

Perspectivas estratégicas

para el Desarrollo Humano
Integral de la Argentina

Prólogo de Itai Hagman

Gonzalo Armua
Ulises Bosia
María Gimena Cánepa
Romina Chuffardi
Bruno Giormenti Moravec
Comps.

LA DEUDA ARGENTINA Y LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA: RECUPERAR LA SOSTENIBILIDAD SIN AHOGAR EL CRECIMIENTO

Valentín Álvarez y Tobías Yatche



Colaboraron: Mateo Bork, Juan Martín Ianni y José Nicolini

Valentín Álvarez

Lic. en Economía (UBA), Mg. en Desarrollo Económico (UNSAM), Doctorando en Economía (UniSi).

Tobías Yatche

Lic. en Ciencias de la Educación (UdeSA), Mg. en Economía (UNLP), Doctorando en Ciencias de Datos (UBA-IC).

INTRODUCCIÓN

En la Argentina el endeudamiento externo ha sido históricamente un factor de dependencia y subdesarrollo. Los ciclos más intensos de toma de deuda se corresponden con modelos económicos insostenibles que terminaron generando profundas crisis. Este dato no implica que endeudarse con el exterior sea necesariamente negativo, sino que han sido pocos los momentos en los que ese endeudamiento fue utilizado de manera responsable y subordinada a una estrategia nacional de desarrollo. Actualmente, la posición financiera del país resulta frágil: no logra refinanciar sus obligaciones con acreedores privados, mientras que su deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) es de tal magnitud que daña la relación con cualquier otro acreedor.

Cabe distinguir entre los compromisos con acreedores privados y los contraídos con el FMI, en tanto cada uno requiere un abordaje diferenciado. El punto de partida de este documento es que la crisis de deuda que se abrió durante el ciclo macrista, profundizada por el préstamo récord del FMI y reconfigurada en los años posteriores, no ha sido todavía superada: seguimos transitando y administrando sus consecuencias. Respecto de los acreedores privados, los vencimientos proyectados para 2026 equivalen al 31% de las reservas internacionales del Banco Central (BCRA) y al 14% de las exportaciones, magnitudes que hacen inviable el pago en efectivo sin imponer un ajuste de proporciones devastadoras sobre los ingresos y la actividad económica. Frente a este escenario, el desafío consiste en recuperar sostenibilidad financiera sin subordinar la política económica a la voluntad de los mercados de capitales, ni trasladando nuevamente los costos de la crisis sobre las mayorías populares.

La deuda con el FMI requiere, en virtud de su naturaleza política, un tratamiento diferente. A diferencia de los acreedores privados, el organismo interviene de manera directa en las decisiones de política económica y actúa, en los hechos, como brazo ejecutor de los intereses geopolíticos de Estados Unidos. La deuda actual con el Fondo asciende a USD 57.000 millones —resultado de préstamos extraordinarios que excedieron los umbrales habituales y que respondieron a lógicas electorales antes que a criterios de sostenibilidad—, con vencimientos que crecen fuertemente a partir del próximo mandato presidencial. Los recursos del

FMI se utilizaron para repagar deudas insostenibles, permitir la fuga de fondos de inversión extranjeros y otros actores, y ofrecer garantías a inversores durante períodos electorales. El propio peso de la deuda con el FMI limita la posibilidad de repago de capitales e intereses con el sector privado, afectando así el acceso a refinanciamiento.

El FMI es, por lo tanto, corresponsable del endeudamiento generado bajo su aval. Y esa corresponsabilidad debe permitir condiciones de repago excepcionales y compatibles con la justicia social y la estabilidad. Por eso cualquier nuevo acuerdo debe asumir la corresponsabilidad del organismo y traducirla en condiciones excepcionales de repago: despejar los vencimientos hasta que la economía argentina recupere, al menos, los niveles de reservas internacionales, inflación y poder adquisitivo vigentes al inicio del acuerdo de 2018. Sin ese margen, los pagos al Fondo no contribuirían a la estabilidad, sino que reforzarían la restricción externa, debilitarían la recuperación de los ingresos y volverían a subordinar la política económica a la administración de una deuda originada bajo criterios políticos y financieros insostenibles.

A lo largo de este capítulo mostraremos que existe un sendero estrecho —pero viable— para recuperar la sostenibilidad de la deuda sin resignar una política de mejora de ingresos, transformación productiva y estabilización macroeconómica. Ese camino requiere de un programa de estabilización, acumulación de reservas y consistencia fiscal y monetaria, pero sobre todo necesita una definición política: que la deuda debe ser gestionada del modo que mejor contribuya al bienestar de las mayorías.

En nuestra visión, la macroeconomía es parte de un proyecto de desarrollo humano integral, algunos de cuyos elementos se desarrollan en otros capítulos de este libro. Es imperioso evitar que la inestabilidad macroeconómica obstaculice avances en otras dimensiones de ese proyecto, como las reformas en materia educativa y alimentaria, la integración del sistema sanitario o la protección de niños, niñas y adolescentes. A la inversa, también es inaceptable abandonar o posponer ese proyecto en nombre de la estabilidad. La adecuada planificación, la jerarquización de objetivos y el reconocimiento de los alcances y límites de la política económica son claves para transitar ese estrecho sendero.

LA DEUDA ARGENTINA

La forma de endeudamiento que ha protagonizado los vaivenes económicos de nuestro país es la deuda externa. Esta centralidad se debe a tres factores principales: el bajo dinamismo de las exportaciones, las implicancias políticas

de los ingresos de divisas y el modo de inserción de la Argentina en el sistema financiero internacional.

El primer punto se vincula con el hecho de que las exportaciones de nuestro país permanecen bajas (en torno a USD 1.200 per cápita por año, frente a, por ejemplo, más de USD 3.000 en Chile) y crecen a un ritmo lento (las cantidades exportadas, excluyendo los hidrocarburos, se encuentran estancadas desde 2008). Este cuadro implica que los ingresos de moneda extranjera, necesarios para el servicio de la deuda externa, resultan también bajos. Consecuentemente, los gastos de divisas deben ser a la vez bajos, lo que impone un techo al crecimiento económico en el largo plazo en la medida en que no se produzca un salto productivo y exportador (Diamand, 1972; Thirlwall, 1979).

Respecto del segundo punto, tanto la deuda externa como el gasto de las reservas internacionales del Banco Central permiten aliviar, al menos temporalmente, esta restricción al crecimiento. En el corto plazo casi todos los sectores de la sociedad argentina se benefician de este gasto adicional de divisas, porque habilita una expansión de la actividad económica y de los ingresos de la mano de la apreciación cambiaria (la caída del precio del dólar en términos reales). Este efecto expansivo adquiere particular intensidad en el consumo de los bienes y servicios que se comercian en el mercado internacional, como los alimentos (con alto impacto en las clases populares), o el turismo en el exterior y los vehículos (de mayor incidencia en la clase media). También se beneficia el sector financiero, cuyos activos se valorizan en moneda extranjera. Y al contener el precio del dólar, se reduce transitoriamente la inflación. De ahí que la apreciación cambiaria sea una política con claros beneficios de corto plazo que goza de un amplio apoyo político y social. Estos beneficios explican la recurrencia del estrangulamiento externo en la historia argentina.

La forma en la que se produce ese estrangulamiento fue diferente —y tuvo consecuencias diferentes— en gobiernos liberales y populares. Solo los primeros han recurrido sistemáticamente al endeudamiento externo (ver **Gráfico 1**), apalancados en su asociación con el capital financiero global y con el FMI a través de su afinidad con el gobierno estadounidense (Basualdo, 2017). A diferencia de la intervención con reservas propias, la deuda genera compromisos a futuro e incrementa el peso de los movimientos en los mercados financieros.

El tercero entre los factores que explican la centralidad de la deuda tiene que ver con que la Argentina se inserta de una manera subordinada en el sistema financiero internacional. Las características propias del país —y su largo historial de inestabilidad y cesación de pagos— imponen cautela en los acreedores privados globales. Por eso el extranjero que invierte lo hace como quien concurre a un

casino: apuesta alguna ficha con la ilusión de un retorno desmesurado. Este comportamiento especulativo somete a nuestro país a elevada volatilidad de corto plazo, especialmente si las regulaciones económicas lo permiten. Mientras tanto, los propios residentes no eligen tampoco ahorrar en moneda local. En lugar de volcar sus excedentes en activos nacionales —como bonos públicos, acciones de empresas locales o depósitos a plazo fijo en el sistema bancario local— compran dólares como reserva de valor y los mantienen en buena medida fuera del sistema bancario.

Los tres factores se refuerzan en un contexto de alta inflación, volatilidad y conflicto social en el que las inversiones necesarias para incrementar las exportaciones se postergan, las depreciaciones cambiarias se trasladan más rápidamente a los precios y la fuga de capitales se agudiza. La urgencia por reducir la inflación, mejorar el poder adquisitivo y traer alivio a una sociedad golpeada por una década de estancamiento, sumada a las presiones por parte del poder económico en favor de medidas que incrementan su rentabilidad en lo inmediato, fomentan las políticas cortoplacistas y obstaculizan la estabilización macroeconómica.

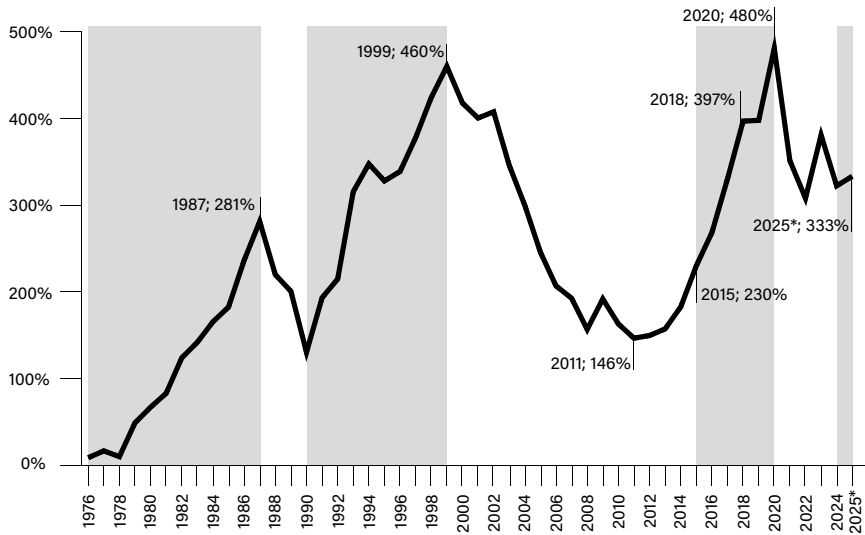
Ante estas características estructurales, nuestro país se encuentra sujeto a un ciclo económico dominado por el sector externo, donde los ingresos se expanden en la medida en que la disponibilidad de divisas lo permita, y se contraen cuando estas se agotan (Braun y Joy, 1968; Ocampo, 2016). La deuda externa amplifica estos ciclos, al permitir mayor gasto en importaciones o fuga de capitales mientras se accede a los mercados internacionales de crédito, pero refuerza la necesidad de ajuste al momento de afrontar los pagos de intereses o capital. Sus devastadoras consecuencias se deben a que la deuda no genera, por sí misma, una mejora en las capacidades productivas de la economía. Incluso puede destruirlas si la apreciación cambiaria es suficientemente drástica. Así, tiende a inducir una expansión económica insostenible.

De consolidarse, el actual ciclo de endeudamiento externo insostenible sería el cuarto desde los años '70. Todos tuvieron lugar durante gobiernos liberales: la última dictadura militar y las presidencias de Carlos Menem, Mauricio Macri y Javier Milei, tal como muestran las áreas sombreadas del **Gráfico 1**.¹ La actual crisis de deuda externa comenzó con el gobierno de Macri (ver Manzanelli y Basualdo, 2017), que la aumentó en USD 116.000 millones, de los cuales casi USD 100.000 millones consistieron en deuda del sector público (con acreedores privados y con el FMI). La estrategia del gobierno de Milei pasó, durante 2024, por

1. Por simplicidad, se muestra un indicador estándar de deuda externa: los pasivos como porcentaje de las exportaciones.

sustituir deuda pública por deuda privada a través de herramientas como el control de cambios y el blanqueo. Pero desde comienzos de 2025 busca nuevamente sostener las cuentas externas a partir de endeudamiento externo, derrotero que comienza con el nuevo acuerdo con el FMI por USD 20.000 millones (FMI, 2025).

Gráfico 1. Evolución histórica de la deuda externa: acumulación de pasivos externos neta de IED como porcentaje de las exportaciones



Fuente: Fundación DHI sobre la base de INDEC y FMI.

Lidiar con la deuda será un desafío futuro para cualquier gobierno popular. Por un lado, se requiere de medidas para paliar los problemas estructurales que se detallan en esta sección, cuyos esfuerzos deben concentrarse en dinamizar la estructura productiva y transformar la inserción de nuestro país en el sistema financiero internacional. Pero estos factores estructurales no pueden modificarse en el corto plazo. De ahí que, por otro lado, será necesario contar con un programa macroeconómico que aborde inmediatamente la inflación, permita recuperar los ingresos y fortalezca la posición financiera del Estado. Nos proponemos en este capítulo presentar algunos lineamientos analíticos sobre esta segunda cuestión y, más importante aún, un conjunto de propuestas orientadas a recuperar la justicia social en un marco de estabilidad.

Para sistematizar la discusión sobre la deuda es indispensable distinguir entre sus distintos tipos, ya que cada uno requiere un abordaje específico. La deuda de un país puede clasificarse según quién se endeuda: el sector público o el

privado. Pero también podemos clasificarla según quién presta: sean acreedores extranjeros (la deuda externa) o residentes (la deuda interna). El **Cuadro 1** a continuación muestra estimaciones² de la magnitud de cada posible combinación de estas categorías.

Cuadro 1. *Tipos de deuda en la Argentina. Porcentaje del PIB y USD millones, segundo trimestre de 2025*

	Pública	Privada	Total
Externa	28,1% del PIB 197.500 USD M	15,3% del PIB 107.500 USD M	43,4% del PIB 305.000 USD M
Interna	42,3% del PIB 297.000 USD M	11,4% del PIB 80.000 USD M	53,7% del PIB 377.000 USD M
Total	70,4% del PIB 494.500 USD M	26,7% del PIB 187.500 USD M	97,1% del PIB 682.000 USD M

Fuente: Fundación DHI sobre la base de INDEC, MECON y BCRA.

Como se desprende del cuadro, la deuda pública tiene mayor magnitud que la privada, y la interna es mayor que la externa, como tiende a ocurrir en general a nivel global. En la comparación internacional, la magnitud del endeudamiento argentino es elevada, pero no extrema. Uno de cada cuatro países tiene una deuda pública superior al 70% del PIB (como es el caso de nuestro país), incluyendo, por ejemplo, a Brasil. En el caso de la deuda privada, el contraste resulta más drástico: el 80% de los países tiene un endeudamiento mayor que la Argentina (de 23% del PIB en 2024, según los datos comparables del FMI), y el promedio se ubica en torno al 60% del PIB. Estos datos podrían sorprender a la luz de la centralidad que tiene el endeudamiento en la macroeconomía argentina. Pero esta aparente paradoja ocurre porque lo que vuelve a la deuda argentina particularmente problemática no es solo su magnitud, sino principalmente su composición y el contexto histórico-estructural que ya describimos. Como explicaremos a continuación, la Argentina tiene problemas con la deuda porque se enfrenta a vencimientos de

2. Se estima la deuda pública interna como Deuda de la administración central (títulos públicos, notas, etc., pero no letras intransferibles y otros conceptos) más Títulos del banco central (BOPREAL) menos Títulos de deuda externa del gobierno general menos Títulos de deuda externa del banco central. Es decir: no se incluyen los pasivos provinciales. No se descuenta la deuda intra-sector público. De este modo, el concepto incluye las letras fiscales para manejo de la liquidez (LeFi/LECAP), los pasivos remunerados del Banco Central y los BOPREAL. En la deuda interna privada se contabilizan exclusivamente las transacciones registradas (formales), y no se incluye porción emitida en mercados de capitales (ONs) porque las fuentes de información no lo permiten (pero en el caso de la deuda externa esta porción sí está contemplada, gracias a los datos publicados por el INDEC).

deuda externa que no puede refinanciar, y a las condiciones regresivas que busca imponer el FMI en un marco de prolongado estancamiento e inestabilidad.

Dedicamos las secciones que siguen a cada una de estas categorías, con excepción de la deuda interna del sector privado, que resulta relativamente baja (principalmente como consecuencia de la inestabilidad macroeconómica) y, a nuestro juicio, menos relevante desde el punto de vista macroeconómico en el contexto actual. Por contraste, la deuda externa pública es en la Argentina de hoy la más significativa. Dada esta preeminencia, dividimos su abordaje en dos: la deuda con acreedores del sector privado y aquella con el FMI.

LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA EN MANOS DEL SECTOR PRIVADO

Existen, en principio, dos estrategias posibles para esta categoría de endeudamiento: ingresar en un proceso de negociación para reestructurar la deuda, o bien evitar una reestructuración afrontando los compromisos tal cual se encuentran establecidos. En este último caso, los vencimientos podrían a su vez pagarse en efectivo o refinanciarse.

Pero la magnitud de los vencimientos vuelve difícil que la deuda pueda pagarse sin acceso a un refinanciamiento. Solo en 2026 esos vencimientos alcanzan el 31% de las reservas internacionales del BCRA, o el 14% de las exportaciones. Esto equivale a más de siete veces el superávit comercial promedio de los últimos diez años. Y quiere decir además que afrontar los vencimientos en efectivo requeriría en primer lugar de un severo ajuste a los ingresos y a la actividad económica (de modo que se genere un excedente de divisas de la magnitud necesaria) y, en segundo término, de un tipo de cambio lo suficientemente alto como para permitir al sector público comprar las divisas que hagan falta.

Sin embargo, aspirar a acceder a los mercados internacionales de crédito para refinanciar la deuda es también una alternativa costosa por tres motivos principales. El primero tiene que ver con la subordinación de la política económica a la voluntad de los mercados. Una economía fuertemente endeudada y abierta a los flujos de capital depende para sostenerse del refinanciamiento externo. Es decir: debe tener en cuenta, al momento de tomar medidas económicas, su impacto sobre la tasa de interés que exigen los mercados para prestarle al país (esto es, el riesgo país) y que determina el costo de financiamiento. Mantener el riesgo país en niveles bajos se torna un objetivo central de la política pública. Especialmente en el caso de un gobierno que no sea de extracción liberal, el ajuste necesario

para satisfacer las expectativas de los mercados de capitales sería profundo y traería consecuencias de largo plazo.

El segundo motivo es que el servicio de la deuda externa limita el espacio para crecer. Este costo sigue siendo alto incluso a pesar de la orientación pro-mercado del gobierno de Milei. Por ejemplo: pagar intereses del 9,8% sobre una deuda externa (total) de USD 300.000 millones implica un gasto de divisas de USD 29.400 millones por año, equivalentes al 30% de las exportaciones. Durante los años con acceso al mercado de capitales, con un costo de financiamiento más bajo, el déficit por este concepto alcanzó los USD 15.700 millones en promedio. Por último, exponerse a los flujos de capital también aumenta la fragilidad de la economía, en tanto la torna vulnerable a los movimientos motivados por cambios en la economía global.

Para explicar el tercer motivo por el cual la refinanciación es siempre costosa es preciso analizar la alternativa de ingresar a una nueva reestructuración. Los beneficios de esta opción son la posibilidad de una solución relativamente rápida al peso que la deuda ejerce sobre las cuentas externas y que, acompañada de un plan de estabilización integral, podría revertir la tendencia al deterioro que sufre la economía argentina. Pero nuevamente: los costos siguen siendo elevados, y más inciertos cuanto más “desordenada” sea la reestructuración (Guzmán, Ocampo y Stiglitz, 2016; ONU, 2015). Por citar dos ejemplos en la historia argentina, el default declarado unilateralmente en el año 2001 supone mayor incertidumbre (¿habrá litigios en juzgados internacionales? ¿volverá el país a acceder a financiamiento externo?) que un llamado a reestructuración como el que tuvo lugar en 2020. Es esperable que esa incertidumbre traiga aparejada una alta volatilidad en variables como el riesgo país, el precio del dólar, la inflación y los ingresos.

Desde nuestra perspectiva, el escenario más deseable es aquel en el que resulta posible refinanciar al menos parte de esta deuda en el corto plazo, con el objetivo de no someter a una sociedad ya golpeada a una mayor volatilidad o ajuste. Desandar la dependencia de la economía argentina del sistema financiero internacional es un desafío de mediano plazo que puede abordarse gradualmente y sin necesidad de un *default*. Las políticas económicas tienen mucho que aportar para que este escenario se materialice. Reconocemos, sin embargo, que “la otra parte también juega”, es decir: la posibilidad de acceso a los mercados de capitales dependerá a la vez de los acreedores. Tratándose de un gobierno popular, es esperable que durante un período inicial (de duración incierta) la posibilidad de refinanciamiento a tasas sostenibles quede excluida (como, de hecho, ocurrió con el gobierno actual a pesar de su orientación promercado). En ese caso, parte de los pagos deberá afrontarse con reservas internacionales, cuya

disponibilidad depende del esquema macroeconómico y eventualmente de la existencia de otras fuentes de financiamiento. Si afrontar los pagos resulta incompatible con el mandato popular y la justicia social, deberá recurrirse entonces a una reestructuración.

LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA CON EL FMI

La deuda con el FMI es de una naturaleza diferente. Mientras que el sector privado presiona sobre la política económica indirectamente (a través del riesgo país y sus implicancias en términos del costo de financiamiento), el FMI ejerce su presión de una forma directa, imponiendo condicionalidades de política y reformas estructurales (Abeles y Álvarez, 2026). Si el financiamiento privado depende de las condiciones y percepciones de mercado, el del FMI está sujeto a las condiciones geopolíticas. Y si el grupo de acreedores privados es heterogéneo, e incluye ahorristas particulares o fondos de inversión de menor tamaño, el FMI constituye un único actor que concentra gran parte del financiamiento. En ocasiones, el FMI coopera con el sector privado, al otorgar a los países las divisas necesarias para que los fondos de inversión puedan cerrar sus posiciones financiando *de facto* la fuga de capitales (Comisión del Jubileo, 2025). Otras veces se genera una tensión entre el Fondo y los actores privados, en tanto el primero, al ser un acreedor privilegiado, podría impedir que otros recuperen sus inversiones en caso de *default* (FMI, 2021b). Dadas las reglas de gobernanza del organismo, Estados Unidos tiene poder de veto sobre las decisiones (Stone, 2011; Barro y Lee, 2005), de modo que el FMI actúa como brazo ejecutor de sus intenciones sobre la política económica de los países endeudados.

En el caso de la Argentina, el FMI ha intervenido de manera directa en las elecciones en más de una ocasión. En primer lugar, otorgó un préstamo extraordinario al gobierno de Macri (FMI, 2021a; AGN, 2023) para mejorar su posición electoral, por un monto superior al umbral establecido como endeudamiento excesivo. Luego exacerbó la incertidumbre macroeconómica durante el gobierno de Alberto Fernández, al demorar desembolsos en las revisiones fijadas en los meses previos a las elecciones, forzando mayores presiones cambiarias y una devaluación del peso en pleno proceso electoral. Finalmente, otorgó un préstamo adicional al gobierno de Milei, con una concentración de los desembolsos tan elevada en los primeros meses del programa que, prácticamente, tornó redundantes las condicionalidades. Como resultado de esta historia, nuestro país tiene a inicios de 2026 una deuda con el organismo de USD 57.000 millones, pese a haber pagado más de USD 15.000 millones en intereses en medio de una crisis

externa (y se proyectan otros USD 16.000 millones en los próximos años). Los vencimientos aumentarán fuertemente a partir del próximo mandato presidencial, alcanzando 1,5% del PIB en 2030.

Desde que el gobierno de Macri recurrió al FMI en junio de 2018, las condiciones macroeconómicas de la Argentina se deterioraron significativamente. Dada la corresponsabilidad del FMI en la debacle (sobre criterios de solución de controversias ver UNCTAD, 2012; Comisión del Jubileo, 2025), y considerando que el país necesita espacio externo para estabilizar la economía y restablecer un sendero de crecimiento, se plantea que es necesario despejar los vencimientos hasta recuperar, al menos, los niveles de reservas internacionales, inflación y poder adquisitivo vigentes al inicio del acuerdo de 2018. Como muestra el **Cuadro** a continuación, a inicios de 2026 este esquema requeriría posponer los pagos hasta que el salario real alcance niveles 35% superiores a los actuales, las reservas internacionales crezcan en un 47% y la inflación descienda hasta un 25% en términos interanuales.

Cuadro 2. Indicadores seleccionados, antes del regreso al FMI y último período.
Primer trimestre de cada año

	2018	2026
Salario real (I-trim. 2026 = 100)	135	100
Reservas internacionales (USD millones)	61.726	42.052
Inflación (var. interanual)	25,3%	32,7%

Fuente: Fundación DHI sobre la base de INDEC y BCRA.

LA DEUDA EXTERNA PRIVADA

La deuda externa privada no ha entrado en el debate público con la misma preponderancia que la deuda pública. En su derrotero de los últimos diez años se pueden marcar dos etapas bien diferenciadas. Entre 2016 y 2019 el proceso de endeudamiento externo del Estado se replicó en el sector privado, con la deuda financiera externa privada incrementándose en un 94% (pasó de USD 24.603 millones a USD 47.751 millones). El proceso de endeudamiento privado en moneda extranjera convivió con el proceso de formación de activos externos (la adquisición de billetes y divisas dentro del mismo sector alcanzó los USD 86.600 millones), sin mediar inversión productiva (BCRA, 2020; Basualdo y Bona, 2017). En

una segunda etapa, entre 2020 y 2025, asume el protagonismo la deuda comercial con un salto de 93% (pasó de USD 35.436 millones a USD 67.878 millones). Los acreedores de esta deuda son los proveedores extranjeros, principalmente las casas matrices u otras empresas relacionadas. Hacia finales de 2025, la suma de ambos conceptos registró un incremento de 77% en diez años, alcanzando los 116.847 millones.

Aun atendiendo controversias metodológicas³, los pagos en el primer bienio del gobierno del Frente de Todos alcanzaron un total de USD 13.963 millones, un 40% del superávit comercial reportado por el BCRA en el mismo período. Estas magnitudes fueron de un orden muy superior a los déficit comerciales del sector energético del período (USD 3.904 millones), e incluso superiores al 20% del *stock* de deuda financiera externa privada vigente. La decisión de capitalizar las empresas implicó también la de pagar la deuda externa, sumando un elemento más de tensión a los equilibrios que debían lograrse en el balance externo y dificultando la acumulación de las reservas internacionales necesarias para tornar sostenible la recuperación económica.

Las soluciones que se han dado para el problema en los últimos cinco años tendieron a forzar a las empresas a lograr refinanciaciones, de manera tal de que los egresos se atenuaran con ingresos. Entre 2020 y 2023 se utilizaron mecanismos regulatorios en aras de forzar reestructuraciones de las deudas privadas, en sintonía con la reestructuración pública. Se limitaron los pagos de deuda intra-grupo y se forzó a refinanciar el 60% de los vencimientos de capital, entre otras medidas. El foco estuvo en la gestión de la deuda financiera que había protagonizado el mayor ascenso en los años previos, pero descuidó lo acontecido en la deuda comercial, con episodios de saltos de importaciones y deuda comercial.

En 2024 y 2025 la deuda comercial resultaba más acuciante. Se buscó sustituir los compromisos comerciales asumidos por privados por compromisos financieros soberanos (BOPREAL); se eliminó la necesidad de la conformidad previa del BCRA para el pago de capital; se estableció un sistema de cuotas para acceso al mercado de cambios para el pago de deudas comerciales y libre disponibilidad de divisas propias sin necesidad de liquidación previa para el pago de acreencias propias. En paralelo, se promovió el endeudamiento externo o en moneda extranjera. Las empresas se vieron incentivadas a emitir obligaciones negociables en el mercado local o en el exterior, y a recurrir a préstamos en moneda extranjera

3. El problema de la deuda externa privada enciende dificultades metodológicas de difícil solución. Los Estados provinciales y organismos públicos son contabilizados como sector privado, y gran parte de las operatorias surgen de transacciones entre residentes locales.

otorgados por los bancos locales (OCEPP, 2025). También los gobiernos provinciales recurrieron al endeudamiento externo.

El resultado de estas medidas es un perfil de vencimientos desafiante, con el 42,8% del capital de la deuda financiera con vencimiento en los próximos 12 meses (20.965 millones). Esta situación constituye un piso mínimo de fondos que las empresas privadas han de financiar de manera tal de no generar presiones en el mercado cambiario. En el caso de la deuda comercial, tal situación es de un 94,5% (64.146 millones). La intención del gobierno es que las empresas salden sus deudas comerciales mediante su circuito comercial estándar y que a la vez accedan al financiamiento local en moneda extranjera para enfrentar sus compromisos externos. En este sentido, el sistema bancario alberga alrededor de USD 37.800 millones en depósitos con una capacidad prestable neta adicional de USD 6.000 millones (ya tiene prestados unos USD 19.800 millones). Es presumible que el excedente obligue a un mayor esfuerzo en colocaciones de títulos de deuda por parte del sector privado.

LA DEUDA PÚBLICA INTERNA

Finalmente, la deuda pública interna es relativamente baja en perspectiva internacional y, contrario a lo que ocurre con los otros tipos de deuda, consideramos que deberá crecer durante la estabilización. Por un lado, para sustituir parte de la deuda externa, que es más problemática (no solo en nuestro país: ver Eichengreen y Hausmann, 1999; Bertaut y otros, 2025). Por ejemplo: las compras de divisas para afrontar pagos de deuda o fortalecer la posición del Banco Central deberán ser “esterilizadas” con instrumentos en pesos para sostener las tasas de interés en niveles consistentes con la estabilización (esta esterilización ocurre automáticamente, como explica Lavoie, 2000). De hecho, si se quiere recuperar la moneda nacional las tasas deberán ser relativamente altas de manera estructural.

La tarea con la deuda pública interna no pasa por reducirla, sino por fortalecerla. A mediano plazo se requiere desindexar los instrumentos para disminuir los impactos de la inflación y las depreciaciones cambiarias en las finanzas públicas. En paralelo, el Estado debe generar las condiciones para que existan activos líquidos y seguros, necesarios para el desarrollo del mercado de capitales local. En todo el mundo los activos que cumplen este rol son los bonos soberanos, que deben rendir una tasa lo suficientemente alta, contar con apoyo de liquidez y cobertura de riesgo por parte del Banco Central y constituir una curva de rendimientos estable que sirva de referencia para el resto de la economía.

Los pasivos remunerados del Banco Central no son más que una parte de la deuda pública interna. Son, de hecho, una parte menor (siempre menos del 9% del PIB) que introduce además pocas fragilidades (porque está nominada en moneda nacional, su demanda es más estable y está principalmente en manos de bancos, que deben cumplir regulaciones más estrictas que otros agentes). Más aún, en nuestra visión (y a diferencia de otras, ver Guzmán y otros, 2023) los pasivos remunerados no son una causa sino una consecuencia de la volatilidad macroeconómica, producto del acortamiento del horizonte de expectativas de inversión y la percepción de riesgo de default del Tesoro. Consecuentemente, consideramos que es necesario evitar experimentos con los pasivos remunerados. Por el contrario, estos se normalizarán al estabilizar la economía. Con el gradual descenso de las tasas de interés, la trayectoria del *stock* como porcentaje del PIB puede ser descendente.

La deuda pública debe ser un fuelle que permita regular las condiciones financieras y financiar la transición hacia un régimen macroeconómico estable (con inflación baja y crecimiento económico). Las definiciones en esta sección pueden parecer superficiales, pero excluyen medidas a las que se ha recurrido con frecuencia en el pasado, como políticas monetarias excesivamente laxas, el Plan Bonex o el reperfilamiento bajo la presidencia de Macri. También quedan descartadas las políticas del gobierno actual, que insiste en desplazar al Banco Central del mercado de dinero, con el único resultado de incrementar la inestabilidad monetaria.

BALANCE Y LINEAMIENTOS PARA LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Como se discutió a lo largo de este capítulo, cada componente de la deuda requiere un tratamiento diferenciado. Entre todos ellos, la deuda externa representa el mayor desafío, no solo por su magnitud, sino porque compromete la disponibilidad de divisas, condiciona la política económica y limita la posibilidad de estabilizar la economía sin continuar postergando la recuperación de los ingresos y el desarrollo productivo. La crisis de deuda que se abrió durante el ciclo macrista, profundizada por el préstamo récord del FMI y reconfigurada en los años posteriores, no ha sido superada: sigue siendo uno de los principales condicionantes de cualquier estrategia macroeconómica futura.

Frente a este escenario, la propuesta de este capítulo parte de una estrategia de negociación con el Fondo Monetario Internacional orientada a despejar los

vencimientos hasta que la economía recupere las condiciones macroeconómicas vigentes al inicio del programa, en junio de 2018. Estas medidas extraordinarias, que van más allá de un mero alivio financiero, se basan en el reconocimiento de la corresponsabilidad del organismo en el endeudamiento argentino y sientan las bases para restablecer el acceso a los mercados de capitales, recuperar margen de política económica y estabilizar la economía.

El tratamiento frente a los acreedores privados debe ser distinto. La Argentina tiene que refinanciar sus compromisos en condiciones compatibles con la sostenibilidad externa y la recuperación de los ingresos. No se trata de desconocer la deuda externa pública en manos de bonistas, sino de evitar tanto un *default* desordenado como una subordinación permanente a los mercados de capitales. En la medida en que sea posible, el país debe afrontar los intereses y refinanciar el capital a plazos más largos y tasas sostenibles, de modo de preservar la estabilidad macroeconómica y reconstruir gradualmente la posición financiera del Estado.

Ahora bien, ninguna estrategia de deuda será viable sin un programa macroeconómico consistente y, en particular, una política sostenida de acumulación de reservas. La sostenibilidad de la deuda externa no depende únicamente de los calendarios de vencimientos o de las tasas de interés, sino de la capacidad efectiva de la economía argentina para generar y administrar las divisas necesarias para crecer, importar, estabilizar y cumplir sus compromisos. Sin reservas, cualquier programa queda expuesto a la volatilidad financiera, a las presiones cambiarias y a la pérdida de autonomía en la toma de decisiones.

Estos lineamientos solo adquieren sentido si forman parte de un proyecto más amplio de desarrollo humano integral. En nuestra visión, la macroeconomía no es un fin en sí mismo, sino una condición necesaria para sostener una estrategia de desarrollo económico, cambio institucional, redistribución del ingreso y ampliación de derechos. Por eso, la negociación con el FMI, el refinanciamiento responsable con los acreedores privados y la acumulación de reservas deben articularse con un esquema de estabilización, consistencia fiscal y monetaria, recuperación de ingresos y transformación productiva.

BIBLIOGRAFÍA

Abeles, Martín y Álvarez, Valentín (2026). The IMF's lending toolkit in historical perspective. IDEAs Working Paper. *International Development Economics Associates*. <https://www.networkideas.org/2026/06/23/the-imfs-lending-toolkit-in-historical-perspective/>

Auditoría General de la Nación (2023). Deuda pública. Acuerdo con el FMI. Impacto sobre la solvencia y la sostenibilidad. Informe 063/2023.

Banco Central de la República Argentina (2020). Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos 2015-2019.

Barro, Robert J. y Lee, Jong-Wha (2005). IMF programs: Who is chosen and what are the effects? *Journal of Monetary Economics*, 52(7), 1245-1269.

Basualdo, Eduardo (Coord.) (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Siglo Veintiuno Editores.

Basualdo, Eduardo y Bona, Leandro (2017). La deuda externa (pública y privada) y la fuga de capitales durante la valorización financiera, 1976-2001. En Basualdo, Eduardo (coord.) *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Siglo Veintiuno Editores.

Bertaut, Carol C.; Bruno, Valentina y Shin, Hyun Song (2025). Original Sin Redux: Role of Duration Risk. *National Bureau of Economic Research*.

Braun, Oscar y Joy, Leonard (1968). A model of economic stagnation: A case study of the Argentine economy. *The Economic Journal*, 78(312), 868-887.

Comisión del Jubileo (2025). The Jubilee Report: A blueprint for tackling the debt and development crises and creating the financial foundations for a sustainable people-centered global economy. Pontificia Academia de las Ciencias Sociales.

Diamand, Marcelo (1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico*, 12(45), 25-47.

Eichengreen, Barry y Hausmann, Ricardo (1999). Exchange rates and financial fragility. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper n. 7418.

Fondo Monetario Internacional (2021a). Argentina: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access under the 2018 Stand-By Arrangement. IMF Country Report 21/279.

Fondo Monetario Internacional (2021b). Review of the Debt Sustainability Framework for Market Access Countries. IMF Policy Paper 2021/003.

Fondo Monetario Internacional (2025). IMF Executive Board approves 48-month US\$20 billion Extended Arrangement under the Extended Fund Facility for Argentina. Press Release 25/101.

Guzmán, Martín; Morra, Fernando; Tosi, Ramiro y Zack, Guido (2023). Asignación de liquidez y política monetaria. Documentos de trabajo de Fundar.

Guzmán, Martín; Ocampo, José Antonio y Stiglitz, Joseph E. (Eds.) (2016). *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. Columbia University Press.

Lavoie, Marc (2000). The Reflux Mechanism and the Open Economy. En Louis-Philippe Rochon y Matías Vernengo (Eds.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, Capítulo 10, 215-242, Edward Elgar Publishing.

Manzanelli, Pablo y Basualdo, Eduardo (2017). La deuda externa de Macri en perspectiva histórica. *Voces en el Fénix*, 64, 18-25.

Ocampo, José Antonio (2016). Balance-of-payments dominance: Implications for macroeconomic policy. En Mario Damill, Martín Rapetti y Guillermo Rozenwurcel (Eds.), *Macroeconomics and Development*. Columbia University Press.

Observatorio de Coyuntura Económica y Políticas Públicas (2025). Las elecciones y los mercados financieros. *Agenda Económica*, agosto-septiembre 2025.

Organización de las Naciones Unidas (2015). Resolución 69/319: Principios básicos de los procesos de reestructuración de la deuda soberana (A/RES/69/319).

Stone, Randall W. (2011). *Controlling Institutions: International Organizations and the Global Economy*. Cambridge University Press.

Thirlwall, Antony P. (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 32 (128), 45-53.

Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo [UNCTAD] (2012). Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing.