

## Primera vez en muchos años que cae la deuda estatal neta

Desde hace varios años medimos el nivel de endeudamiento del gobierno en forma neta con el sector privado y Organismos Internacionales (OOII). Si bien no es una estadística que sea oficial, entendemos que la deuda relevante es la que tiene el Estado Nacional en forma consolidada con los privados y con OOII ya que es la que verdaderamente requiere una necesidad de rolleo o eventualmente pagos.

Además, el Estado Nacional tiene un stock de Reservas Netas (definido como el stock de Reservas Brutas menos encajes menos swaps) que influyen a la hora de medir los stocks de lo que damos en llamar Deuda Estatal Neta. En el último año además el Tesoro ha logrado consolidar un ahorro en forma de depósitos en el BCRA. De estos últimos solo consideraremos los depósitos en pesos acumulados en el BCRA ya que los depósitos en divisas extranjeras en el BCRA están incluidos en el stock de Reservas Brutas y no son descontados para llegar el stock de Reservas Netas.

Siempre que contemos con información a la fecha de corte se toman datos oficiales, mientras que en algunos casos cuando a la fecha de corte no se disponga de datos oficiales se realizan algunas estimaciones propias.

La información surge de los datos del BCRA y de los datos trimestrales de deuda que publica la Secretaría de Finanzas que es la única fuente de información oficial donde se discrimina la deuda intra SPN de la deuda con privados y OOII. Esa segregación permite distinguir la deuda en moneda extranjera y en pesos en poder de privados a la que luego la ajustamos en base a estimaciones propias a los meses de noviembre 2019 y 2023 que nos sirve para ajustar mejor el inicio/fin de cada período presidencial usando datos oficiales mensuales de deuda bruta de la Secretaría de Finanzas. Para 2024 usamos datos oficiales al tercer trimestre de 2024 luego proyectamos a noviembre en base a los datos mensuales de deuda bruta y por último usamos una estimación propia en función de las emisiones de deuda para el mes de diciembre de 2024 (dado que aún no se ha publicado ningún dato oficial de deuda a fin de año).

El primer nivel de desagregación corresponde al cálculo de la deuda en moneda extranjera del Tesoro que comprende:

1. Stock de deuda con Organismos Internacionales y Bilaterales
2. Stock de deuda en moneda extranjera con el Sector Privado

### 3. Stock de Atrasos o Holdouts

Luego a partir de este año se incorpora la deuda en USD del BCRA por el stock pendiente de pago de BOPREALES.

Seguidamente se considera lo que denominamos Reservas Netas en moneda extranjera. Esto comprende:

- A. Stock de Reservas Brutas del que se detraen:
  - a. Encajes en USD
  - b. Swaps

La suma de la deuda en moneda extranjera del Tesoro más la deuda por BOPREALES menos el stock de Reservas Netas en moneda extranjera determina lo que damos en llamar Deuda Estatal Neta en Moneda Extranjera.

Luego pasamos a considerar la deuda estatal neta en pesos medida el dólar oficial tal como se considera en la estadística oficial.

Allí consideramos:

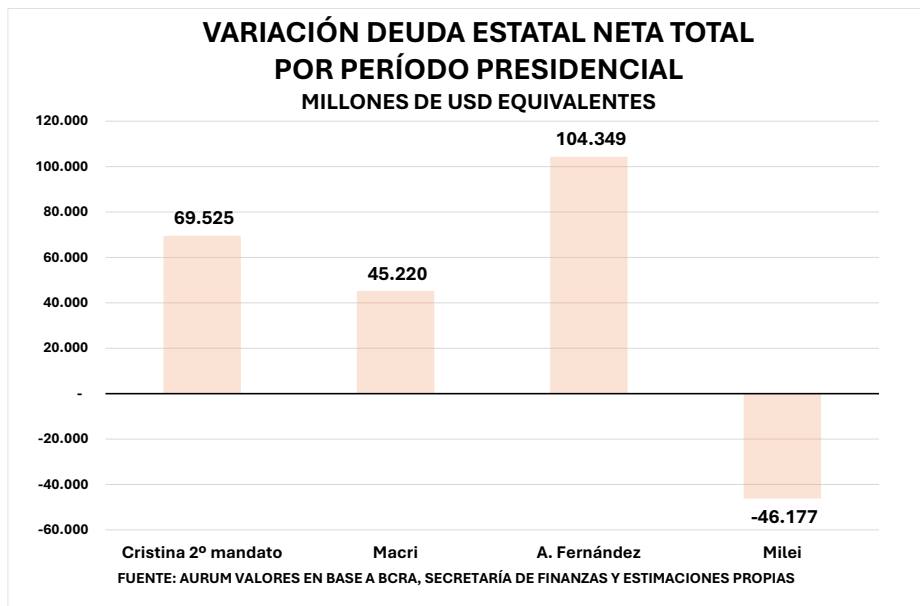
1. La deuda del Tesoro en pesos con el sector privado basada en una estimación a partir de los datos trimestrales y mensuales que va informando la Secretaría de Finanzas,
2. la deuda en pesos del BCRA que antes comprendía Lebacs, Leliqs, y Pases Pasivos entre la deuda más destacada, que al cierre de 2024 se había eliminado y que inclusive mostraba un saldo positivo para el BCRA (reducción del stock de deuda en pesos al haber otorgado Pases Activos)
3. Los depósitos en pesos del Tesoro en el BCRA que en parte son contrapartida del aumento en 2024 del stock de la deuda en pesos

Con esos datos comparamos las gestiones del segundo mandato de Cristina Fernández, el mandato de Macri, el de Alberto Fernández y la evolución desde que Milei llegó al gobierno (usando algunas estimaciones para la última parte de 2024 ya que no se cuenta con la totalidad de los datos al 31/12/2024).

DEUDA ESTATAL NETA															
	OI+ CDP	DEUDA CON PRIVADOS EN MON. EXT.	HOLD-OUTS	DEUDA DEL TESORO EN MON. EXT.	BOPREAL (DEUDA BCRA EN MON EXT)	RESERVA S BRUTAS BCRA	ENCAJES EN USD	SWAPS	RESERVAS NETAS	DEUDA ESTATAL NETA EN MON. EXTR.	DEUDA CON PRIVADOS EN PESOS	LEBACS+ LELIQS+ NOTALIQ+ PAGESAR+ LEDIV	DEP. DEL TESORO EN BCRA	DEUDA ESTATAL NETA EN PESOS	DEUDA ESTATAL NETA TOTAL
	A	B	C	D=A+B+C	E	F	G	H	I = F - G - H	J = D + E - I	K	L	M	N = K + L - M	O = J + N
30/9/2011	24.633	40.984	17.962	83.579		46.062	5.473	915	39.674	43.905	17.646	20.121		37.767	81.672
30/9/2015	28.733	46.800	17.962	93.495		25.615	9.074	12.024	4.517	88.978	18.169	44.050		62.219	151.197
30/11/2019	73.007	93.745	2.406	169.158		43.772	8.130	19.591	16.051	153.107	25.828	17.483		43.311	196.418
30/11/2023	78.322	91.395	2.346	172.063		21.513	8.851	23.231	-10.569	182.632	56.159	61.976		118.135	300.767
31/12/2024 (est)	78.018	90.594	2.334	170.946	9.147	29.612	12.257	19.776	-2.421	182.513	78.300	-344	5.880	72.076	254.589
Variación 2011-2015	4.100	5.816	-	9.916		-20.447	3.601	11.109	-35.157	45.073	523	23.929	-	24.452	69.525
Variación 2015-2019	44.274	46.946	-15.556	75.664		18.157	-944	7.566	11.535	64.129	7.658	-26.567	-	-18.909	45.220
Variación 2019-2023	5.315	-2.350	-60	2.904		-22.259	721	3.640	-26.620	29.525	30.331	44.493	-	74.824	104.349
<b>Variación Fin 2024 / Nov-23</b>	<b>-304</b>	<b>-801</b>	<b>-12</b>	<b>-1.117</b>	<b>9.147</b>	<b>8.099</b>	<b>3.406</b>	<b>-3.455</b>	<b>8.148</b>	<b>-118</b>	<b>22.141</b>	<b>-62.320</b>	<b>5.880</b>	<b>-46.059</b>	<b>-46.177</b>

**Notas:**  
A. Organismos Internaciones más Club de París y Bilaterales. Fuente: Secretaría de Finanzas.  
B. Deuda con Sector Privado. Fuente: Secretaría de Finanzas a Septiembre de 2024 y estimaciones propias hasta diciembre de 2024  
C. Deuda resultante del canje efectuado en abril de 2016 y acuerdos subsiguientes. Fuente: Secretaría Finanzas  
E F G J K y L. Fuentes: BCRA, Secretaría de Finanzas a Septiembre de 2024 y Noviembre de 2024 y estimaciones propias hasta fin de 2024

Lo que se desprende de los datos que analizamos del período actual es que ha habido una fuerte caída de la deuda estatal neta del orden de los USD 46.000 millones fundamentalmente concentrada en el segmento de la deuda en pesos.



Esa mejora estaría relacionada con el hecho de que el aumento de la deuda en pesos del Tesoro ha sido mucho menor que la caída del stock de la deuda en pesos del BCRA y porque, además, producto del resultado fiscal y las emisiones de deuda en pesos el Tesoro acumuló depósitos en el BCRA por el equivalente a casi USD 6.000 M.

La deuda estatal neta en moneda extranjera ha tenido pocos cambios (bajando poco menos de USD 120 M.) dado que, si bien la deuda en moneda extranjera del Tesoro cayó y las Reservas Netas crecieron, esa mejora fue compensada casi en su totalidad por la emisión de Bopreales que seguían pendientes de pago a fin de 2024.

Hay que considerar además que, dentro del aumento de la deuda en pesos del Tesoro se incorpora el costo de la capitalización de intereses de las Lecaps que, como no se refleja en la contabilidad base caja del SPN como intereses, implica que esa capitalización va incrementando el stock de la deuda.

Como se ve en los cuadros y gráficos, el período de Milei en el gobierno se destaca muy por encima de los anteriores por la caída del nivel de endeudamiento que no se verificó en las ocasiones anteriores. Es cierto y corresponde señalarse que una buena parte de la caída del stock de la deuda en pesos se produce en el mes de diciembre cuando el sinceramiento cambiario produjo una fuerte licuación de la deuda del BCRA a tasa fija. Pero no menos cierto es que a lo largo de 2024 como forma de equilibrar los excesos del mercado monetario la gestión pagó tasas de interés por encima de la devaluación “devolviendo” parte de la licuación de diciembre de 2023.

Es una muy buena noticia entonces que en términos nominales el Estado argentino por primera vez en mucho tiempo haya reducido el nivel de endeudamiento con el Sector Privado.

Si a eso sumamos la vocación de sostenibilidad fiscal del gobierno, las reformas estructurales encaradas y las pendientes, la señal de que se encarará una gran reforma tributaria y la expectativa de que este año se avanzará hacia un esquema cambiario más libre, creemos que debería contribuir a un mejor desempeño de la macro que permita ir dejando atrás décadas de estancamiento y deterioro socioeconómico.

---

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos

Aurum Research – [research@aurum.com.ar](mailto:research@aurum.com.ar)

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

lunes, 13 de enero de 2025



financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.

Aurum Research – [research@aurum.com.ar](mailto:research@aurum.com.ar)

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565  
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60