

El superávit que no es

*La creatividad (o mentira) del gobierno para que los números
cierren*

1. Introducción

El oficialismo destaca como principal logro económico el superávit fiscal y financiero, lo que garantiza el desendeudamiento del sector público y evita la emisión monetaria. Paralelamente, señala que la no intervención cambiaria justifica este tipo de cambio real bajo, cuya contracara es un creciente déficit de cuenta corriente.

En este documento pretendemos cuestionar dichas afirmaciones. En primer lugar, si incorporamos los intereses implícitos de las emisiones de bonos a descuento, el resultado fiscal financiero del primer semestre del año es en realidad deficitario por más de 5 billones de pesos, equivalentes al 0,6% del PBI. En segundo lugar, la reciente suba de tasas de interés implica que el gobierno deberá pagar un mayor costo financiero para hacer frente a los próximos vencimientos.

En este documento analizamos la noción de superávit financiero, luego los compromisos de intereses del sector público para este año y finalmente el impacto de la cancelación de las LEFIs.

2. Concepto de resultado financiero

El resultado fiscal primario es la diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes y de capital. Si a este le restamos el pago de intereses de deuda, arroja el resultado

financiero. Lo central es que el resultado financiero excluye los vencimientos de capital, ya que su utilidad está en mostrar si el sector público necesita endeudarse adicionalmente para pagar intereses, o si puede financiarlos con recursos propios.

Supongamos un ejemplo sencillo con un único acreedor: en un año un hipotético sector público recauda \$1.000 y gasta \$900, es decir, registra un superávit primario de \$100. La deuda total de esta economía en el periodo anterior era de \$1000, y la tasa de interés a pagar es del 10%. Dicha deuda vence en su totalidad el periodo en consideración, por lo que el sector público tiene que pagar \$1.100, de los cuales \$100 son pago de intereses y \$1.000 el vencimiento de capital.

Si bien el gasto destinado a pagar la deuda es alto, este sector público dispone de un superávit primario de \$100 para pagar exactamente los intereses, y puede acudir a los mercados financieros para refinanciar los vencimientos de capital. El saldo de todo esto es que la deuda del sector público se mantuvo constante, ya que continúa debiendo exactamente \$1.000.

Si este sector público hubiera expuesto un resultado primario inferior al pago de intereses, por ejemplo, de \$90, habría tenido que endeudarse para pagar \$10 de intereses y su stock de deuda habría crecido a \$1.010. Análogamente, si hubiera tenido un superávit primario de \$110, habría podido pagar también una parte del stock de capital, y el stock de deuda se habría reducido a \$990. Los tres casos descritos aluden a los tres resultados financieros posibles: equilibrio, déficit o superávit, los cuales se corresponden respectivamente con una situación de estabilidad, aumento o reducción del stock de deuda, bajo el supuesto de que todo el capital vencido es refinanciado y están representados en la tabla subsiguiente.

Tabla 1: Restricción hipotética del sector público

Variable	Caso 1	Caso 2	Caso 3
Ingresos	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 1.000
Gastos	\$ 900	\$ 910	\$ 890
Resultado primario	\$ 100	\$ 90	\$ 110
Intereses de deuda	\$ 100	\$ 100	\$ 100
Resultado financiero	\$ 0	-\$ 10	\$ 10
Stock de deuda al inicio del periodo	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 1.000
Stock de deuda al final del periodo	\$ 1.000	\$ 1.010	\$ 990

Fuente: elaboración propia.

Evidentemente, esta modelización simplifica varios aspectos de la realidad. Primero, difícilmente venza la totalidad de la deuda e intereses en un único periodo. Segundo, no existe un único acreedor, sino que el gobierno paga deuda a distintos acreedores según los distintos bonos y letras emitidos. Tercero, la evolución de la deuda importa. El endeudamiento intrasector público, con el Banco Central, con acreedores privados en pesos, con acreedores privados en dólares, o con Organismos Multilaterales de crédito como el FMI, genera consecuencias distintas a nivel macroeconómico. No obstante, si bien el resultado financiero amerita un tratamiento más completo, lo relevante del ejemplo es que permite separar el análisis de la dinámica del stock de deuda (capital) del flujo de sostenibilidad fiscal (intereses), lo cual es clave para evaluar la solvencia intertemporal del sector público.

3. La contabilidad de los intereses en la práctica

El gobierno reitera (amparado en las estadísticas públicas) en todas sus intervenciones públicas la centralidad del superávit financiero, situación supuestamente consistente con una reducción del stock de capital adeudado, como en el caso 3 de la tabla anterior. Según el informe mensual de ingresos y gastos (IMIG), el gobierno registró durante el primer semestre de este año un superávit primario de \$7,6 billones (1% del PBI) y pagos de intereses de deuda por \$4,5 billones (0,6% del PBI). La diferencia arroja un resultado financiero de casi \$3,1 billones (0,4% del PBI).

Sin embargo, los instrumentos emitidos en el último tiempo (LECAPs, BONCAPs, LELINKs y BONCERs) no devengan intereses, sino que capitalizan e impactan en el propio valor del bono, superior al valor de emisión. Por ejemplo, una LECAP es un instrumento que se emite a un valor más bajo del que finalmente paga, por lo que el rendimiento viene dado por esa diferencia. Una LECAP de un valor de 100 a vencer en un mes y que fue emitida a 97 paga implícitamente un interés del 3,09%. Sin embargo, dada su estructura, a pesar de que aquella diferencia entre los 97 y los 100 sea conceptualmente equiparable a pago de intereses, la contabilidad fiscal la considera como parte de un vencimiento de capital, por lo tanto, no impacta negativamente sobre el resultado financiero. En consecuencia, el resultado financiero expuesto en las cuentas públicas está marcadamente sobreestimado.

De forma similar, la contabilidad fiscal tampoco considera la actualización del stock de capital de los bonos CER y dólar linked (instrumentos utilizados en mayor medida por el gobierno anterior), asociada a la inflación o al aumento del dólar, como pagos de intereses.

La tabla siguiente corrige el resultado financiero en función de la fidelidad al concepto de resultado financiero expuesto arriba. Los intereses no incorporados en las cuentas públicas asociados a los instrumentos recientemente emitidos (excluyendo CER y dólar linked) ascendieron durante el primer semestre a 8,16 billones de pesos (un 77% mayores que los reconocidos), lo que arroja un pago de

intereses total equivalente al 1,6% del PBI y que supera ampliamente al superávit primario. De este modo, el resultado fiscal financiero del primer semestre del año es en realidad deficitario por más de 5 billones de pesos, equivalentes al 0,6% del PBI.

Tabla 2: Estimación de intereses encubiertos de deuda devengados durante el primer semestre e impacto sobre el resultado fiscal financiero

Mes	Superávit primario	Intereses de deuda	Superávit financiero	Intereses encubiertos	Superávit financiero real
ene-25	\$ 2.434.865	\$ 1.835.112	\$599.753	\$1.170.168	-\$ 570.415
feb-25	\$ 1.176.915	\$ 866.189	\$ 310.726	\$ 831.326	-\$520.600
mar-25	\$ 745.339	\$ 346.430	\$ 398.909	\$ 1.683.202	-\$ 1.284.293
abr-25	\$ 845.949	\$ 273.608	\$ 572.341	\$ 1.243.560	-\$ 671.219
may-25	\$ 1.696.917	\$ 1.034.795	\$ 662.123	\$ 1.454.958	-\$ 792.835
jun-25	\$ 790.533	\$ 239.299	\$ 551.234	\$ 1.780.168	-\$ 1.228.934

Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

Los intereses no contabilizados tomados como vencimientos de capital ascienden durante todo 2025 a 1,52% del PBI, lo que le permite al gobierno presentar mejores resultados fiscales tanto al FMI como a los acreedores privados, que toman decisiones en base a la información de acceso público, pero no puede soslayarse que, dados estos números y a pesar de todas las refinanciaciones, el resultado fiscal financiero es actualmente negativo y que por lo tanto el stock de deuda está en realidad creciendo.

El abandono de las LEFI y el ruido cambiario

En julio de 2024, el gobierno comenzó a avanzar hacia la eliminación de los pasivos remunerados del Banco Central, los cuales eran la herramienta que les permitía a los bancos pagar una tasa de interés mínima a los plazos fijos impuesta por el propio Banco Central. La justificación esgrimida por el oficialismo era que la tasa de interés debía ser en realidad una variable determinada por la demanda y la oferta de crédito, y que una tasa sostenida por la emisión de bonos por parte del Banco Central constituía una fuente de emisión endógena de dinero y, por lo tanto, de inflación. Si bien algunos elementos de este razonamiento son criticables, no vamos a profundizar en ellos en este informe.

El proceso de eliminación de pasivos remunerados y eliminación del rol del Banco Central en la determinación de la tasa no podía ocurrir de un día para el otro, ya

que, si el Banco Central simplemente les compraba a los bancos los pasivos remunerados, estos habrían tenido un exceso de liquidez, y se habrían visto obligados a bajar la tasa de interés de los plazos fijos, ya que su rendimiento dependía del interés devengado por los pases y las LELIQs.

En ese sentido, se crearon las LEFI como paso previo hacia la eliminación de los pasivos remunerados. A diferencia de las LELIQs, el interés de las LEFI era pagado por el Tesoro Nacional con sus depósitos y/o superávit. Sin embargo, no era equiparable a una letra tradicional del tesoro (LeCap) por tres motivos: primero, se negociaban entre el BCRA y los bancos; segundo, su tasa de interés era determinada por el Banco Central vía “tasa de política monetaria”; por último y más importante, las LEFI tienen liquidez diaria, es decir que los bancos podían disponer de ese dinero rápidamente y dependiendo de su necesidad de dinero por extracciones, préstamos o encajes. Además, al no cotizar en el mercado secundario, los bancos podían disponer de los intereses y del dinero de manera garantizada y sin estar subordinado a volatilidad del mercado de capitales.

Con este instrumento, el Banco Central, en coordinación con el Tesoro, podía seguir administrando la liquidez. Sin embargo, al tratarse de una masa monetaria que fluctuaba entre los 6 y 18 billones de pesos, podían constituir una fuente desestabilizante en caso de que los bancos buscaran todos al mismo tiempo disponer de ese dinero.

La semana pasada el gobierno quiso acelerar la eliminación. El objetivo planteado por el gobierno era que el BCRA comprara la totalidad de las LEFI, pero que con estos pesos los bancos comerciales pasaran a demandar LECAPs, letras directamente negociadas por el Tesoro, con cotización en el mercado secundario y con la restricción de tener que aguardar al vencimiento de la LECAP, o venderla al valor que el mercado de capitales le estuviese dispuesto a pagar por los mismos.

Los bancos, por su parte, no quisieron poner toda la liquidez en este instrumento, ya que tiene una duración de hasta un año, mientras que las LEFI, como decíamos, eran pasibles de ser vendidas a valor técnico al Banco Central en cualquier momento, es decir, era un instrumento exento del riesgo de una caída del precio en el mercado. Como consecuencia, la base monetaria se amplió en 10 billones de pesos en un día, un salto diario del 30%, dando lugar a un exceso de liquidez por encima de las necesidades de la economía que se volcó hacia activos con rendimiento de corta duración, generando una caída de la tasa de interés del 31% al 17% en las cauciones de corto plazo y pases interbancarios. Ante la caída de la tasa de interés, se desincentivó la tenencia de pesos e indirectamente incentivó la de dólares, que dio lugar a un aumento en la cotización del dólar oficial a casi \$1.300.

Los objetivos electorales del gobierno están sujetos a la continuidad de la baja de inflación, la cual se dificulta en un contexto de depreciación del tipo de cambio. Por ello, realizó varias intervenciones en línea con frenar la corrida: el Banco Central

emitió pasivos remunerados por 4,7 billones, mientras que el tesoro realizó una nueva colocación de LECAPs a una tasa marcadamente más elevada que antes, entre el 48% y 41%, con plazos de dos semanas a tres meses. De este modo, se endeuda a una tasa de interés marcadamente superior a la inflación esperada para los próximos meses.

El impacto de este proceso implica una complicación mayor de la evolución del stock de deuda, la cual no está únicamente atravesada por un ocultamiento del pago de intereses, sino por un rendimiento holgadamente superior a la inflación.

A pesar de los esfuerzos realizados por la sociedad para la consecución del superávit primario, reflejado en mayor monotributo, menores jubilaciones, infraestructura, transferencias a las provincias y a las universidades, y gasto en CyT, el frente fiscal dista de estar resuelto. Por un lado, una mala licitación implicaría la insuficiencia del superávit primario y de los depósitos del tesoro estimados en 17 billones para el pago de los vencimientos de deuda. Por otro lado, a pesar del esfuerzo fiscal, el stock de deuda adopta una dinámica de aumento a tasas marcadamente superiores al crecimiento económico, es decir, el sostenimiento de esta dinámica a largo plazo podría implicar una evolución explosiva de la relación deuda/PBI.

A los dos factores anteriores se le suma el calendario de vencimientos de julio y agosto: a partir del 31 de julio se concentran vencimientos por \$11 billones, \$18,4 billones, \$9,7 billones y \$12,7 billones en intervalos de apenas dos semanas. Esta dinámica trae algunas reminiscencias de los “super martes” de 2018, cuando el gobierno de Macri subía cada vez más la tasa de las Lebac a efectos de estimular su renovación y evitar una devaluación, pero acrecentando todavía más su stock a futuro y su poder de tracción de demanda de divisas. Si bien las LECAP no son pasivos remunerados sino letras emitidas por el sector público, el gobierno debería, ante una mala colocación, optar entre 1) un aumento todavía mayor de la tasa de interés, complicando su solvencia a futuro y aumentando la nominalidad de la economía; 2) la emisión del Banco Central para pagar los vencimientos que no pueda refinanciar, lo cual impactaría directamente sobre la cotización del dólar oficial e impactaría en precios; o, 3) la peor de las opciones, un default de la deuda en pesos que podría incluir depósitos de los bancos, lo cual se sumaría a una lista de precedentes ya conocidos para Argentina en esta materia, pero que le permitiría al gobierno evitar otro nuevo aumento de la tasa o una devaluación. Esta última alternativa fue la elegida por Hernán Lacunza en su brevísimo paso por el Ministerio de Economía en 2019.

Conclusión

A pesar del enorme esfuerzo realizado por la sociedad, las cuentas fiscales están lejos de registrar un superávit financiero real. Los acontecimientos de la semana pasada incrementaron la tasa de interés en términos reales, por lo que el superávit

primario necesario para cubrir el pago de intereses y evitar el crecimiento real del stock de deuda también se agranda.

Si bien la relación inversa entre tipo de cambio y tasa de interés aplica para cualquier economía abierta a los flujos de capitales y con tipo de cambio flexible, el gobierno busca evitar una devaluación porque su impacto sobre precios reduciría sus posibilidades electorales en las contiendas de este año, y complicaría la política desinflacionaria.

El gobierno ha presentado desde su asunción un desdén hacia el abordaje de la inercia inflacionaria, una herramienta que podría ser de utilidad en este contexto. A través de una compensación de una devaluación vía aumento de las retenciones, pacto de precios y salarios para evitar tanto una caída del salario real, como un aumento permanente de la inflación y, por último, anulación de todos los contratos dolarizados e indexados de la economía, el gobierno podría incrementar el tipo de cambio real y reducir la tasa de interés, mejorando tanto el sendero de acumulación de deuda como las posibilidades de acumulación de reservas.

Sin embargo, con la obvia excepción de la intervención sobre algunas paritarias, el oficialismo prefiere conservar una retórica libertaria y permitir la libre fijación e indexación de precios, lo que es contradictorio ya no solo con bajar la inflación y el equilibrio de la cuenta corriente, sino que ahora también con tasas de interés consistentes con el superávit financiero.

En conclusión, a las críticas de la sostenibilidad social del ajuste y la ausencia total de un programa orientado al desarrollo económico nacional, se le suman los propios desequilibrios financieros causados por la elevada inflación en dólares y la tasa real excesivamente positiva, lo que constituye por primera vez un riesgo para el gobierno en sus propios términos macro financieros escindidos de lo social. La dinámica que viene atravesando la macroeconomía durante las últimas semanas puede ser particularmente desestabilizante en la medida que avanza el proceso electoral provincial y nacional.