

DOCUMENTO DE TRABAJO

DEPARTAMENTO ECONOMÍA POLÍTICA

AUTORA

MARA PEDRAZZOLI



CENTRO CULTURAL DE LA COOPERACIÓN FLOREAL GORINI

**ANÁLISIS DEL BALANCE CAMBIARIO
EN ARGENTINA 2025**





Documentos de Trabajo

Departamento de Economía Política del Centro Cultural de la Cooperación

Verano 2026

Coordinador: Martin Burgos

Asistente: Genaro Grasso

Responsables de área:

Marcelo Bruchanski (Finanzas)

Antonella Gervagi (Economía digital)

Ignacio Sabbatella (Ambiente y recursos naturales)

Verónica Grondona (Fiscal)

Anahí Rampinini (Sistema productivo)



Documentos ya publicados:

1- Criptomonedas y sistema bancario: tensiones y desafíos regulatorios.

Cecilia Allami, Juan Garriga, Martin Burgos

2- Acuerdos de libre comercio y digitalización: desregulación, privatización y desigualdad en las plataformas digitales

Sofía Scasserra

3- Mercado de carbono en Argentina

Ana Laura Jaruf

4- Plataformas digitales y derechos laborales en América Latina: marcos regulatorios en construcción

Pía Garavaglia

5- Una reflexión sobre la Conferencia Internacional del Trabajo 2025 y su impacto en América Latina

Pia Garavaglia

6- Los desafíos de la fiscalidad internacional y sus interconexiones con otras problemáticas, como el lavado de activos y la fuga de capitales

Verónica Grondona y Magdalena Rúa

7- Hacia un Fondo Federal Climático en Argentina. Financiamiento Verde y Justicia Territorial en el Marco del Federalismo Fiscal

Antonela Gervagi y Ana Laura Jaruf

8- La IA más allá del chat: infraestructura, red de empresas e impactos ambientales

Matías Zublena



9- Una Política Industrial para el Desarrollo

Lisandro Mondino y Anahi Rampinini

10- El impacto de los Quantitative Easings estadounidenses sobre los flujos financieros internacionales hacia Argentina, Brasil y Chile

Estanislao Malic



Resumen

El análisis del Balance Cambiario 2025 en Argentina revela una situación de fragilidad externa profunda, donde la recuperación de reservas fue engañosa y se basó en un esquema insostenible de endeudamiento. Si bien el Banco Central reportó un aumento de USD 11.527 millones, este resultado oculta que las reservas netas continúan en terreno negativo y que la acumulación no fue genuina.

El superávit comercial, impulsado por el campo con un récord de USD 19.262 millones, no alcanzó para compensar dos déficits históricos. Por un lado, el turismo y los consumos con tarjeta en el exterior, potenciados por la eliminación del "cepo", generaron una salida récord de USD 10.052 millones. Por otro lado, el pago de intereses de la deuda (pública, privada y provincial) insumió una cifra similar. Así, el superávit de bienes se destinó a cubrir servicios e intereses, mientras que el ingreso de divisas vía endeudamiento (FMI, organismos y Obligaciones Negociables privadas) terminó financiando una fuga de capitales también récord: USD 32.340 millones en concepto de atesoramiento de dólares por parte de particulares.

La paradoja es que el FMI, consolidado como principal acreedor, exigió el levantamiento del cepo que habilitó esta fuga. A esto se suma que la Inversión Extranjera Directa fue negativa por primera vez, reflejando la falta de apuesta productiva, en contraste con el ingreso de capitales especulativos de corto plazo.

Las perspectivas para 2026 son aún más preocupantes. Se proyecta un déficit de cuenta corriente cercano a los USD 10.000 millones, equiparable a los previos a la crisis de 2018, producto de un menor superávit comercial y una creciente carga de intereses y utilidades. Esto deja a la economía argentina en una posición de alta vulnerabilidad, dependiente del endeudamiento y con escasas herramientas para enfrentar un cambio en el contexto internacional o doméstico.

La autora

Mara Pedrazzoli es Magister y Licenciada en Economía por la UBA, trabaja como redactora en la sección de Economía del diario Página 12 y como profesora en la localidad de Campana, donde vive. Fue becaria de Conicet y trabajó por años en el Estado: en el Ministerio de Economía de la Nación, INDEC, Jefatura de Gabinete de la Nación y la Honorable Cámara de Diputados de la Nación. Es investigadora en el Departamento de Economía Política del Centro Cultural de la Cooperación.



Análisis del Balance Cambiario en Argentina 2025

Mara Pedrazzoli¹

Introducción

Argentina enfrenta un nivel crítico de reservas, una situación advertida por analistas y bancos de inversión internacionales sobre todo durante la segunda mitad de 2025. En ese marco, el país incumplió holgadamente la meta acordada con el FMI: mientras el programa preveía un rojo de unos 1.000 millones de dólares en las reservas netas, la pérdida efectiva rondó los 9.000 millones. El desvío confirma la ausencia de una acumulación genuina de divisas a lo largo del año. Así, las fuentes de ingreso de divisas se redujeron casi exclusivamente al blanqueo de capitales, los desembolsos del FMI, el respaldo financiero de Estados Unidos, el swap firmado con ese país y la deuda externa privada. Un esquema que vuelve a mostrar la dependencia del endeudamiento externo como sostén central de la estabilidad cambiaria.

Según los datos del Balance Cambiario del Banco Central, la variación de reservas fue de 11.527 millones de dólares el año pasado (7.221 millones por transacciones y 4.307 millones por ajustes contables de valuación). Como se dijo, este flujo reveló una mayor dependencia de fondos provenientes de organismos internacionales (FMI y otros bilaterales) y préstamos del sector financiero. Mientras que la Cuenta Corriente del balance fue negativa por 2.223 millones de dólares, la Cuenta Financiera fue positiva por 9.263 millones. El endeudamiento es una estrategia costosa en términos de acumulación divisas porque genera costos a futuro, asociados a la salida divisas para afrontar el pago de los intereses, además de ser fuente de inestabilidad si no tienen lugar dentro de un escenario de solvencia de las cuentas externas.

¹ Agradezco los comentarios y sugerencias de Marcelo Bruchanski, así como las aclaraciones de Nicolás Zeolla. Los comentarios vertidos en este documento son a título personal.



Por el lado de la Cuenta Corriente, el superávit obtenido por el comercio de bienes (19.262 millones de dólares) no llegó a compensar la salida generada por el déficit de la cuenta de servicios (10.978 millones) y por el pago de intereses y giro de utilidades (10.594 millones), ambos entre los niveles más altos de la serie. La cuenta de servicios tuvo un déficit que fue récord histórico, impulsado por el desbalance en la cuenta de turismo. Por otro lado, en la Cuenta Financiera, la entrada de nueva deuda a través de acuerdos institucionales² (20.470 millones de dólares) y el endeudamiento del sector privado (15.409 millones) sirvieron para suplir otra salida récord de divisas, esta vez en la forma de compra-venta de billetes sin fines específicos de parte del sector privado no financiero, lo que habitualmente se conoce como “fuga de capitales”, partida que acumuló una salida neta récord de 32.340 millones de dólares en el año.

Aunque el Banco Central logró recomponer reservas de acuerdo a los datos del Balance Cambiario, el stock de reservas netas continúa en terreno negativo y deja en evidencia la fragilidad del esquema de acumulación. En los hechos, el superávit de la balanza de bienes se destinó a cubrir el déficit de la cuenta de servicios y el pago neto de intereses, mientras que el endeudamiento financiero terminó financiando la fuga de capitales. Mostrando una paradoja: mientras que el FMI se consolidó como principal acreedor financiero del país en 2025, al mismo tiempo, exigió el levantamiento del “cepo” cambiario, una medida que habilitó la compra neta de dólares por parte de residentes y profundizó la salida de divisas.

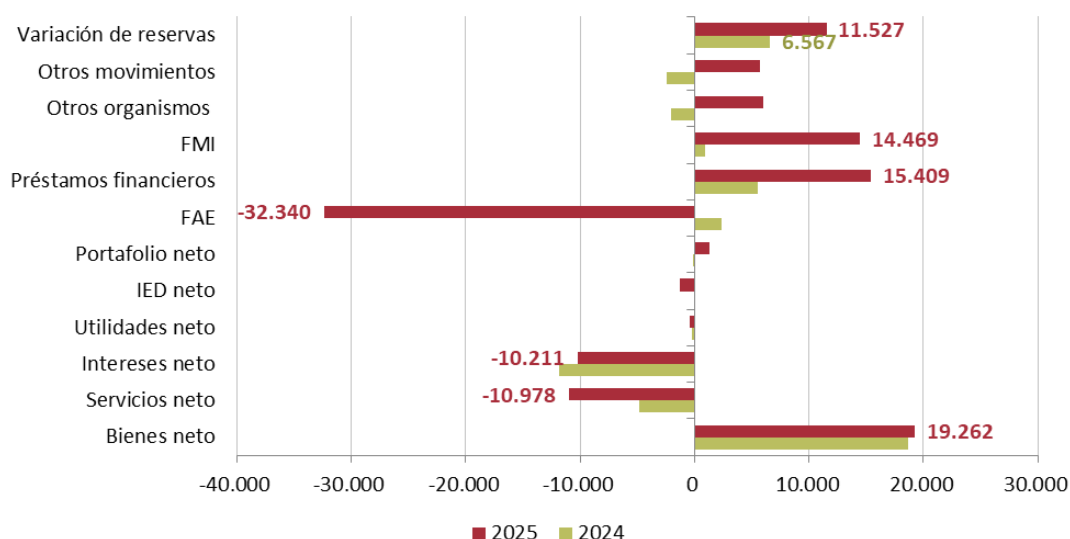
Por el lado del endeudamiento público, además, las operaciones como el salvataje del Tesoro estadounidense y el swap con ese país se realizaron con escasa transparencia sobre sus costos y condiciones, los cuales nunca fueron comunicados de manera oficial. Tampoco las autoridades abrieron la discusión en el Congreso como exige la “Ley Guzmán” 27.612. En cambio, la inversión extranjera directa se mantuvo en mínimos históricos en 2025 y fue por primera vez negativa en términos netos..

² Esto incluye los desembolsos del FMI (que sumaron 14.469 millones de dólares) y los préstamos con otros organismos internacionales y otros bilaterales (por un total de 6.001 millones).



Mientras que el Gobierno ya adelantó que en 2026 no acudirá a los mercados “voluntarios” de deuda, lo que implica implícitamente un test de solvencia sobre la macroeconomía argentina —que muy factiblemente no aprobaría: con niveles críticos de reservas, endeudamiento externo y salidas récord de capitales (por turismo y fuga de particulares)—, las primeras proyecciones de analistas privados apuntan a un empeoramiento de la Cuenta Corriente en el año en curso —que rondaría los 10.000 millones de dólares—. Así, en el frente externo es difícil avisorar la eliminación de tensiones, las cuales repercutirán no sólo sobre la estrategia de acumulación de reservas sino sobre el frente cambiario y la estabilidad de precios.

Gráfico 1. Principales partidas del Balance Cambiario 2024-25, en millones de dólares



Fuente: BCRA



Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente del Balance Cambiario se explica por el saldo en el intercambio de Bienes, en los Servicios, el denominado Ingreso Primario (dominado por el pago de intereses de la deuda pública y en menor medida el giro de utilidades y dividendos, altamente regulado) y el Ingreso Secundario (formado por las remesas y donaciones). En 2025 el saldo de la Cuenta Corriente fue negativo por **2.223 millones de dólares**, con valores negativos en especial en el último trimestre del año. El intercambio de Bienes, superavitario por **19.262 millones de dólares**, se ubicó entre los más altos de la serie histórica, que empieza en 2003. Sin embargo, en el último trimestre el superávit se achicó notoriamente producto del adelantamiento de las exportaciones agrícolas en septiembre, asociado a la eliminación temporal de las retenciones. Según algunos analistas, este adelanto de la cosecha impactará también sobre el nivel de las exportaciones en 2026.

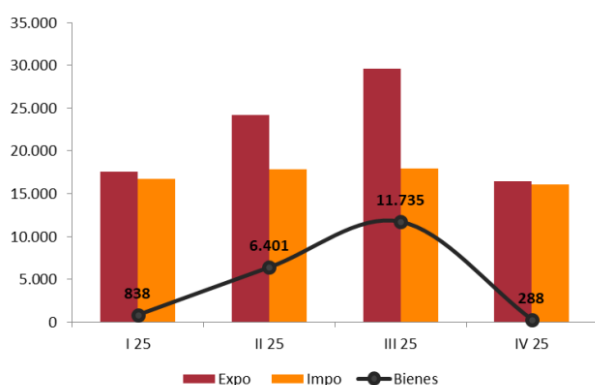
Vale mencionar también que mientras las exportaciones de bienes tuvieron un comportamiento volátil a lo largo del año, las importaciones siguieron una trayectoria más estable, impulsadas por la política de apreciación cambiaria defendida por el Gobierno y la desregulación comercial. Las primeras crecieron 31% interanual y las segundas 42%, reflejando tensiones en este frente.

El sector de Oleaginosas y cereales liquidó **30.506 millones de dólares**, en línea con los mejores registros de la serie. Entre abril y junio, período que coincide con la cosecha gruesa de soja de la campaña 2024/25, el sector liquidó 3.080 millones de dólares mensuales promedio, para vender en julio la suma de 4.556 millones. Esto debido a la baja temporal de retenciones que anunció el Gobierno, y que posteriormente firmó como permanente. Pero además en septiembre, excepcionalmente anunció una baja temporal de retenciones al 0% para la soja, maíz, trigo, etc., con un cupo que se agotó rápidamente. Así, el sector vendió 7.643 millones de dólares solo en el noveno mes. Esa liquidación representó un alivio en el mercado cambiario pero tendió a profundizar la escasez de dólares en los meses posteriores.³

³ Apenas asumió Milei en diciembre de 2023 adoptó un esquema "blend" para liquidar las divisas del agro: 80% se cursaría por el Mercado de Cambios oficial y 20% podría liquidarse al dólar CCL. En la práctica, esto mejoraba el precio en pesos que recibía

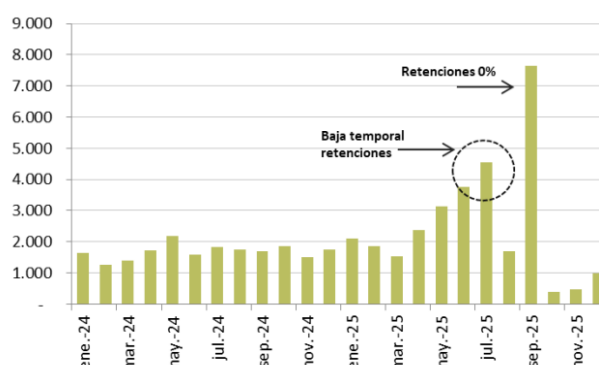


Gráfico 2. Balance de Bienes, en USD M



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

G3. Expo de Oleaginosas y cereales, en USD M



En cuanto al aporte de divisas vía saldo comercial, con una distancia considerable, el sector de Alimentos procesados, bebidas y tabaco aparece en segundo lugar de relevancia, con una liquidación de 8.656 millones de dólares en 2025. El tercer puesto lo ocupó el sector Petrolero con ventas por 6.270 millones y el cuarto lugar fue para la Minería con ventas por 5.232 millones de dólares. Otras ramas de la Agricultura, ganadería y demás actividades primarias cierran el listado con un aporte de 3.100 millones de dólares en el año.

Los restantes sectores de la economía generaron una salida neta de divisas por la vía comercial, es decir que las importaciones superaron a las exportaciones en estos rubros. El más deficitario fue el complejo Automotriz con un rojo de 9.238 millones de dólares, en un contexto donde la “frutilla del postre” fue la entrada de vehículos importados provenientes de China. En segundo lugar, figuró el rubro de Comercio deficitario por 5.796 millones; seguido por la Industria química, de caucho y

el productor. Este esquema se mantuvo en 2024 y 2025. En julio de 2025 finalmente anunció una rebaja de retenciones para el complejo soja, el maíz, la carne, etc. por un plazo de 30 días hábiles, pero hacia fin de mes anunció que la rebaja sería permanente. Finalmente, en septiembre anunció la eliminación temporal de las retenciones sojeras y de granos hasta cubrir un cupo de 7.000 millones de dólares de liquidación, que se alcanzó a los pocos días.

En la administración de Alberto Fernández se redactaron dos Programas de Incremento Exportador (PIE), que consistían en una mejora temporal del precio a través del pago de un tipo de cambio mayor al oficial para las exportaciones agrícolas. El PIE tuvo una primera edición en septiembre de 2022 y se mostró muy exitoso, y otra en diciembre de dicho año. Para reeditarse durante 2023 en abril-mayo, que se incorporaron las economías regionales, y julio-agosto que por primera vez se incluyó al maíz (una medida polémica porque encareció el alimento de la economía ganadera). Finalmente, en septiembre-octubre de 2023 se anunció un dólar “blend” que permitió liquidar el 75% de las exportaciones al precio oficial y el 25% restante al CCL.



plástico por 5.442 millones; y Maquinaria y equipos con un rojo de 5.113 millones (incluye electrodomésticos, computadoras y celulares); entre los más destacados.

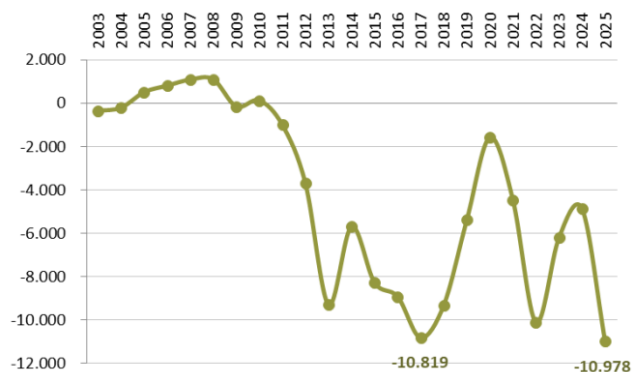
A diferencia del saldo comercial en Bienes, el intercambio de Servicios fue netamente deficitario en 2025, acumulando un rojo de **10.978 millones de dólares** en 2025, récord en la serie histórica. Dentro de este intercambio sobresalió el ítem de Consumos de bienes y servicios pagados con tarjetas, viajes y pasajes, deficitaria por **10.052 millones de dólares** en el año. La misma incluye los gastos realizados en el exterior (transporte de pasajeros, operadores turísticos, etc.) y las compras con tarjetas de crédito, donde una parte se cancela directamente con moneda extranjera (como la suscripción a plataformas digitales o los envíos postales vía courier).

Los consumos por turismo desde y hacia al exterior son la parte mayoritaria de esta partida. A partir de un cambio metodológico introducido en julio⁴ se buscó separar estos consumos de las compras de bienes y servicios a proveedores del exterior (o desde el exterior a proveedores locales) tanto por servicios digitales como por servicios postales. Así, desde julio los egresos netos en concepto de turismo promediaron los 630 millones de dólares mensuales, los gastos en servicios digitales unos 150 millones de dólares y las compras vía courier los 95 millones de dólares.

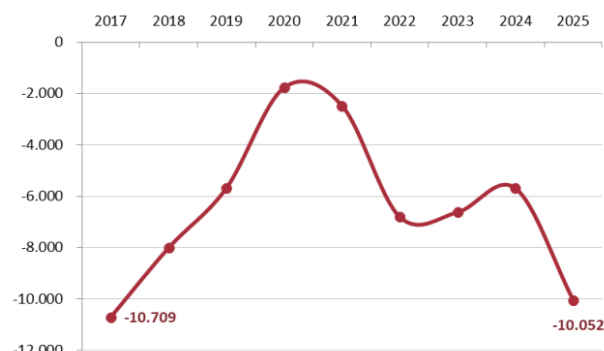
⁴ A partir de la Comunicación "A" 8254 se discriminan en un Anexo tarjetas y viajes los gastos por turismo (incluido pasajes), los servicios digitales (que pertenecen a la partida Otros del Balance Cambiario) y los tipo courier (cuyas importaciones coinciden con las publicadas por Indec en el Intercambio Comercial Argentino). La separación de los conceptos fue solicitada por el Secretario de Turismo de la Nación, Daniel Scioli, quien en su pedido dio a conocer también que dejará de financiar al Indec para la publicación de las Estadísticas de turismo internacional, que mostraban un serio rojo en concepto de salida de pasajeros al exterior y valores récord de turismo emisivo en 2024 y 2025.



Gráfico 4. Balance de Servicios, en USD millones



G5. Consumos de bienes y servicios pagados con tarjetas, viajes y transporte de pasajeros, en USD M



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Otras partidas fueron relevantes en la cuenta de Servicios, como el caso de los Servicios empresariales profesionales y técnicos que acumularon un superávit de **3.422 millones de dólares** en 2025. Estas incluyen buena parte de los servicios basados en conocimiento: servicios jurídicos de asesoramiento legal, contabilidad y auditoría, ingeniería, estudios mineros o agrícolas sobre suelos, publicidad, investigación y desarrollo, traducción, etc.; rama en la que Argentina es competitiva dada la calificación de sus trabajadores. También fueron relevantes los Fletes, que involucraron una salida neta de dólares por **1.447 millones** en el año y en cuarto lugar aparecen los Cargos por el uso de la propiedad intelectual con un déficit acumulado de 1.134 millones de dólares.

Intereses y giro de utilidades corporativo

La Cuenta Corriente se completa con el pago neto de intereses por la deuda externa –que incluye tanto soberana, provincial, corporativa y con organismos- y el giro de utilidades y dividendos provenientes de la actividad privada de empresas extranjeras en el país, o viceversa, de firmas argentinas que operan en el exterior.

El giro de utilidades y dividendos se encuentra regulado, por lo que apenas representó un rojo de **383 millones de dólares** en 2025, que contrasta por ejemplo con los 2.160 millones de dólares



promedio durante el gobierno de Mauricio Macri y los 3.760 millones durante el último mandato de Cristina Fernández de Kirchner. Si bien el Banco Central no prohíbe el giro de utilidades en sí, exige el cumplimiento de ciertos requisitos previos, como no tener deudas impositivas ni previsionales y haber liquidado exportaciones en tiempo y forma. Además, establece un cronograma escalonado para acceder a estos dólares. Si las empresas no quieren esperar estos tiempos, pueden girar dividendos legalmente a través del mercado de capitales haciendo “contado con liqui” (CCL, comprando bonos en pesos y vendiéndolos en dólares en el exterior). En 2023/24 se castigó a las empresas que hacían CCL al prohibirles acceder al dólar oficial por 90 o 180 días, pero en 2025 esa restricción se flexibilizó significativamente. Tampoco las empresas pudieron girar las utilidades en 2025 ya que el levantamiento del “cepo” solo las autorizó a partir del 2026.

En cuanto al pago de intereses, la deuda privada y por gobiernos provinciales lleva la delantera, por este concepto salieron **10.211 millones de dólares** netos en 2025 y se espera un volumen también significativo para 2026 si continúa la estrategia financiera que propone el Gobierno.

Entre el segundo semestre de 2025 y el comienzo de 2026 se produjo un *boom* de emisiones de obligaciones negociables⁵ (ONs) por parte del sector privado –en su mayoría “hard dollar” Ley Argentina- que impactó e impactará en el pago de intereses y amortizaciones durante el año en curso. Si bien el Banco Central administraba a cuentagotas los dólares que otorga a las empresas para pagar a sus acreedores (muchas los conseguían en el CCL), en los primeros días de enero de 2026 algunos controles para la precancelación de capital e intereses de deuda en moneda extranjera se flexibilizaron.

Por otro lado, el cierre del 2025 marcó el “regreso” de las provincias argentinas a los mercados internacionales de crédito, aprovechando la baja del riesgo país que perforó el piso de los 700/650

⁵ Esto obedeció a distintas causas: el blanqueo fue el motor principal, ya que el Gobierno permitió que quienes regularizaron dólares en efectivo pudieran evitar pagar la multa del 5% o 10% si invertían ese dinero en ONs autorizadas, lo cual elevó la demanda. Gracias a esa demanda, las empresas de primera línea (YPF, Pampa Energía, Pan American Energy, Telecom) pudieron emitir deuda pagando tasas bajísimas (del 5% al 7% anual en dólares, cuando el Riesgo País teórico pediría más). Se financiaron muy barato. Por último, el “cepo” funcionó como un incentivo al ahorro: al no poder comprar dólares oficiales ni girarlos al exterior, los inversores institucionales y corporativos locales (que tenían pesos o dólares atrapados en el sistema) volcaron esa liquidez a las ONs como refugio de valor seguro (“Hard Dollar”).



puntos. Al igual que en el caso de las ONs, la deuda pública provincial se volvió más atractiva en un orden de tasas del 8 y 9% anual. Muchas de ellas se financiaron para adecuar la estructura de vencimientos de deuda en dólares que tenían o para financiar obra pública ante el congelamiento de las transferencias nacionales. A continuación se detalla la posición de las principales, a las que podrían sumarse en 2026 Chubut, Mendoza y Neuquén.

El pago de intereses en la partida “otros”, que estimamos reúne las operaciones del sector privado y de los gobiernos provinciales, sumó cerca de 3.500 millones de dólares en 2025.

Tabla 1. Endeudamiento de las provincias en 2025

Provincia / Distrito	Monto Emitido	Fecha Clave	Detalle y Destino de los fondos
Santa Fe	USD 800 millones	Dic. 2025	La estrella del año. Fue la emisión más grande porque consiguió una tasa del 8,1% a 9 años. Al no haber reestructurado nunca su deuda, usó los fondos para infraestructura real (gasoductos y rutas), no solo para pagar deudas viejas.
Córdoba	USD 725 millones	Jul. 2025	Fue la pionera en abrir el mercado a mitad de año. Su objetivo fue mixto: una operación de administración de pasivos (recompró deuda vieja que vencía en 2027 para mejorar su perfil) y fondos para obras públicas estratégicas.
CABA (Ciudad Bs. As.)	USD 600 millones	Nov. 2025	La Ciudad aprovechó su calificación crediticia para financiarse a tasas competitivas (cercasas al 8,125%), consolidando la tendencia de fin de año de buscar dólares frescos.

En cuanto al Gobierno nacional, a partir de 2023 los pagos de intereses al FMI se tornaron más relevantes en el marco de la reestructuración de la deuda tomada por Mauricio Macri. En 2025 se perdieron por esta vía 2.782 millones de dólares y varios analistas coinciden en señalar que el pico de la carga de intereses se concentrará en el trienio 2026-2028. Si se considera la cotización vigente de los Derechos Especiales de Giro (DEG), la moneda mediante la cual el FMI efectúa sus cálculos y



transacciones, entre 2026 y 2030 el monto se fija en 13.432 millones de dólares. Para 2026 se llegaría a una cifra de intereses puros de 3.000 millones de dólares, o 4.400 si se contempla también el capital, que podrían cubrirse si se concretan los desembolsos del último acuerdo con el organismo.⁶

Por el lado de los pagos de intereses a Otros organismos internacionales y bilaterales, sumaron 1.934 millones de dólares en 2025. Mientras que las erogaciones por Otros pagos del Gobierno Nacional alcanzaron los 2.500 millones de dólares. Esta última partida concentra el pago de intereses a bonistas y acreedores privados. En 2025, si bien se habló de un "regreso a los mercados", el Gobierno Nacional no realizó una colocación de bonos tradicionales sino que utilizó una ingeniería financiera diferente: los REPO.⁷

El saldo de la Cuenta Corriente debe ser positivo como parte de una estrategia que permita acumular dólares de manera genuina, en vez de incentivar el endeudamiento externo que es costoso para el país en un corto y mediano plazo. Sin embargo, en 2025 este resultado pasó a ser negativo y las primeras estimaciones para 2026 hablan de un fuerte incremento del déficit corriente, que ascendería a 10.000 millones de dólares, equiparando los registros de años como el 2017 y 2018. El saldo comercial se reduciría por el adelantamiento de la liquidación de la cosecha agrícola en 2025 y pese al crecimiento de las exportaciones de petróleo; mientras el pago neto de intereses por todo concepto insumiría unos 8.000 millones de dólares, a los que debería sumarse el giro parcial de las utilidades y dividendos retenidas por el cepo.⁸

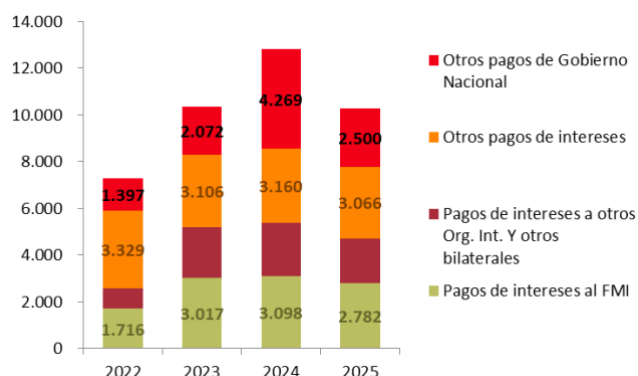
⁶ Véase [este](#) link.

⁷ El Gobierno de Javier Milei firmó tres REPO a lo largo de su gestión; se trata de un préstamo bancario garantizado (*Repurchase Agreement*), a través del cual Estado le entrega colaterales (bonos o activos) a bancos internacionales a cambio de dólares en efectivo, con el compromiso de recomprarlos en el futuro a un valor más alto. La primera operación se confirmó en enero de 2025 por un valor de 1.000 millones de dólares, el segundo REPO se firmó en junio por 2.000 millones y el tercero –si bien fue anunciado en octubre para calmar la incertidumbre en los mercados– se confirmó en enero de 2026 por un total de 3.000 millones de dólares, del cual participaron seis bancos internacionales.

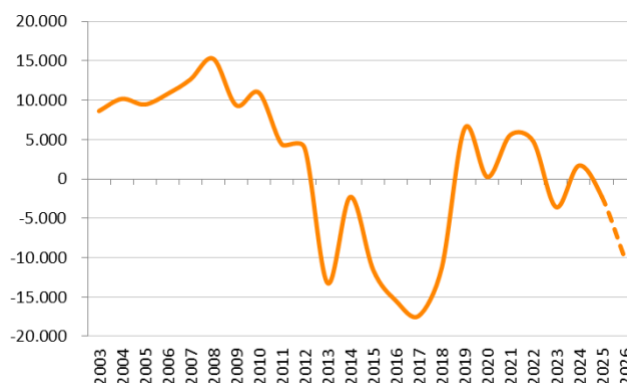
⁸ Véase [este](#) link.



G6. Egresos en concepto de intereses, en USD M



G7. Cuenta Corriente, en USD M



Cuenta capital y financiera

La Cuenta Capital y Financiera muestra cómo se financia el resultado de la Cuenta Corriente; es el espejo financiero de las operaciones corrientes de una economía. Refleja los movimientos de activos y pasivos: quién le presta a quién, o quién invierte en dónde. Puntualmente la Cuenta Financiera resultó superavitaria por **9.263 millones de dólares** en 2025.

El rojo del Sector Privado No Financiero se explicó principalmente por la Compra neta de billetes y transferencia de divisas sin fines específicos, es decir la dolarización de ahorros concentrada en las personas humanas, que tomó especial fuerza a partir de la eliminación del "cepo" cambiario en abril de 2025. En el año esta partida generó una pérdida de divisas por **32.340 millones de dólares** que fue récord en la serie histórica. Se compara contra un promedio de 25.600 millones en los últimos tres años del macrismo y de 17.600 millones entre 2008 y 2011 en medio del conflicto del gobierno con el sector agropecuario y la crisis subprime en Estados Unidos.⁹

⁹ En 2011 entró en vigencia el "cepo" cambiario de CFK que determinó que las personas humanas y empresas requirieran previa autorización de Afip para comprar dólar billete, al tiempo que exigió autorización previa para girar utilidades al exterior y cursar importaciones. En junio de 2012 directamente se prohibieron las compras de dólares para ahorrar y al poco tiempo se gravaron las compras para turismo y consumos en dólares con tarjeta. En diciembre de 2015, a pocos días de asumir Mauricio Macri pone fin al "cepo" cambiario, para volver a activarlo en una versión "light" luego de las elecciones primarias de agosto de 2019. En octubre, un día después de las elecciones que dieron ganador como presidente a Alberto Fernández, Macri aprieta nuevamente el "cepo" reduciendo a 200 dólares mensuales el monto máximo que podían comprar las personas para ahorrar.



En el lenguaje técnico estas operaciones se definen como “formación de activos externo” (FAE) porque implican la acumulación de un activo (el dólar) contra el resto del mundo. Pero, como aclara en su informe el Banco Central, parte de los fondos registrados en la cuenta billetes quedan depositados en cuentas locales y son utilizados posteriormente para la cancelación de consumos con tarjetas en moneda extranjera, por lo que no constituyen en su totalidad formación de activos. De forma similar, en cuanto a los egresos por divisas, en parte son destinados a la cancelación de pasivos con el exterior (por ejemplo, para pagos de deuda comercial y financiera externa o utilidades y dividendos).

Desde la eliminación del cepo, entre abril y agosto de 2025 salieron por esta vía del atesoramiento y otras cancelaciones de deuda en promedio unos 2.540 millones de dólares por mes, que es una suma abrumadora. Pero el monto fue aún mayor en los meses electorales de septiembre y octubre, que promedió los 4.960 millones de dólares, para desacelerar en noviembre y diciembre hasta 2.155 millones de dólares en promedio.

Otras operaciones relevantes de la Cuenta Financiera son los Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito que compensaron parcialmente el impacto negativo de la compra neta de billetes y divisas. En suma esta partida aportó **15.409 millones de dólares** e incluye: préstamos del exterior, títulos de deuda, préstamos de bancos internacionales y préstamos financieros locales. Esta es la deuda que tomó el sector privado, fundamentalmente bajo la forma de ONs, como se mencionó arriba. Hay un riesgo de seguir apostando al ciclo del endeudamiento como estrategia macroeconómica, no sólo en término de la suma de intereses sino de la posibilidad de una reversión abrupta en la entrada de capitales.

En tercer lugar en relevancia aparecen discriminadas las Operaciones con el FMI por un monto acumulado en **14.470 millones** en el año. Este es otro importante acreedor del país y por la vía de este endeudamiento también se pierde una buena suma de dinero en intereses. También figura la entrada de nueva deuda por Préstamos con otros organismos internacionales y bilaterales, que sumó **6.000 millones de dólares** en el año. Hay otras partidas discriminadas en la Cuenta Financiera a



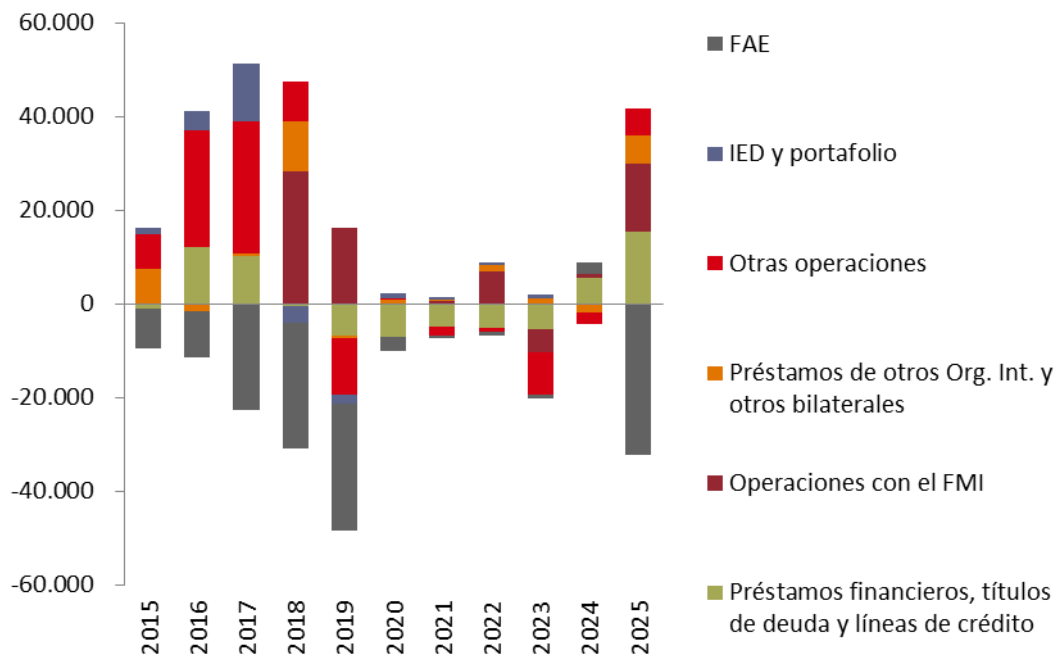
través de las cuales también ingresaron divisas vía deuda por una suma de **5.736 millones de dólares**.¹⁰

Para finalizar sólo nos referiremos a la Inversión directa y de portafolio de no residentes en el país. La primera, vinculada con emprendimientos productivos en Argentina, alcanzó por primera vez en la historia un valor negativo, de **1.281 millones de dólares**, que da cuenta de la salida de capitales extranjeros del país, y la compra de parte de empresas argentinas. La Inversión directa había alcanzado un mínimo en 2024, pero el año pasado el deterioro se acentuó y pese a iniciativas como el RIGI el país fue incapaz de atraer inversiones extranjeras relevantes de empresas privadas. En materia de Inversiones de portafolio ingresaron al país en términos netos **1.269 millones de dólares**, se trata de las operaciones típicas de carry financiero alimentadas por la estabilidad cambiaria que defendió el Gobierno, el diferencial de tasas de interés y la desregulación para estas operaciones de corto plazo.

¹⁰ Se trata de: Operaciones de canje por transferencias con el exterior, Formación de activos externos del sector financiero, Formación de activos externos del sector público, Compra-venta de títulos valores, Otras operaciones del sector público nacional y Otros movimientos netos. Si bien no tenemos acceso al detalle de estas operaciones, los REPO podrían integrar algunas de estas partidas.



Gráfico 8. Operaciones por Cuenta Financiera, en USD M



Fuente: BCRA