

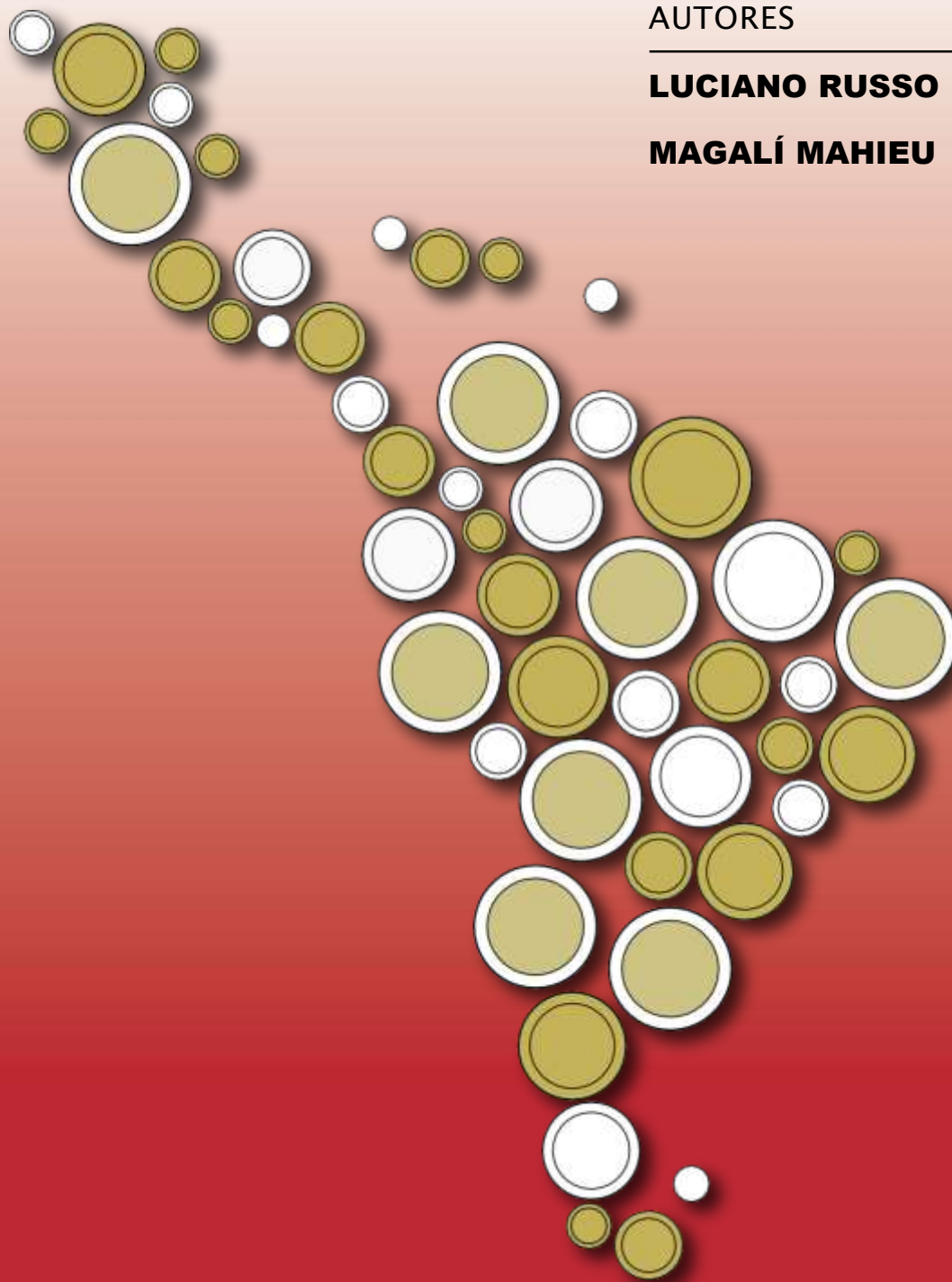
# DOCUMENTO DE TRABAJO

DEPARTAMENTO ECONOMÍA POLÍTICA

AUTORES

**LUCIANO RUSSO**

**MAGALÍ MAHIEU**



CENTRO CULTURAL DE LA COOPERACIÓN FLOREAL GORINI

**ESTABILIZACIÓN CAMBIARIA Y FRAGILIDAD  
FINANCIERA EN LA ARGENTINA DE MILEI**





Documentos de Trabajo

Departamento de Economía Política del Centro Cultural de la Cooperación

Otoño 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](#)

Sofia 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

**11- Análisis del balance cambiario de Argentina 2025.**

Mara Pedrazzoli

**12- Algunas lecciones sobre política monetaria y el gobierno libertario de Javier Milei**

Estanislao Malic

**13- ¿Es necesario cambiar la ley de glaciares?**

Roberto Adaro

**14- Un análisis de la fiscalidad internacional con perspectiva de género**

Magdalena Rua

**15- Incendios forestales y desprotección institucional de bosques**

Paola Gevaerd y Guadalupe Alcalá

**16- Hidrógeno: ¿combustible de emergencia o vector de transición?**

Gonzalo Montiel

**17- Mercado de datos, desafíos y marcos regulatorios**

Ana Laura Jaruf



## Resumen

El presente trabajo analiza la trayectoria del tipo de cambio durante los primeros dos años y medio del gobierno de Javier Milei (diciembre 2023 – abril 2026), con el objetivo de evaluar la sostenibilidad de la estabilización cambiaria lograda. Se argumenta que, más allá del discurso oficial que atribuye la estabilidad de precios al equilibrio fiscal y la restricción monetaria, la estabilidad del tipo de cambio se sostuvo mediante una secuencia de intervenciones excepcionales pero recurrentes: *dólar blend*, blanqueo de capitales, acuerdos con el FMI y participación directa del Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Cada uno de estos "cortafuegos" evitó la materialización de un *sudden stop*, pero ninguno resolvió la vulnerabilidad de fondo: la insuficiencia estructural de reservas internacionales en una economía con apreciación cambiaria y dependencia financiera creciente. El trabajo concluye identificando un riesgo latente vinculado a las elecciones de medio término en Estados Unidos (noviembre de 2026), cuyo resultado adverso podría debilitar el respaldo geopolítico que sustenta el esquema y precipitar la interrupción súbita de flujos de capital que cada intervención previa logró evitar.

## Autores

Luciano Russo es Licenciado en Economía (FCE-UNL), Magíster en Comercio Internacional (FCE-UNC) y Doctorando en Ciencias Económicas con mención en Economía (FCE-UNC). Su tesis doctoral—"Determinantes financieros de la restricción externa y su efecto sobre el desempeño macroeconómico de economías pequeñas y abiertas"—indaga la relación entre condiciones financieras externas y sus implicancias macroeconómicas en contextos de alta apertura. Como docente-investigador, participa en las cátedras de Microeconomía, Macroeconomía y Economía Monetaria (FCE-UNL). Sus principales áreas de interés incluyen desarrollo económico, economía internacional y economía monetaria y financiera, con foco en los canales de transmisión entre variables externas, restricciones financieras y resultados macroeconómicos.

Magali Mahieu es tesista de la Licenciatura en Ciencia Política (FHUC-UNL). Su tesis aborda las estrategias de inserción de los Estados provinciales en el mercado financiero internacional, con el objetivo de indagar en las variaciones registradas en los dos ciclos de mayor endeudamiento (1997-2001 y 2015-2019). Como estudiante, participa del CAI+D "Economía política del federalismo fiscal argentino. Reglas, incentivos y resultados productivos y redistributivos desde una perspectiva subnacional", dirigido por el Dr. Alcides Bazza (IHUCSo Litoral UNL-CONICET).



## **Estabilización cambiaria y fragilidad financiera en la Argentina de Milei: cortafuegos transitorios y riesgo de *sudden stop***

Russo, Luciano Ángel

Mahieu, Magalí Mercedes

### **1. La estabilización inicial**

El gobierno libertario ha presentado la estabilidad cambiaria como uno de sus principales logros. En efecto, junto con el proclamado equilibrio fiscal —orientado a eliminar la emisión monetaria como fuente de financiamiento del déficit—, el tipo de cambio constituye uno de los dos pilares fundamentales del programa económico para el control de la inflación y la estabilidad de precios. En la narrativa y el debate público argentino, estos dos instrumentos se han conocido como *ancla cambiaria* y *ancla fiscal*. Cabe señalar, no obstante, que la narrativa oficial de "emisión cero" como pilar del programa ha sido cuestionada: los agregados monetarios crecieron significativamente durante el período, impulsados por la compra de divisas, la transferencia de utilidades cambiarias al Tesoro y el pago de intereses de la deuda pública, lo que relativiza la idea de que el ajuste fiscal haya eliminado efectivamente la emisión monetaria (Malic, 2026).

Sin embargo, la trayectoria del tipo de cambio ha tenido particularidades: su contención ante el desborde ha sido empleando recursos cada vez más extraordinarios, externos y restrictivos; como lo han sido la utilización del *dólar blend* y del blanqueo de capitales, la implicación del Tesoro estadounidense en la toma de decisiones y la negociación de acuerdos con el Fondo Monetario Internacional.

El gobierno de Milei asumió con una brecha cambiaria que alcanzaba el 157,6% (medida entre el dólar oficial a \$401 y el CCL a \$1.033 el 12/12/23). Una de las primeras medidas apuntó a comprimir esa brecha, imponiéndose en consecuencia una devaluación mayor al 100% que elevó la cotización de \$401 a \$820. En un solo día, la brecha se redujo al 22,9%, aunque se mantuvieron los controles de cambio. De esta manera, la demanda de dólares oficiales se contuvo y se evitaron posibles corridas cambiarias.

Sin embargo, el ajuste cambiario no fue gratuito. El traslado a precios fue inmediato y significativo: la inflación alcanzó el 25,5% en diciembre de 2023, el 20,6% en enero y recién se moderó al 13,2% en mayo. En apenas dos meses los precios acumularon más del 50%, reflejando el impacto del *pass-through* de la devaluación del tipo de cambio oficial (con el consecuente deterioro del salario real).



Surgió entonces un interrogante: ¿era factible que el tipo de cambio se mantuviera estable sin escalar? El dólar CCL fue aumentando gradualmente hasta valores próximos a los \$1.300 en la segunda quincena de enero de 2024, lo que despertó sospechas de que la devaluación solo hubiera generado un corrimiento nominal de la brecha —es decir, que ambos tipos de cambio se desplazaran hacia arriba sin que la distancia entre ellos se redujera genuinamente—, alimentando la incertidumbre del mercado.

A las *anclas cambiaria y fiscal* se sumaron instrumentos concretos. Los BOPREAL (Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre), títulos en dólares emitidos por el BCRA entre enero y marzo de 2024, permitieron canalizar la demanda reprimida de divisas de importadores: estos entregaban pesos a cambio de los bonos, lo que absorbía liquidez del mercado y ofrecía una vía ordenada para saldar deudas comerciales sin presionar sobre el CCL. A ello se sumó la oferta de dólares que el esquema *blend* volcaba al mercado financiero y la liquidación estacional de la cosecha gruesa, que reforzaron la disponibilidad de divisas en los meses de mayor ingreso agrícola. El resultado fue visible: entre marzo y mayo de 2024, los dólares paralelos cedieron y ambos tipos de cambio convergieron hacia valores en torno a los \$1.000, aunque sobre la base de mecanismos que, como se verá, resultarían insostenibles.



## 2. Los “cortafuegos” y su naturaleza transitoria

Las herramientas mencionadas habían contenido la presión cambiaria en el corto plazo en un contexto de confianza inicial y flujos estacionales favorables (cosecha gruesa). Pero, a partir de mediados de 2024, cada nueva presión cambiaria exigió un recurso distinto —y cada vez más excepcional— para ser contenida. Comenzó entonces una secuencia de intervenciones de escala creciente que, leída en perspectiva, revela la fragilidad subyacente del esquema.



## 2.1. El *dólar blend* y la fase 2: oxígeno artificial para el mercado financiero

El esquema del *dólar blend* (Decreto 28/2023) permitía a los exportadores liquidar el 80% de sus divisas al tipo de cambio oficial y el 20% restante al CCL. Esto no era algo particularmente novedoso, ya lo había instrumentado el ex Ministro de Economía y candidato a presidente Sergio Massa con el fin de motivar las exportaciones del agro y mejorar la oferta de dólares. El objetivo era lograr una mayor liquidación de divisas del sector agroexportador que, de otro modo, retenía cosecha a la espera de una suba del tipo de cambio.

Este mecanismo permitía inyectar dólares al mercado financiero, funcionando como un estabilizador automático de la brecha: cuando el CCL subía, los exportadores tenían mayor incentivo a liquidar, generando oferta que lo contenía. El costo, sin embargo, era que por cada dólar exportado solo 80 centavos se liquidaban al tipo de cambio oficial, drenando la capacidad de acumular reservas genuinas.

Esta medida fue insuficiente para mantener la convergencia entre el dólar oficial y el CCL. El punto crítico llegó en julio de 2024, cuando el CCL trepó a valores superiores a los \$1.400, la brecha saltó al 50% y el riesgo país superó los 1.600 puntos. La respuesta del Gobierno fue la denominada "Fase 2", que tenía por objeto neutralizar la emisión monetaria mediante un conjunto de medidas coordinadas entre el BCRA y el Tesoro.<sup>1</sup> Entre ellas, la intervención directa del BCRA en el mercado financiero: cada vez que la autoridad monetaria compraba dólares en el mercado oficial (por liquidación de exportaciones), la emisión de pesos resultante se esterilizaba vendiendo un monto equivalente en dólares en el CCL, a través de operaciones con bonos soberanos. La lógica era comprar estabilidad monetaria y cambiaria, pero al costo de resignar capacidad de acumulación de reservas.

Cavallo (2024), en su blog personal, advertía que la estabilidad lograda a partir de mantener el crawling peg del tipo de cambio oficial al 2% mensual y forzar la convergencia del CCL hacia éste tenía un costo no menor: derivar una porción significativa de las divisas generadas por el superávit comercial hacia el sostenimiento de la brecha, en lugar de engrosar las reservas del BCRA. En números, Cantamutto, Schorr y Wainer (2025) sostienen que de los casi USD 19.000 millones que el BCRA compró durante 2024, unos USD 18.000 millones se destinaron a intervenciones en el mercado financiero para contener los dólares paralelos y mantener controlada la brecha cambiaria.

---

<sup>1</sup> La Fase 2 comprendió además el traspaso de los pasivos remunerados del BCRA (LELIQs y pases) a instrumentos del Tesoro (LEFIs y LECAPs), de modo que la absorción de liquidez del sistema pasó a realizarse mediante licitaciones de deuda del Tesoro y no del Banco Central. Como señala Malic (2026), este cambio regulatorio hizo "aparecer" un mercado de pesos para el Tesoro donde antes no lo había, con un efecto macroeconómico prácticamente neutral sobre los saldos líquidos del sistema. Para un detalle completo de las medidas de la Fase 2, véase BCRA (2024), "El BCRA inauguró un nuevo marco monetario", disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/noticias/el-bcra-inauguro-un-marco-monetario-orientado-a-consolidar-la-estabilidad-de-precios/>



## 2.2. El blanqueo de capitales: un respiro por única vez

En paralelo con esta fase, se impulsó un programa de blanqueo de capitales (Ley 27.743, reglamentado en julio de 2024), que generó un ingreso masivo de depósitos en dólares al sistema financiero. Sin embargo, como señala Carrera (2024), el impacto del blanqueo sobre las reservas no fue directo: los depósitos en cuentas especiales solo incrementaron las reservas brutas a través del encaje bancario. El canal efectivo hacia las reservas netas operó a través del crédito en dólares: los bancos prestaban los dólares depositados a empresas, que los liquidaban en el mercado oficial a cambio de pesos, permitiendo al BCRA comprarlos y engrosar sus tenencias. Este mecanismo, según Cantamutto, Schorr y Wainer (2025), fue vital para sostener la acumulación de reservas durante el segundo semestre de 2024 — solo entre octubre y noviembre las divisas canalizadas por esta vía aportaron USD 6.061 millones a la cuenta financiera. No obstante, como señalan estos autores, se trató de una fuente acotada en el tiempo —un stock por única vez—, por lo que el Gobierno requirió de nuevas fuentes de divisas para sostener el equilibrio externo.

Una vez más, la presión cedió en el corto plazo: los dólares paralelos iniciaron una fase descendente que los condujo a valores de entre \$1.000 y \$1.100 hacia diciembre de 2024. En efecto, como señalan Vanoli y Gobbo (2025), el blanqueo significó un respiro que permitió cerrar 2024 con una primavera cambiaria.

## 2.3. El acuerdo con el FMI: reservas *ad hoc*

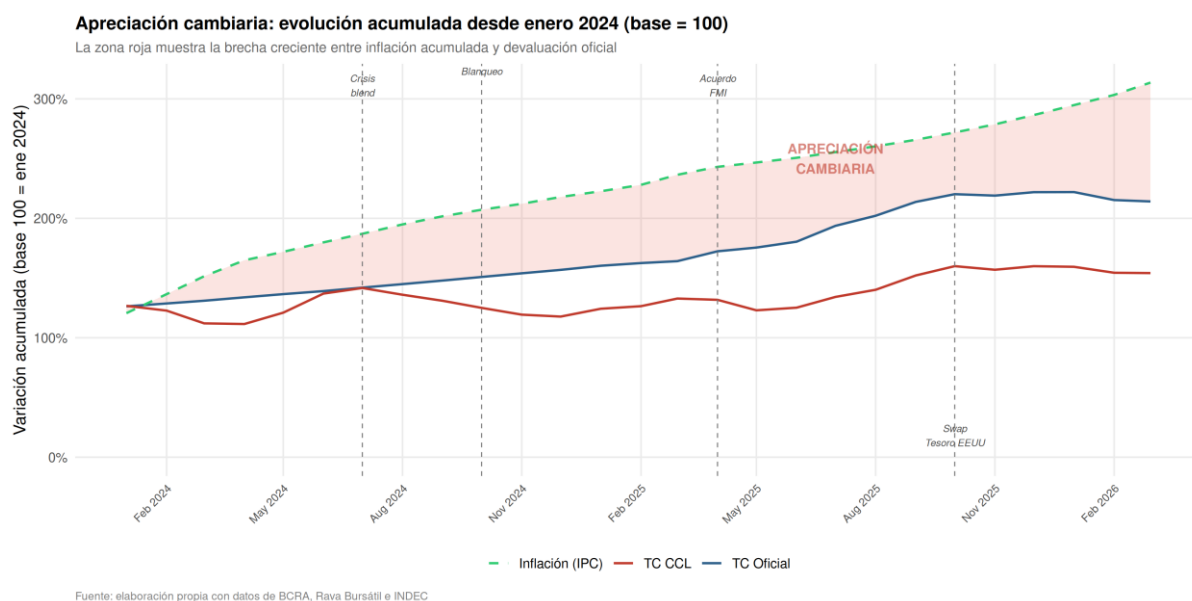
Hacia finales de 2024, más allá de la calma aparente en los tipos de cambio paralelos, dos señales de alerta flotaban en la superficie.

Una de ellas era la inflación, que se encontró por encima del ritmo devaluatorio del *crawling peg* del 2% mensual a lo largo de todo 2024 (Vanoli y Gobbo, 2025). Aunque en descenso (del 25,5% en diciembre de 2023 al 2,7% en diciembre de 2024), el efecto acumulado fue contundente: mientras la inflación acumulada desde enero de 2024 superó el 200%, el tipo de cambio oficial apenas se desplazó un 50% en el mismo periodo. En otras palabras, los precios internos subieron cuatro veces más que el dólar oficial, produciendo una apreciación del tipo de cambio real del 40%. De este modo, la brecha entre el dólar oficial y los paralelos dejó de ser la preocupación central para pasar a serlo una divergencia más insidiosa: la que separaba la trayectoria del nivel general de precios de la economía de la trayectoria del tipo de cambio oficial. Para este segundo periodo, dicha brecha constituyó la medida del apreciación cambiaria.

Al mismo tiempo, la dificultad del BCRA para acumular reservas genuinas se acentuaba. Vanoli y Gobbo (2025) identifican dos factores que retroalimentaban este problema: por un lado, la pérdida de competitividad por apreciación cambiaria debilitaba los ingresos de divisas comerciales (fomentando las importaciones por sobre las exportaciones); por otro, la



percepción de que el tipo de cambio estaba artificialmente bajo incentivaba la compra de dólares por parte de agentes que anticipaban una corrección, acelerando el drenaje de reservas.



Hacia abril de 2025, la brecha cambiaria se había recompuesto al 22%: el CCL cotizaba por encima de los \$1.300 mientras el oficial oscilaba en torno a los \$1.100. La presión logró descomprimirse mediante un nuevo acuerdo con el FMI bajo la modalidad de *Extended Fund Facility*, que incluyó un desembolso inicial de USD 12.000 millones (Vanoli y Gobbo, 2025). El acuerdo vino acompañado de un cambio de régimen cambiario: se abandonó el *crawling peg*, se implementaron bandas de flotación entre \$1.000 y \$1.400 con ajuste de  $\pm 1\%$  mensual, se eliminó el esquema de *dólar blend* y se levantaron los controles cambiarios para personas físicas (Cavallo, 2025; Vanoli y Gobbo, 2025). La combinación del desembolso —que recompuso las reservas brutas del BCRA— con la eliminación del *blend* —que redirigió el 100% de las exportaciones al mercado oficial, aumentando la oferta de divisas— comprimió la brecha de forma inmediata: el CCL y los paralelos convergieron hacia el oficial, oscilando en torno a los \$1.250-\$1.300 hasta julio de 2025.

#### 2.4. El último salvavidas: Bessent al rescate

El acuerdo con el FMI de abril de 2025 había logrado descomprimir la presión cambiaria y disminuir la brecha al 2%. Sin embargo, la eliminación del control cambiario para personas físicas desató una dolarización masiva. Según Pedrazzoli (2026), entre abril y diciembre de 2025 los residentes compraron un récord de USD 32.340 millones en concepto de atesoramiento, al mismo tiempo que el déficit de la cuenta de servicios alcanzó un máximo histórico de USD 10.978 millones (impulsado por el turismo emisor y los consumos con tarjeta en el exterior) y la inversión extranjera directa fue negativa por primera vez en la historia. Los dólares del FMI, que eran deuda y no reservas reales, se estaban evaporando.



Hacia el tercer trimestre de 2025, las fragilidades acumuladas comenzaron a manifestarse. Las reservas netas permanecían en terreno negativo, la cuenta corriente era deficitaria, y el sostenimiento del *carry trade* dependía de expectativas de estabilidad cambiaria cada vez más difíciles de sostener. En este contexto de vulnerabilidad creciente, la incertidumbre política asociada al ciclo electoral —en particular, los resultados adversos para el oficialismo en las elecciones provinciales de septiembre— actuó como catalizador de una corrida cambiaria que llevó al CCL a su máximo histórico de \$1.593 en octubre, con el BCRA vendiendo más de USD 678 millones en un solo día (Página/12, 19 de septiembre de 2025). Las herramientas convencionales estaban agotadas: no había blanqueo pendiente, el acuerdo con el FMI ya se había desembolsado y no existían mecanismos domésticos disponibles para contener la presión.

La respuesta fue geopolíticamente inédita. El secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Scott Bessent, activó un *swap* de divisas por USD 20.000 millones con el BCRA e intervino directamente en el mercado cambiario argentino —vendiendo dólares a través de J.P. Morgan, Santander y Citigroup—, un salvataje de magnitudes solo comparables al de México en 1994 frente al “Efecto Tequila”. La motivación no fue otra que la explícitamente política: Washington buscaba asegurar el éxito electoral de Milei como vitrina del liberalismo en América Latina y contrapesar la influencia de China en la región. De hecho, Trump lo verbalizó: “*if he loses, we are not going to be generous with Argentina*”. La estabilidad cambiaria, así, quedó atada a la política extranjera.

### **3. Esquivando el *sudden stop***

#### **3.1. El concepto de *sudden stop* y su relevancia para economías con *restricción externa***

A partir de la década del setenta, con la caída del sistema de Bretton Woods y la consecuente desregulación financiera, numerosas economías periféricas, entre ellas la Argentina, encontraron en el ingreso de capitales financieros una vía para aliviar las tensiones del sector externo (Medeiros, 2008; Medeiros y Serrano, 2006 y Vernengo, 2005). Cuando la cuenta corriente es deficitaria, el ingreso de capitales por la cuenta financiera permite compensar ese desequilibrio sin necesidad de un ajuste inmediato del nivel de actividad.

No obstante, dicho financiamiento solo es tolerado por los mercados mientras el desequilibrio externo se mantenga en proporción estable respecto del nivel de producto. Una vez superado ese umbral, los agentes financieros tienden a interrumpir abruptamente la provisión de capital (Capraro Rodríguez, 2018 y Rodríguez Arana, 2012), y es precisamente esa interrupción abrupta lo que Calvo (1998) define como *sudden stop*: un episodio en el que la disponibilidad de financiamiento externo se corta de manera repentina.

Sturzenegger (2003) explicita que estos episodios, caracterizados por una caída violenta en la entrada de capitales, requieren un ajuste veloz del frente externo mediante la reducción de



importaciones, a fin de equilibrar los consecuentes desbalances. En un escenario de *sudden stop*, la economía enfrenta la necesidad inmediata de ajustar su nivel de gasto agregado a la reducción de la entrada de capitales (Guidotti et al., 2004). Frenkel (2004) advierte que el ajuste tradicional vía tipo de cambio tiene límites cuando las exportaciones no pueden expandirse lo suficiente o cuando las importaciones no pueden contraerse sin deteriorar la capacidad exportadora del país.

Eichengreen y Gupta (2016) distinguen dos dimensiones en los efectos de un *sudden stop*, en los planos financiero y real. En el primero, se produce la depreciación del tipo de cambio, pérdida de reservas internacionales y caída del precio de acciones locales. Adicionalmente, la devaluación genera un efecto patrimonial negativo sobre empresas endeudadas y bancos, lo que se traduce en mayor inestabilidad del sistema financiero, agravando la crisis. En el plano real, la inversión, el producto y el nivel de empleo se contraen.

Ahora bien, ¿qué origina los *sudden stops*? Guidotti et al. (2004) exploran las posibles causas del fenómeno, concluyendo que algunas tienen que ver con situaciones excepcionales —crisis políticas, guerras, inestabilidad bancaria— que en el plano económico se traducen en un corte del financiamiento externo. También se puede hacer una lectura más sistemática, en términos de determinantes de entrada y salida de flujos de capitales.

En este último sentido, la literatura distingue dos tipos de factores: los factores de empuje o *push-factors*, relacionados con variables determinadas por economías centrales — particularmente la política monetaria de Estados Unidos— ; y los factores de atracción o *pull-factors*, vinculados con las características económicas, institucionales y políticas específicas de cada economía doméstica (Bastourre y Zeolla, 2017; Koepke, 2015; Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993).

La relevancia de este marco teórico para el caso argentino es directa. Argentina es una economía con restricción externa estructural, cuya estabilidad cambiaria ha dependido, como se describió en las secciones previas, de una secuencia de ingresos de capitales extraordinarios. Esto la sitúa en una posición de elevada vulnerabilidad ante una eventual interrupción de esos flujos: las condiciones previas a un *sudden stop* —apreciación cambiaria sostenida, reservas netas negativas, déficit creciente de cuenta corriente, dependencia de financiamiento externo— están presentes.

### **3.2. Los “cortafuegos” como mecanismos de evitación del *sudden stop***

La trayectoria cambiaria descrita en las secciones anteriores puede reinterpretarse, a la luz de este marco conceptual, como una sucesión de intervenciones que evitaron la materialización de un *sudden stop* en cada instancia. Cada “cortafuegos” desactivó temporalmente el mecanismo de ajuste que la teoría predice, pero sin resolver la vulnerabilidad subyacente.



Además, la secuencia *blend* → blanqueo → FMI → Tesoro de EEUU fue profundizando la dependencia externa, en tanto los nuevos préstamos ya no alcanzaban a cubrir el costo financiero de los anteriores y la sostenibilidad del programa dependía casi exclusivamente de que los flujos de capital no se interrumpieran. En este sentido, Pedrazzoli (2026, p. 5) afirma que existe una "dependencia del endeudamiento externo como sostén central de la estabilidad cambiaria". En términos minskianos, el esquema profundizó la fragilidad financiera heredada, desplazándose hacia posiciones crecientemente especulativas en las que cada cortafuegos requería un endeudamiento mayor para sostener los compromisos asumidos por los anteriores. Al contrario de plantear una salida por medio de un plan económico integral, estas medidas constituyeron un esquema financiero pensado solo para ganar tiempo (Vanoli y Gobbo, 2025).

### **3.3. El riesgo latente: las *midterms* estadounidenses como *push-factor* de un *sudden stop***

Argentina es una economía cuya estabilidad cambiaria ha dependido históricamente de variables externas —precios de commodities, condiciones financieras internacionales, disponibilidad de crédito multilateral— tanto o más que de las políticas domésticas. En particular, la entrada de capitales y el financiamiento externo han operado recurrentemente como factores determinantes (*push factors*) de los ciclos de estabilidad y crisis desde 1980. El salvataje de octubre de 2025 se inscribe en esta tradición, aunque con una forma inédita. En 2018, bajo circunstancias comparables, y bajo la administración trumpista, se viabilizó el acuerdo *stand-by* con el FMI por USD 57.000 millones para el gobierno de Macri, el mayor préstamo en la historia del organismo hasta ese momento. El patrón se repitió en 2025 con motivaciones análogas, pero lo que distingue al episodio reciente es que ya no se trató de presionar al FMI para que aprobara un préstamo institucional, sino de una intervención directa del Tesoro estadounidense en el mercado cambiario argentino, sin mediación multilateral. La estabilidad cambiaria, así, quedó atada a una decisión política discrecional de la Casa Blanca, sin los filtros técnicos del FMI.

En este sentido, las elecciones de medio término en Estados Unidos, previstas para noviembre de 2026, introducen un riesgo concreto para la continuidad del esquema. El patrón histórico indica que en 18 de las últimas 20 elecciones de medio término, el partido del presidente perdió escaños en la Cámara de Representantes, y los republicanos operan actualmente con una mayoría ajustada. Un eventual cambio en la composición del Congreso estadounidense constituiría un riesgo político exógeno con potencial de impacto directo sobre la estabilidad financiera argentina, en tanto podría debilitar o interrumpir el respaldo que ha sostenido el programa cambiario.

Retomando el marco teórico de los *push* y *pull-factors*, un cambio adverso en la configuración política estadounidense operaría como un *push-factor* negativo específico para Argentina. No porque modifique la tasa de interés de la Reserva Federal ni las condiciones financieras internacionales en general, sino porque alteraría un factor particular —el respaldo



geopolítico— que se ha convertido en un determinante central de la confianza de los agentes en la sostenibilidad del esquema cambiario argentino. En la taxonomía de Guidotti *et al.* (2004), las crisis políticas figuran explícitamente entre las causas de los *sudden stops*; lo singular del caso bajo estudio es que la crisis política relevante no sería doméstica, sino la de su principal aliado externo.

El *sudden stop*, entonces, podría materializarse en razón de un evento político sobre el cual Argentina carece absolutamente de control. La fragilidad no es un defecto coyuntural del programa: es una característica inherente al esquema de estabilización.

## Bibliografía

Bastourre, D. y Zeolla, N. (2017). Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo. *Publicación de Naciones Unidas – CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas*.

BCRA (2024). El BCRA inauguró un nuevo marco monetario orientado a consolidar la estabilidad de precios. Comunicado institucional, Banco Central de la República Argentina. <https://www.bcra.gob.ar/noticias/el-bcra-inauguro-un-marco-monetario-orientado-a-consolidar-la-estabilidad-de-precios/>

Calvo, G. (1998). Capital flow and capital-market crisis: the simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, 1(1), pp. 35-54.

Calvo, G. A., Leiderman, L. y Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 40(1), pp. 108-151.

Cantamutto, F. J., Schorr, M. y Wainer, A. (2025). La Argentina de Milei: financiarización y mandato exportador. *Ola Financiera*, 18(51), 40–58.

Capraro Rodríguez, S. (2017). La Ley de Thirlwall: Teoría y evidencia empírica. Los casos de México y Argentina en el periodo 1960-2014. *Revista Teuken Bidikay*, 8(11), pp. 99-118.

Cavallo, D. (2024). El cepo financiero y cambiario facilita la refinanciación de la deuda en pesos, pero dificulta la refinanciación de la deuda en dólares. *Blog personal del autor*. <https://www.cavallo.com.ar/el-cepo-financiero-y-cambiario-facilita-la-refinanciacion-de-la-deuda-en-pesos-pero-dificulta-la-refinanciacion-de-la-deuda-en-dolares/>

Cavallo, D. (2025). Comprar reservas, aunque el tipo de cambio oficial no se ubique por debajo de 1000, ayudará a sostener la desinflación. *Blog personal del autor*. <https://www.cavallo.com.ar/comprar-reservas-aunque-el-tipo-de-cambio-oficial-no-se-ubique-por-debajo-de-1000-ayudara-a-sostener-la-desinflacion/>



Eichengreen, B. y Gupta, P. (2016). Managing Sudden Stops. *Policy Research Working Paper 7639*, World Bank Group.

Frenkel, R. (2004). Del auge de los flujos de capital a las trampas financieras. En Ocampo, J.A. (Ed.), *El desarrollo económico de los albores del siglo XXI* (pp. 151-171). Bogotá: CEPAL/Alfaomega.

Guidotti, P., Sturzenegger, F. y Villar, A. (2004). On the Consequences of Sudden Stops. *Economía*, 4(2), pp. 171-214.

Koepke, R. (2015). What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, 33(2), pp. 516–540.

Malic, E. (2026). Algunas lecciones sobre política monetaria y el gobierno libertario de Javier Milei. Documento de Trabajo N° 12, Departamento de Economía Política, Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini.

Medeiros, C. (2008). Financial dependency and growth cycles in Latin American countries. *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(1), pp. 79-99.

Medeiros, C. y Serrano, F. (2006). Capital Flows to Emerging Markets: a Critical View Based on the Brazilian Experience. En Vernengo, M. (Ed.), *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

Médici, F. (2020). Financial instability in peripheral economies: an approach from the balance of-payments constraint. *Journal of Post Keynesian Economics*. <https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1811126>

Página/12 (19 de septiembre de 2025). El Banco Central quema reservas: vendió US\$678 millones para frenar la suba del dólar. <https://www.pagina12.com.ar/859263-el-central-quema-reservas-vendio-678-millones-de-dolares-par/>

Pedrazzoli, M. (2026). Análisis del Balance Cambiario en Argentina 2025. *Documento de Trabajo N° 11*, Departamento de Economía Política, Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini.

Rodríguez Arana, A. (2012). Ley de Thirlwall y tipo de cambio: un análisis empírico para la economía mexicana. *Investigación Económica*.

Sturzenegger, F. (2003). ¿Por qué crecen menos los regímenes de tipo de cambio fijo? El efecto de los sudden stops. *Cuadernos de Economía*, 40(121), pp. 646-655.

Vanoli, A. y Gobbo, L. (2025). La política económica del gobierno de Milei: Un plan financiero de especulación, endeudamiento, ajuste y desigualdad. *Ola Financiera*, 18(51), 1–19. <https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2025.51.93650>



Vernengo, M. (2005). Technology, Finance, and Dependency: Latin American Radical Political Economy in Retrospect. *Review of Radical Political Economics*, 38, pp. 551-568.

Zeolla, N. y Médici, F. (2022). Deregulation, foreign debt and balance of Payments Financial Fragility: A Minskian Approach to Understanding the Crisis in Argentina During 2018-2019. *Ensayos Económicos*, 32(60), junio 2022.