



# ¿Habrá capacidad de pago de la deuda en moneda extranjera en 2025?

Informe especial | Diciembre de 2024

## Equipo de trabajo

Martín Guzmán  
Guillermo Hang  
Melina Mallamace  
Ramiro Tosi

### *RESUMEN EJECUTIVO*

El presente informe analiza la dinámica esperada de la balanza cambiaria y de la capacidad de pago de la deuda en moneda extranjera para el próximo año. El análisis de la evolución de las cuentas externas es un insumo central para las proyecciones cambiarias, de inflación y actividad que realiza SURAMERICANA VISIÓN, así como de la situación política en el año próximo, en el que se desarrollarán elecciones legislativas.

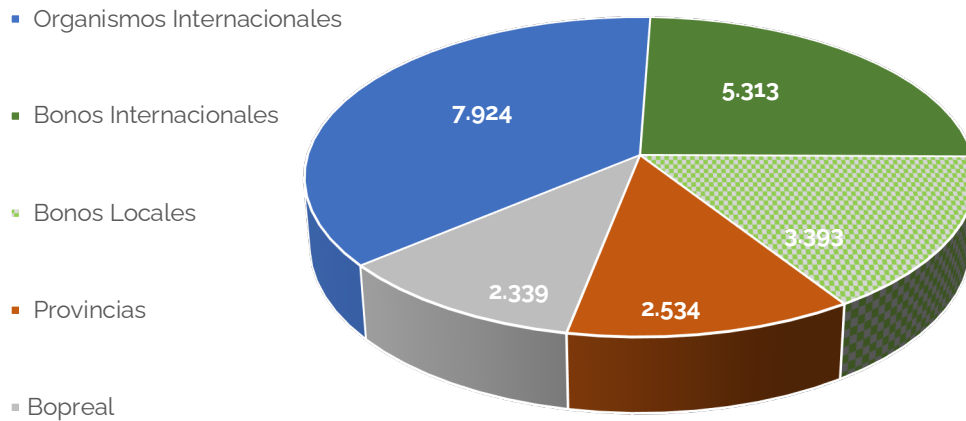
## ¿Habrá capacidad de pago de la deuda en moneda extranjera en 2025?

El presente informe analiza la dinámica esperada de la balanza cambiaria y de la capacidad de pago de la deuda pública en moneda extranjera para el próximo año. El análisis de la evolución de las cuentas externas es un insumo central para las proyecciones cambiarias, de inflación y actividad que realiza SURAMERICANA VISIÓN, así como de la situación política en el año próximo, en el que se desarrollarán elecciones legislativas.

### Pagos de deuda pública en moneda extranjera en 2025

La figura 1 muestra los pagos programados de deuda pública en moneda extranjera para la Nación, incluyendo al Sector Público Nacional y al Banco Central, y para las provincias.

Vencimientos en moneda extranjera por tipo de acreedor durante 2025



**Durante 2025 el total de vencimientos en moneda extranjera suma unos USD21.506 millones, de los cuales unos USD5.313 millones corresponden a los bonos internacionales emitidos en el marco de la reestructuración de deuda de 2020 y unos USD3.393 millones corresponden a bonos también emitidos en esa reestructuración pero bajo legislación local.<sup>1</sup>**

En tanto, los pagos a organismos internacionales (Banco Mundial, BID, FMI, etc.) totalizan unos USD7.924 millones en tanto que **el servicio de la deuda en moneda extranjera contraída por las Provincias suma unos USD2.534 millones**. Un caso bien particular de Argentina se refiere a los **vencimientos de BOPREAL por USD2.339 millones, un título en dólares emitido por el B.C.R.A.** anunciado como un

<sup>1</sup> Durante el año 2024 el Gobierno fue adelantando la compra de las divisas para atender los servicios de deuda: el 4 de octubre transfirió a la cuenta del agente de pago en New York unos USD1.056 millones que corresponden al pago de intereses del próximo 9 de enero de 2025. En tanto, desde el 25 de noviembre al 19 de diciembre pasado los depósitos en dólares del Gobierno en el BCRA se incrementaron cerca de USD5.580 millones, lo que permite cubrir el monto restante del pago del 9 de enero (USD3.288 millones) y tener cubierto la totalidad de los intereses que vencen el próximo 9 de julio de 2025 (USD1.526 millones) y cerca del 30% de los vencimientos de capital (USD2.815 millones).

instrumento para normalizar el stock de deuda comercial acumulado por las empresas importadoras con sus proveedores del exterior.

Para evaluar la capacidad de pago de estos casi USD22.000 millones se requiere realizar supuestos respecto a la capacidad de refinanciamiento o “rollover” de estas obligaciones. En este sentido, se asume que los Organismos Internacionales en términos netos contribuirán positivamente. Es decir, se desembolsarán nuevos créditos por un importe ligeramente superior a las obligaciones a pagar (USD7.924 millones).

**Se asume que las Provincias tendrán un refinanciamiento de solamente el 25% sobre los pagos que afrontan en moneda extranjera, es decir que deberán pagar el 75% de los vencimientos del año (USD1.978 millones) con dólares que deberán adquirir al B.C.R.A. utilizando los pesos obtenidos a partir del superávit fiscal primario.** Es de destacar que apenas cuatro jurisdicciones (Buenos Aires, Córdoba, CABA y Neuquén) de un total de 14 concentran cerca del 72% de la totalidad de los vencimientos del año 2025.

**Vencimientos en moneda extranjera Provincias durante 2025**

Provincia	Capital	Interés	Total
Buenos Aires	292	473	765
Córdoba	370	80	450
CABA	297	56	352
Neuquén	97	38	135
Chubut	100	28	128
Entre Ríos	93	29	122
Mendoza	91	22	113
Salta	89	21	110
Santa Fe	83	17	101
La Rioja	-	21	21
Río Negro	71	16	87
Chaco	58	16	74
Jujuy	47	9	56
Tierra del Fuego	12	8,5	20
<b>TOTALES</b>	<b>1.699,7</b>	<b>834,4</b>	<b>2.534,0</b>

Sin acceso a los mercados voluntarios de deuda internacional y local en moneda extranjera, **se asume que el Gobierno utiliza parte del superávit fiscal primario para adquirir del B.C.R.A. los fondos remanentes de los USD8.706 millones de vencimientos de capital e interés de los bonos locales e internacionales. Del mismo modo, se asume que el B.C.R.A. utiliza parte de las divisas adquiridas a través de sus intervenciones en el mercado de cambios para cancelar los USD2.339 millones de vencimientos de los BOPREAL.**

Por último, se asume que los pagos en moneda extranjera por obligaciones del sector privado financiero (bancos) y no financiero (empresas) son renovados en su totalidad. En este sentido, el importante incremento de los depósitos en dólares producto del blanqueo ha producido ya una emisión de deuda en el mercado local por cerca de USD7.500 millones en los últimos tres meses, y algunas empresas de gran tamaño han incluso logrado volver a colocar deuda en el mercado internacional a tasas de interés de

un dígito que se ubican entre 5 a 7 puntos porcentuales debajo del rendimiento de los bonos del Gobierno nacional.

### La balanza de pagos

La restricción de presupuesto de la economía en su conjunto, que muestra las relaciones con el sector externo, establece que el resultado de la cuenta corriente es igual al negativo del resultado de la cuenta capital más la variación de reservas internacionales en un año determinado:

$$\text{Cuenta corriente} = -\text{Cuenta Capital} + \text{Variación de Reservas Internacionales}$$

A su vez, el resultado de la cuenta corriente es igual al resultado de la balanza comercial más los servicios de intereses por la posición de crédito/deuda externa neta del país:

$$\text{Cuenta Corriente} = \text{Balanza Comercial} - \text{Intereses deuda externa}$$

Una cuenta capital positiva significa que ingresan capitales al país, y ello contribuye ya sea a financiar un déficit en la cuenta corriente o a un aumento de las reservas internacionales, o una combinación de ambas. Por el contrario, un resultado negativo de la cuenta capital (salida de capitales) solo puede ser financiado por un superávit en la cuenta corriente o una caída de las reservas internacionales (o una combinación de ambas).

Hay dos ejercicios relacionados para el análisis de la capacidad de pago de la deuda externa que son relevantes en la coyuntura actual. El primero de ellos es el análisis de la sostenibilidad de la deuda externa, que requiere evaluar el valor presente del flujo de resultados comerciales y compararlo con el monto actual de la deuda externa. Ese ejercicio no se realiza en esta nota. El segundo, que sí es el objeto de esta nota, es el análisis de si el país será capaz de hacer frente a los compromisos de deuda externa en el año 2025 asumiendo que no hay al mercado de crédito internacional privado.

**Tal situación implica un déficit en la cuenta capital más intereses que, en ausencia de reservas internacionales, solamente puede ser suplido vía superávit comercial u otras entradas de divisas que se computan en la balanza cambiaria del B.C.R.A.**

### La balanza cambiaria

A la hora de evaluar la capacidad de pago de la deuda es relevante distinguir entre el resultado de la balanza comercial (diferencia entre exportaciones e importaciones de bienes) que informa mensualmente el INDEC y el balance cambiario del B.C.R.A. (agrega al anterior las exportaciones e importaciones de servicios y el resto de transacciones que tienen afectación sobre las reservas internacionales).

Mientras que tanto la balanza comercial como la balanza de pagos que elabora el INDEC utilizan el criterio del "devengado" (momento de registro de la operación pero que no implica necesariamente un movimiento de fondos), el balance cambiario del B.C.R.A. sigue el criterio del "percibido" (momento en que efectivamente se produce el efectivo cobro o pago de las transacciones).

**Es por ello que no necesariamente una balanza comercial positiva implica un aumento de igual magnitud en las divisas que se liquidan en el B.C.R.A., dado que tanto los exportadores como los importadores podrían demorar, dentro de los**

plazos que exige la normativa, el plazo en el que efectivamente la operaciones de comercio exterior (exportación o importación) se liquidan en el mercado de cambios y por lo tanto afectan el balance cambiario del B.C.R.A.

Del mismo modo que anteriormente utilizamos distintos supuestos respecto a la capacidad de refinanciamiento de los vencimientos de deuda en moneda extranjera, para la proyección del saldo de la balanza cambiaria deben asumirse: a) proyecciones de precio y cantidades de exportaciones e importaciones de bienes y servicios, b) proyecciones de pagos de deuda (capital e intereses) correspondientes al sector público (Gobierno Nacional y Provincias) y privado (empresas financieras y no financieras); c) ingresos de capital de la cuenta financiera por inversiones extranjeras directas (IED) y de portafolio (tanto de residentes como de no residentes) y d) préstamos en divisas que obtendrá tanto el sector público como privado, ya sea en la forma de títulos de deuda o préstamos con instituciones financieras del exterior.

**Datos históricos y proyección 2025 del balance cambiario del BCRA**

	2023	2024	2025(e)
<b>(A) Cuenta Corriente Cambiaria (A)=(1)+(2)</b>	<b>-3.581</b>	<b>6.683,0</b>	<b>1.096,0</b>
<b>(1) Bienes y Servicios</b>	<b>6.290</b>	<b>17.293,0</b>	<b>12.037,0</b>
<b>(2) Intereses y Utilidades</b>	<b>-9.872</b>	<b>-10.610</b>	<b>-10.941,0</b>
<b>(2.1) Intereses netos</b>	<b>-9.534</b>	<b>-10.248</b>	<b>-10.494,0</b>
Ingresos	827	975	945,0
Egresos	10.361	11.223	11.439,0
<i>FMI</i>	<i>3.017</i>	<i>3.155</i>	<i>2.601,0</i>
<i>Bilaterales y otros Organismos</i>	<i>2.166</i>	<i>2.247</i>	<i>3.023,0</i>
<i>Otros Sector Público</i>	<i>2.072</i>	<i>2.986</i>	<i>3.065,0</i>
<i>Otros pagos de intereses</i>	<i>3.106</i>	<i>2.835</i>	<i>2.750,0</i>
<b>(B) Cuenta Capital cambiaria</b>	<b>12</b>	<b>65</b>	<b>90,0</b>
<b>(C) Cuenta Financiera total</b>	<b>-18.106</b>	<b>-5.220</b>	<b>-812,0</b>
<b>IED y Portafolio</b>	<b>919</b>	<b>998</b>	<b>2.074,0</b>
<b>Préstamos</b>	<b>-5.373</b>	<b>-2.770</b>	<b>1.374,0</b>
<b>FMI</b>	<b>-5.079</b>	<b>927</b>	<b>1.061,0</b>
<b>OoII</b>	<b>1.134</b>	<b>-3.954</b>	<b>1.374,0</b>
<b>FAE</b>	<b>-724</b>	<b>2.751</b>	<b>1.916,0</b>
<b>Resto</b>	<b>-8.983</b>	<b>-3.172</b>	<b>-8.611,0</b>
<b>(D) Variación de Reservas Internacionales (D)= (A) + (B) + (C)</b>	<b>-21.675</b>	<b>1.528,0</b>	<b>374,0</b>

Considerando los principales componentes que explican el resultado del balance cambiario del BCRA vale mencionar para 2025 la reducción de cerca de USD5.256

millones en el saldo positivo de la balanza de bienes y servicios, a partir de mayores pagos por importaciones consistentes con un crecimiento del PIB proyectado del 5%.<sup>2</sup>

Por su parte, la cuenta de intereses y utilidades “empeora” apenas unos USD341 millones por los mayores pagos de la deuda pública del Gobierno Nacional que son compensados por menores pagos de intereses al FMI (impactados a la baja por la reforma de la política de cargos y sobrecargos de la institución) y de las Provincias con acceso a los mercados de deuda internacionales.

Por último, se destaca la mejora en el saldo negativo de la cuenta financiera por USD4.408 millones a partir de asumir un mayor volumen de financiamiento, tanto bancario como vía mercado de capitales, del sector privado y una menor demanda de moneda extranjera de las personas humanas dada la baja en la brecha cambiaria.

Bajo estas condiciones las necesidades de dólares de la economía pueden ser solventadas con las distintas fuentes mencionadas sin producir una tensión sobre la evolución de las reservas internacionales del B.C.R.A.

**En este sentido, cabe destacar que se trata de un escenario “base” sujeto a potenciales mejoras adicionales en el caso de que el Gobierno decida suspender el “dólar blend” por el cual se canaliza hasta el 20% de las exportaciones, y que por tanto no se liquidan en el MULC. Del mismo modo, un nuevo programa con el FMI, que el Gobierno espera cerrar en el primer cuatrimestre de 2025, implicaría potenciales ingresos de divisas al B.C.R.A. que impactarían positivamente en el saldo de la cuenta financiera y, por tanto, en la variación de las reservas internacionales brutas del B.C.R.A.**

## Conclusión y perspectivas hacia 2025

Las proyecciones de los principales componentes de la balanza cambiaria sugieren que, aún sin acceso al mercado de crédito internacional, hay una alta probabilidad de que el

---

<sup>2</sup> Los supuestos más relevantes utilizados para el balance cambiario de bienes y servicios son los siguientes. Por el lado de las exportaciones, para el complejo Cereales y Oleaginosas se utilizaron las proyecciones de cantidades exportadas del Departamento de Agricultura de EE.UU. Las proyecciones de precios de commodities agropecuarios fueron obtenidas del Banco Mundial. Adicionalmente, consideramos que no habría una estrategia definida de retención de la cosecha por parte de los productores y/o los exportadores, por lo que las liquidaciones de divisas se mantendrían en un ritmo similar al de 2024.

Para las proyecciones de cantidades exportadas de Energía y Minería se utilizaron fuentes de consulta especializadas del ámbito nacional. Los precios proyectados también fueron obtenidos del Banco Mundial y ajustados con fuentes especializadas internacionales.

Respecto a las importaciones de bienes, se utilizó una elasticidad PIB de las importaciones de bienes de entre 2 y 3 dependiendo del sector industrial. Para los egresos por servicios se consideraron distintos factores de crecimiento en función del PIB y del crecimiento sectorial esperado.

Finalmente, para los gastos por turismo y gastos con tarjeta de crédito en el exterior por parte de personas humanas se supuso que se mantendría un tipo de cambio real más alto por percepciones impositivas, que no modifica sustancialmente los incentivos actuales a utilizar dólares propios o adquirir dólar MEP en el mercado bursátil -supuesto que no evita un aumento del déficit del orden del 50% respecto de 2024.

Gobierno Nacional cuenta con capacidad de servir de forma plena las deudas en moneda extranjera en el año 2025.

También se espera contar con capacidad de abastecer a las provincias de las divisas necesarias para que enfrenten sus propios vencimientos en moneda extranjera. La capacidad de aquellas de comprar esas divisas dependerá de su propia situación fiscal, asunto que queda fuera del alcance de este informe.