento de la deuda del Sector Público Nacional con los acreedores privados y organismos internacionales.

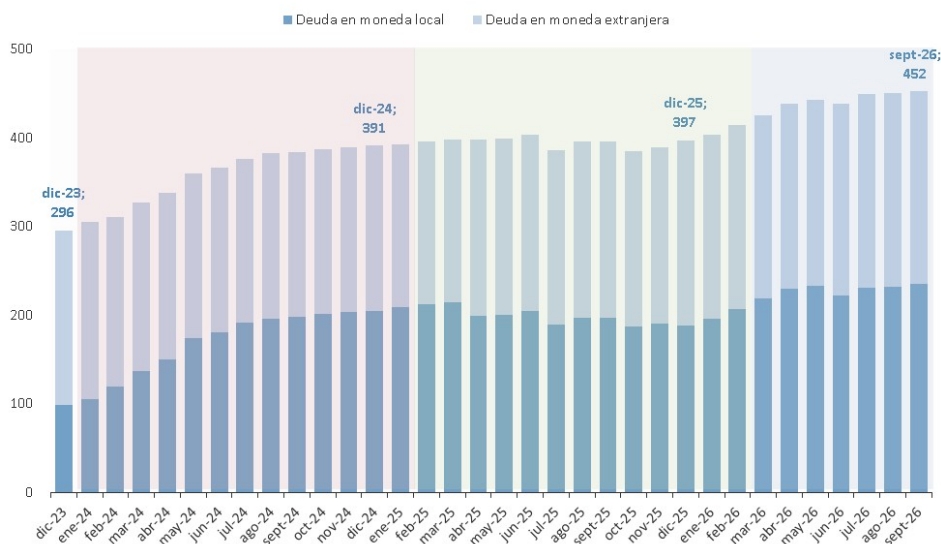


En los primeros nueve meses de 2026, el superávit financiero acumuló 3,3 billones de pesos, equivalente 0,3% del PBI, según nuestras estimaciones. En igual período de 2024 y 2025, este número habría sido de 0,4% del Producto, en tanto que en el año habría sumado 0,3% y 0,2%, respectivamente. Por lo tanto, si el Estado tuvo más ingresos que gastos operativos, de capital y pagos de intereses, su stock de deuda debería haber bajado. Sin embargo, eso no sucedió: en 2024, la deuda con acreedores privados y

organismos multilaterales de crédito pasó de USD 295 mil millones al cierre de 2023 a USD 390 mil millones un año más tarde, aumentando USD 95 mil millones. El año pasado se repitió la dinámica, y en diciembre 2025 rozó USD 400 mil millones. Por último, en septiembre de 2026 alcanzó USD 450 millones (+USD 55 mil millones respecto del cierre del año pasado), según el último informe publicado por la Secretaría de Finanzas.

Evolución de la deuda bruta de la Administración Central (neto de Banco Central)

En USD miles de millones. Fuente: Secretaría de Finanzas



¿Cómo puede aumentar la deuda mientras el Gobierno registra superávit financiero? Antes de buscar la explicación en las cuentas fiscales, conviene descartar dos hipótesis alternativas: que el incremento responda a la evolución del tipo de cambio o que tenga como contrapartida un aumento de los depósitos. Enfoquémonos en 2026.

Como mencionamos, una primera explicación podría ser cambiaria. Dado que el dólar se movió por debajo de la inflación en los primeros nueve meses del año, expresar en dólares la deuda en pesos queda muestra distorsiones. Más aún, considerando que gran parte de la deuda en pesos ajusta (directa o indirectamente) por inflación, la apreciación de la moneda infla la deuda en moneda local al expresarla en dólares. Para aislar este efecto, analizamos la deuda en cada moneda por separado: los pasivos en pesos, expresados en pesos constantes, y los denominados en dólares, expresados en dólares.

El resultado es que **la deuda aumentó en ambas monedas**. Las obligaciones en pesos crecieron casi 25 billones de pesos (+7,5% en términos reales), mientras que la deuda en dólares creció USD 7.400 millones (+3,6%). En consecuencia, la apreciación cambiaria no alcanza para explicar el aumento del stock de deuda.

Una segunda hipótesis es que el avance de los pasivos del Tesoro tenga como contrapartida una mayor acumulación de depósitos del Sector Público. En ese caso, el incremento de la deuda bruta no implicaría necesariamente un deterioro equivalente de su posición financiera, sino que podría reflejar la decisión de aumentar la liquidez del Estado Nacional.

Los depósitos del Sector Público Nacional No Financiero en el BCRA y en bancos comerciales pasaron de aproximadamente 24 billones de pesos a fin de diciembre de 2025 a 36 billones en septiembre pasado.

Es decir, aumentaron 12 billones de pesos (a precios corrientes): este avance fue significativamente menor que el de la deuda en moneda local, que creció 25 billones en el mismo período. Por lo tanto, la acumulación de liquidez tampoco alcanza para explicar el aumento de los pasivos. Para entender qué explica la variación, entonces, es necesario analizar fuentes y gastos del Tesoro.

Entre enero y septiembre, la Secretaría de Finanzas colocó 168 billones de pesos de deuda en moneda local, en tanto que pagó 153 billones. De este modo, las colocaciones netas sumaron 15 billones de pesos. Este saldo neto positivo contribuyó al aumento de los depósitos del Tesoro. Ahora bien, 10 billones se destinaron a la compra de dólares al Banco Central para cancelar los vencimientos con el mercado en dólares (Bonares y Globales). Así, el efecto neto de las licitaciones sobre los activos líquidos fue de 5 billones de pesos.

¿De dónde provino, entonces, el resto del incremento de los depósitos? En mayo de este año, el Banco Central le transfirió 24,4 billones de pesos al Tesoro en concepto de utilidades. De estas, 18,4 billones se usaron para cancelar Letras Intransferibles con la propia autoridad monetaria, en tanto que los 6 billones de pesos restantes sumaron a los depósitos del Tesoro. Así, una parte sustancial del aumento de los depósitos del Estado Nacional provino de las transferencias intra Sector Público. En otras palabras, el incremento de la deuda bruta no responde a la decisión del gobierno de incrementar sus tenencias de liquidez. Por el contrario, el aumento de sus depósitos obedece a los giros del Banco Central y las operaciones de deuda.

Descartados el efecto cambiario y la acumulación genuina de activos como contrapartida del endeudamiento, queda sin responder la pregunta central: **¿Cómo puede ser que la Secretaría de Hacienda muestre superávit después del pago de intereses y la Secretaría de Finanzas aumente su stock de deuda?** La contabilidad siempre tiene que cerrar, pero la metodología puede ser creativa.

Como dijimos más arriba, la Secretaría de Hacienda informó un superávit de 3 billones de pesos en los primeros nueve meses del año una vez descontado el pago de intereses. La Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento registra los ingresos efectivamente percibidos y los gastos efectivamente pagados por la Administración Pública Nacional. Sin embargo, esta metodología tiene una nota al pie relevante: cuando el Tesoro cancela una obligación mediante la entrega de títulos, la operación se registra como financiera y no como un gasto que afecte el resultado fiscal. Es decir, no se contabiliza como un gasto primario, sino como una aplicación financiera, quedando ajena a los números que informa la Secretaría de Finanzas como “resultado financiero”.

Durante 2026, este mecanismo fue ampliamente utilizado. Por un lado, el Ministerio de Economía acordó con la Ciudad de Buenos Aires cancelar obligaciones vinculadas con el traspaso de la Policía mediante la entrega de bonos: entre enero y septiembre, transfirió títulos por 0,8 billones de pesos. Por otro lado, canceló obligaciones con prestadores y proveedores del PAMI mediante títulos por 0,6 billones de pesos. Por último, lanzó un programa para cancelar certificados de obra pública con bonos por hasta 0,2 billones de pesos. En total, cerca de 1,5 billones de pesos se cancelaron con obligaciones financieras: la mitad del superávit total. Más aún, si se hubieran excluido los ingresos extraordinarios por privatizaciones, el saldo positivo virtualmente desaparecería.

Antes de cerrar, vale destacar que el mecanismo que mayor distorsión le imprimió a las cuentas públicas fue la capitalización de intereses de las letras y los bonos del Tesoro (LECAPs y BONCAPs): estos instrumentos incorporan los intereses al capital, de modo que el Tesoro no realiza un pago periódico en

efectivo por los primeros, sino que cancela todo al vencimiento. De esta forma, los intereses se acumulan y suman al capital de la deuda. Como no hay un pago de “intereses” propiamente dicho (todo es capital), la Secretaría de Hacienda no registra gastos por estos títulos, ajustando el resultado final. En contraste, la Secretaría de Finanzas, a medida que refinancia la deuda, incrementa sostenidamente el stock.

Los datos de la Secretaría de Finanzas permiten dimensionar este fenómeno. Según su Informe Mensual de Deuda, la capitalización de intereses de las LECAP durante los primeros nueve meses del año incrementó el capital por 38 billones de pesos, más de doce veces el superávit financiero informado por Hacienda. Si se incorporara íntegramente ese monto al resultado fiscal, el superávit se revertiría en un déficit financiero de 3% del PBI.

Hagamos una última salvedad metodológica. La Secretaría de Finanzas registra los intereses a medida que se devengan, es decir, incluye los que se acumularon hasta septiembre, aunque los títulos todavía no hayan vencido. En cambio, la Cuenta Ahorro-Inversión-Financiamiento mide los intereses en base caja. Por eso, una comparación más homogénea sería computar únicamente los intereses de las letras que efectivamente vencieron durante lo que va del año. Bajo esta metodología alternativa, el resultado fiscal mostraría un déficit financiero de 1,5% del PBI.

En resumen, lo que muestra este análisis es que el resultado fiscal dista de ser superavitario cuando se contabiliza lo que, en última instancia, resulta más relevante: la evolución de la deuda. Parafraseando nuevamente a Sargent y Wallace, la incómoda aritmética de la deuda argentina es que las convenciones contables pueden modificar el resultado informado, pero no la dinámica de las obligaciones que debe afrontar el Tesoro. La sostenibilidad fiscal no depende únicamente del saldo registrado en un período, sino también de la capacidad de estabilizar la deuda y afrontar su costo financiero en el tiempo.

Hacia adelante, esta dinámica plantea una restricción creciente. Si la actividad económica no se recupera, el menor dinamismo de la recaudación continuará tensando el resultado fiscal, mientras que el margen para profundizar el ajuste del gasto será cada vez más acotado. Al mismo tiempo, la capitalización de intereses seguirá incrementando las obligaciones futuras del Tesoro. En este contexto, sostener un superávit de caja mediante el diferimiento de pagos o la capitalización de intereses no arroja un superávit fiscal genuino: solo posterga el impacto financiero del déficit.

Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
Actividad					
PBI precios constantes	%	s.e. y v%a	II-26	-0,6%	2,0%
EMAE	%	s.e. y v%a	ago-26	0,1%	-1,7%
Salarios privados registrados					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	ago-26	2,8%	30,4%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	ago-26	1,2%	-2,3%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-26	9,6%	-0,7 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-26	-8,6%	0,5 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-26	1,1%	-0,2 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-26	-0,9%	0,1 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-26	0,2%	-0,2 p.p.
Precios					
IPC Nivel General, Nacional	%	v% m y v% a	sept-26	1,9%	33,4%
IPC Núcleo, Nacional	%	v% m y v% a	sept-26	1,7%	31,6%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	sept-26	10.036	100.845
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	sept-26	7.060	74.373
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	sept-26	2.976	26.472
Balance cambiario					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	ago-26	3.176	30.540
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	ago-26	-2.370	-26.313
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	ago-26	-1.056	526
Tipo de cambio					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	29-oct-26	1.539,6	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	28-oct-26	1,2	
CCL	ARS/USD	Diario	29-oct-26	1.651,3	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	29-oct-26	1,3	
Reservas					
Reservas brutas	USD M	Diario	29-oct-26	50.154	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	29-oct-26	47	
Títulos públicos					
AL30	USD	Diario	29-oct-26	58,1	
GD30	USD	Diario	29-oct-26	60,7	
Riesgo País	USD	Diario	29-oct-26	741	
Monetario					
LECAP más corta	% TEM	Diario	29-oct-26	1,9%	
TAMAR Bancos privados	% TNA	Diario	29-oct-26	23,6%	
Internacional					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	29-oct-26	5,4	0,1%
Yuan China	CNH/USD	Diario	29-oct-26	6,7	-6,5%
Soja (tn.)	USD	Diario	29-oct-26	454,1	11,4%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	29-oct-26	102,2	70,4%

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.