

**ENDEUDAMIENTO EXTERNO MASIVO PARA PAGAR DEUDA,  
PARA SOSTENER TURISMO Y COMPRAS AL EXTERIOR,  
Y PARA FINANCIAR UNA FUGA HISTÓRICA DE CAPITALES-  
LAS EMPRESAS LOGRARON “FILTRAR” EL CEPO?**

**UN ANALISIS DEL DESEMPEÑO DEL BALANCE CAMBIARIO DEL BCRA<sup>1</sup>**

Agosto 2025 y Período Enero-Agosto 2025

**Lic. Sangiorgio Alejandro – 24/10/2025**

1. Agosto 2025<sup>2</sup>

En agosto 2025, las reservas brutas internacionales del BCRA anotaron una suba de U\$S 1.120 millones, finalizando el mes en un nivel de U\$S 39.986 millones. Es importante destacar desde el principio que el origen de ese aumento de las reservas brutas de la autoridad monetaria no provino de fuentes genuinas, en tanto se explicó por el saldo positivo de la cuenta financiera de U\$S 1.702 millones (un resultado esencialmente determinado por el desembolso del FMI por U\$S 2.703 millones), a lo que se sumó el ajuste por efecto valuación por U\$S 477 millones (i.e. el aumento en dólares estadounidenses de los activos que componen las reservas), y el leve saldo positivo de U\$S 75 millones de la cuenta capital, mientras que la cuenta corriente mostró un resultado deficitario de U\$S 1.133 millones.

Cabe recordar que en agosto 2024, el BCRA sólo había logrado acumular un exiguo monto de reservas de U\$S 317 millones, producto de un saldo positivo de la cuenta financiera de U\$S 1.051 millones y ajustes por efecto valuación de U\$S 543 millones, unos saldos positivos que financiaron las salidas de la cuenta corriente por U\$S 1.269 millones. En agosto 2024, la cuenta corriente había arrojado un resultado deficitario por tercer mes consecutivo, luego de siete meses de haber anotado saldos positivos, esto es, no se verificó un "rojo" en esta cuenta entre octubre 2023 y mayo 2024. Uno de los factores que contribuyó al cambio de signo de la cuenta corriente fue la notable reducción de la balanza de Bienes, como consecuencia tanto de los menores ingresos de divisas por exportaciones y el inicio de la normalización en el acceso al mercado de cambios para importadores (durante los primeros meses de la gestión Milei los pagos de importaciones permanecieron profundamente "pisados"). A su vez, el menor saldo favorable en Bienes fue contrarrestado por pagos netos de intereses vía la cuenta ingreso primario, una balanza de servicios negativa ya influenciada por el atraso cambiario, y un egreso neto por giro de utilidades y dividendos. Por otra parte, la cuenta financiera había computado un ingreso positivo de divisas, por tercera vez entre enero y agosto 2024, explicado por líneas de crédito y préstamos financieros, por préstamos de otros Organismos internacionales, y por diversas operaciones de cambio incluidas en "Otros movimientos netos", que contribuyeron a que las reservas anotaran un saldo positivo pero poco significativo en ese mes.

---

<sup>1</sup> Cabe notar brevemente las principales diferencias entre el Balance de pagos y el Balance cambiario. El Balance de pagos que elabora el Indec, considera las transacciones con el exterior poniendo énfasis en la residencia de las partes intervinientes, y comprende un conjunto más amplio, ya que incluye aquellas operaciones con no residentes que no se cursan por el mercado cambiario o a través del BCRA. En tanto, el Balance cambiario considera la compra-venta de billetes y divisas en moneda extranjera registrada en el mercado de cambios y las transferencias en moneda extranjera de la autoridad monetaria independientemente de la residencia de las partes. Además, al momento de la registración, mientras el Balance cambiario utiliza base caja, el Balance de pagos emplea base devengado.

<sup>2</sup> En virtud de los relevantes cambios normativos que en el 2025 afectaron el desempeño de diferentes variables reales y financieras, tanto de los conceptos que forman parte de la cuenta corriente como la cuenta financiera del balance cambiario, luego existen algunas dificultades estadísticas para realizar una comparación interanual válida de los datos mencionados. Esto significa que cualquier cálculo esbozado en este apunte debería tomarse más bien en el sentido de brindar alguna dirección u orden general de magnitud, antes que un ajustado y exacto cálculo de variaciones absolutas o relativas entre diferentes variables de interés. Por poner algunos ejemplo, en el año 2024, regía el esquema "dólar blend", que implicaba que un 20% de los cobros de exportaciones de bienes y servicios eran liquidados en el mercado de valores; asimismo se agudizó la vigencia del cepo cambiario en el caso de las importaciones, ya que desde diciembre 2023 se aplicó un esquema especial que entrañó un rigurosos diferimiento en los pagos frente a lo efectivamente devengado; también continuaban operando las restricciones cambiarias a las personas humanas, quienes podían sólo comprar moneda extranjera en el mercado de cambios y en el mercado de valores con límites de monto o destino. En tanto, desde abril 2025, se tiene que el gobierno nacional eliminó el "dólar blend"; por otro lado, desde junio 2024 se comenzó a normalizar el esquema de pagos de importaciones; y por último, se eliminaron las restricciones cambiarias a las personas humanas, pudiendo ahora éstas comprar moneda extranjera en el mercado de cambios sin límites de monto o destino.

## Variación contable de Reservas internacionales brutas del BCRA

Período diciembre 2023 a agosto 2025 - En millones U\$S

Período	Cuenta Corriente	Cuenta Capital	Cuenta Financiera	Ajuste por tipo de pase y valuación	Var. Contable Res. Int. BCRA
dic-23	2.962	0	-1.525	122	1.560
ene-24	2.344	20	2.370	-166	4.568
feb-24	1.575	13	-2.487	-52	-951
mar-24	1.804	4	-1.565	194	437
abr-24	2.277	-1	-2.012	188	451
may-24	1.161	11	-155	69	1.085
jun-24	-223	3	634	-55	358
Jul-24	-1.668	11	-1.045	82	-2.620
ago-24	-1.269	-8	1.051	543	317
set-24	-700	-3	661	496	454
oct-24	-1.581	10	3.128	-111	1.446
nov-24	-911	2	2.973	-468	1.596
dic-24	-1.114	6	777	-244	-574
ene-25	-1.292	5	-539	495	-1.331
feb-25	-1.231	22	974	43	-192
mar-25	-1.674	-1	-1.892	436	-3.131
abr-25	-459	7	14.003	391	13.942
may-25	-149	7	-2.054	187	-2.009
jun-25	2.158	13	745	137	3.053
Jul-25	1.374	29	-2.434	-75	-1.107
ago-25	-1.133	75	1.702	477	1.120
Ene-ago 2024	6.001	53	-3.210	802	3.646
Ene-ago 2025	-2.406	157	10.505	2.090	10.346
abr- 25 (sin FMI)	-459	7	1.607	391	1.546
jun-25 (sin liq. ant. X, ni Repo)	744	13	-1.255	137	-361
Jul-25 (sin liq. ant. X)	-1.043	29	-2.434	-75	-3.523
ago- 25 (sin FMI)	-1.133	75	-371	477	-952
Ene-ago 25 (sin liq. ant. X, sin FMI, sin Repo)	-2.406	157	-3.964	2.090	-4.122
	-6.237	157	-5.964	2.090	-9.953

Fuente: Elaboración propia en base a Nuevo anexo estadístico, Balance cambiario y mercado de cambios, BCRA, agosto 2025.

## Cuenta Corriente, Cuenta Capital, y Cuenta Financiera BCRA

Agosto 2024 y 2025- En millones U\$S

Concepto	Agosto		Concepto	Agosto	
	2024	2025		2024	2025
CUENTA CORRIENTE	-1.269	-1.133	CUENTA CAPITAL	3	13
Bienes	576	845	CUENTA FINANCIERA	634	745
Cobros de exportaciones	5.600	6.601	Inversión directa de no residentes	74	154
Cereales y oleaginosas	2.217	2.132	Inversión de portafolio de no residentes	-3	-205
Resto sector Real sin Cer. y Oleag.	3.383	4.469	Prést. financ., tít. deuda y líneas de crédito	-136	1.360
Pagos de importaciones	5.024	5.755	Operaciones con el FMI	791	0
Servicios	-614	-840	Prést. de otros Org. Intern. y Bilaterales	-168	2.210
Viajes, pasajes y otras compras con tarjeta	-571	-820	FAE Sector priv. no financiero	133	-4.051
Servicios empr., profes. y técnicos	242	295	Operaciones de canje por transf. con exterior	-388	690
Fletes y seguros	-79	-141	FAE Sector financiero	-219	-1.275
Otros servicios	-206	-174	FAE Sector público	-1	-32
Ingreso primario	-1.243	-1.164	Compra-venta títulos valores	-16	-43
Intereses	-1.233	-1.150	Otras operaciones sec. pub. nacional (neto)	-33	1.161
Ingresos	18	81	Otros movimientos netos	599	776
Egresos	1.251	1.231			
FMI	785	783			
Otros Org. Intern. y Bilaterales	95	71			
Otros pagos	371	377			
Otros pagos de Gob. nacional	0	0			
Utilidades, dividendos y otras rentas	-11	-14			
Ingresos	5	5			
Egresos	16	19			
Ingreso secundario	13	26			

Fuente: Elaboración propia en base a Nuevo anexo estadístico, Balance cambiario y mercado de cambios, BCRA, agosto 2025

En agosto 2025, la cuenta corriente cambiaria arrojó un déficit de U\$S 1.133 millones, volviendo a anotar un resultado negativo, luego de dos meses en que esta cuenta había registrado importantes saldos positivos, originados en algunos desarrollos especiales verificados en la cuenta Bienes en los meses de junio y julio (i.e. vencimiento de la reducción transitoria de retenciones sobre la cosecha gruesa a fines de junio- Decreto 38/25), lo cual permitía advertir que el resultado positivo de la cuenta corriente en ambos meses era un fenómeno transitorio, y no representaba una mejora permanente o estructural. Al respecto, cabe recordar que la significativa performance positiva de la cuenta corriente de junio por U\$S 2.158 millones había roto una racha de doce meses consecutivos en rojo (entre junio 2024 y mayo 2025 se había acumulado un rojo de U\$S 12.271 millones). Por otro lado, se tiene que el resultado deficitario de la cuenta corriente en agosto se explicó por los egresos netos en las cuentas “Ingreso primario” (i.e. intereses + utilidades y dividendos) y en “Servicios” por U\$S 1.164 millones y U\$S 840 millones, respectivamente, parcialmente compensados por los ingresos netos en las cuentas “Bienes” e “Ingreso secundario” por U\$S 845 millones y U\$S 26 millones, respectivamente.

El rubro Bienes computó un saldo superavitario de U\$S 845 millones en agosto 2025, el cual si bien fue un 47% superior respecto a aquel obtenido en el mismo mes del 2024, por otra parte, equivalió a poco más de la mitad del balance promedio positivo de Bienes de abril y mayo de 2025, mientras que sólo representó menos de la cuarta parte del saldo promedio positivo de Bienes de junio-julio. Los ingresos netos de Bienes por U\$S 845 millones es producto del cobro de exportaciones por U\$S 6.601 millones (U\$S 2.132 millones por el complejo Cereales y oleaginosas, y U\$S 4.469 millones por Resto sector real), parcialmente compensadas por pagos de importaciones por U\$S 5.755 millones. En relación a agosto 2024, cuando las ventas externas sumaron U\$S 5.600 millones, las exportaciones aumentaron un 18%, mientras que experimentaron una merma del 35% respecto a julio 2025 (U\$S 10.175 millones). No obstante, cabe apuntar que el “salto exportador” de los meses de junio y julio escondió un fenómeno excepcional. En efecto, el monto de exportaciones de esos meses “estuvo inflado” por cobros anticipados de exportaciones realizados por el sector agroindustrial ante el vencimiento de la reducción transitoria de retenciones sobre la cosecha gruesa a fines de junio (Decreto 38/25). En particular, se advierte que el monto de cobro anticipado de exportaciones en junio más que duplicó (U\$S 2.628 millones) y casi triplicó en julio (U\$S 3.685 millones) al monto promedio liquidado por este concepto entre enero y mayo 2025 (U\$S 1.268 millones). En suma, el fin de la baja transitoria de retenciones redundó claramente en un adelantamiento de las liquidaciones de exportaciones del complejo agroindustrial en junio y julio, lo cual permite anticipar una desaceleración de la performance de las exportaciones en los últimos meses del año, así como también esperar a priori una repercusión negativa de ese menor desempeño exportador sobre el perfil de los futuros saldos de cuenta corriente<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> La postal actual del agro argentino está lejos del “relato” de un sector vigoroso en la frontera tecnológica en renovado ascenso. Las exportaciones de granos aportan divisas cruciales para la economía, pero es necesario separar la situación de las grandes cerealeras exportadoras multinacionales respecto del núcleo productivo del ecosistema agrícola, el cual atraviesa una profunda crisis estructural, que combina márgenes de rentabilidad cada vez más ajustados, caída del financiamiento, sobreendeudamiento, y cambios en el modelo productivo. En este último ámbito, cabe notar que se asiste en especial a un cambio drástico en el paradigma productivo. El auge del “modelo financiero” con insumos en canje, siembras apalancadas, y financiamiento barato quedó atrás. Hoy en día, prima más bien, un “esquema defensivo y conservador”, con productores que ajustan dosis, compran menos insumos, alquilan menos hectáreas, y postergan inversiones. En un contexto de precios internacionales deprimidos, presión fiscal y alto costo local, las perspectivas del sector no lucen muy alentadoras, incluso luego del anuncio de la rebaja permanente de retenciones por el presidente Milei en la Sociedad Rural a fines de julio (un recorte del 20% para la cadena de granos y del 26% para la cadena cárnica). Lo cierto es que el colapso simultáneo de firmas emblemáticas, el retroceso de inversiones, y el ajuste operativo son síntomas de un cambio más profundo. El modelo que durante años combinó expansión, innovación, y acceso a financiamiento barato entró en crisis. Las empresas de alimentos enfrentan la caída del consumo interno, mientras que las compañías del agro ajustan su estructura frente a precios internacionales que están lejos de los máximos históricos. En suma, se trata de un cambio estructural: el sector dejó atrás el “boom de insumos”, y se dirige hacia un esquema de supervivencia, con menos escala, y mayor riesgo e incertidumbre. La no tan silenciosa reconfiguración del agro argentino ya está en marcha, y los costos comenzaron a impactar mucho más allá del campo. Un capítulo más de esta compleja situación se puso de manifiesto luego del “negocio expres” del esquema de retenciones cero impulsado por el gobierno nacional, que terminó en un negocio millonario para un puñado de exportadoras, abriendo un nuevo foco de conflicto con los productores agropecuarios. La decisión oficial habilitó a las cerealeras a exportar hasta U\$S 7.000 millones sin pagar retenciones, pero en solo tres días once cerealeras multinacionales acumularon ganancias por U\$S1.500 millones, mientras los productores agropecuarios quedaron afuera del beneficio.

Por otro lado, el rubro Servicios registró un déficit de U\$S 840 millones en agosto, el cual si bien fue un 10% inferior al del mes anterior, sin embargo resultó un 37% superior al saldo negativo de este rubro en agosto 2024 (U\$S -614 millones). Dicho déficit se explicó por los egresos netos en concepto de “Viajes, pasajes, y otras compras en el exterior con tarjeta” (U\$S 820 millones)<sup>4</sup>, “Otros servicios” (U\$S 174 millones), Fletes y seguros (U\$S 141 millones), parcialmente compensados por los ingresos netos en concepto de “Servicios empresariales profesionales y técnicos” por U\$S295 millones.

En tanto, las operaciones del rubro Ingreso primario representaron una salida neta de U\$S 1.164 millones en agosto, explicada por pagos netos de intereses por U\$S 1.150 millones, y en menor medida, egresos netos de utilidades, dividendos y otras rentas por U\$S 14 millones. Aquí cabe advertir que el “Gobierno General + BCRA” realizó cancelaciones netas de intereses por U\$S 1.043 millones. Por su parte, el sector privado realizó cancelaciones netas de intereses por U\$S 107 millones. En tanto, las operaciones por el rubro Ingreso secundario representaron un superávit de U\$S 26 millones, mientras que la cuenta capital registró ingresos netos por U\$S 75 millones.

Por otra parte, se tiene que la cuenta financiera resultó superavitaria por U\$S 1.702 millones en agosto 2025, revirtiendo el significativo registro deficitario del mes anterior de julio (-U\$S 2.434 millones), y computando un saldo positivo que resultó un 62% superior al superávit de la cuenta financiera de agosto 2024. El saldo superavitario de la cuenta financiera de agosto 2025 se explicó esencialmente por el desembolso bruto del FMI por U\$S 2.073 millones, por ingresos netos por Préstamos financieros y líneas de crédito por U\$S 1.708 millones, por Operaciones de canje por transferencias al exterior por U\$S 912 millones<sup>5</sup>, y Formación de activos externos del sector financiero (PGC) por U\$S 576 millones<sup>6</sup>, parcialmente contrarrestado por las performances negativas de la cuenta Formación de activos externos (FAE) del sector privado no financiero o “fuga de capitales”(ahora denominada por el BCRA como “Compra-venta de billetes y divisas sin fines específicos”) por U\$S 3.188 millones, y Otros movimientos netos por U\$S 620 millones.

Cabe notar que en agosto 2025 los egresos netos por Formación de activos externos del sector privado no financiero (FAE-SPNF) por U\$S 3.188 millones correspondieron a compras netas de billetes por U\$S 1.597 millones y egresos netos en concepto de divisas por U\$S 1.591 millones. Es dable apuntar que el grueso de estas operaciones no quedó en el sistema financiero porque los depósitos en dólares del sector privado exhibieron una merma de U\$S 316 millones en ese mes,

<sup>4</sup> Es dable notar que en julio 2025, el BCRA introdujo algunas modificaciones metodológicas que afectaron tanto la denominación como la imputación de algunos conceptos incluidos en la vieja cuenta “Viajes, pasajes y otros pagos con tarjeta”. En primer lugar, la cuenta pasó a denominarse “Consumo de bienes pagados con tarjeta, viajes y pasajes”. En segundo lugar, se introdujeron dos cambios que en principio buscaron discriminar con mayor exactitud la composición de los gastos realizados con tarjetas. Por un lado, se introdujo una apertura de los consumos pagados con tarjetas, diferenciando entre aquellos desembolsos vinculados a servicios digitales a proveedores del exterior/desde el exterior a proveedores locales (los cuales desde ese mes se incluyeron dentro de la cuenta “Otros servicios”) y otros consumos de bienes y servicios abonados con tarjeta. Por otro lado, dentro de estos otros consumos pagados con tarjeta, se persiguió también identificar los pagos por bienes despachados mediante servicios postales, los cuales según el criterio del BCRA, no estarían directamente asociados a viajes. Si bien en principio se comparte el objetivo declarado por la autoridad monetaria de mejorar la exposición de las estadísticas e identificar los destinos de los pagos con tarjeta (i.e. pagos por viajes, pagos por consumos internacionales despachados mediante servicios postales, y pagos por servicios digitales) lo cierto es que la reasignación de algunos de estos conceptos ahora identificados dentro de otras cuentas del rubro Servicios (pagos por servicios digitales), como el ímpetu con el que se pretenden depurar los movimientos de los pagos con tarjeta para delimitar con exactitud los gastos estrictamente asociados con viajes, permite intelijer que el interés de la gestión libertaria reside más bien, en última instancia, en “acotar” o “restringir” la performance adversa de la cuenta original en la dinámica crecientemente negativa que vino mostrando el rubro Servicios (es posible advertir que los “reagrupamientos” y “depuraciones” de los pagos con tarjetas terminan por cercenar el 21% de los egresos brutos de la cuenta original de Viajes, pasajes, y otros pagos con tarjetas) sin dimensionar tampoco el perjuicio que la alteración metodológica genera al momento de afectar la disponibilidad de una serie homogénea que permita efectuar comparaciones estadísticas consistentes en el tiempo. En este sentido, es importante resaltar que en este apunte se optó por conservar y mantener la apertura y alcance original de la cuenta “Viajes, pasajes, y otros pagos con tarjetas” de manera de poder sostener comparaciones intertemporales válidas en sentido estadístico, y al mismo tiempo, no subestimar la magnitud e impacto de conceptos que de alguna forma ya se imputaban en la cuenta original, y que ahora se reasignaron dentro de otras cuentas del rubro Servicios.

<sup>5</sup> Respecto a estos últimos, se explican principalmente como la contrapartida de transferencias de depósitos locales en moneda extranjera de residentes a cuentas propias en el exterior.

<sup>6</sup> La misma comprende a la totalidad de los activos externos líquidos de entidades financieras y casas de cambio (i.e. monedas y billetes en moneda extranjera, disponibilidades en oro, saldos acreedores de corresponsalía, otros depósitos a la vista en entidades financieras del exterior, inversiones en títulos públicos externos, y certificados de depósito), netos de los saldos deudores de corresponsalía originados en la operatoria del mercado de cambios. También quedan comprendidas las compras y ventas concertadas en el mercado de cambios y que están pendientes de liquidación.

de manera que más dólares salieron del sistema y se fueron al colchón o a cuentas en el exterior. El desempeño de este rubro en agosto merece efectuar dos observaciones especiales. Por un lado, se tiene que los egresos netos por Formación de activos externos netos del sector privado no financiero contabilizaron una caída de 41% respecto del mes anterior (i.e. las compras netas de billetes exhibieron una disminución de 43%, mientras las compras netas de divisas anotaron una retracción del 39%), lo cual se explica a partir del hecho de que la formación de activos externos netos en julio había alcanzado un pico muy elevado por un efecto estacional, relacionado con el cobro del aguinaldo y las vacaciones de invierno, dos hechos que impulsaron las compras de dólares en el mes anterior. Por otro lado, debe apuntarse como dato relevante que si se suma la salida neta entre abril y agosto, la Formación de activos externos del SPNF (i.e. la fuga de capitales) totalizó un monto de U\$S 17.919 millones tras la apertura del cepo para personas, el cual equivalió a 1,2 veces los U\$S 14.469 millones que ingresaron al país por los desembolsos del acuerdo EFF que firmó la gestión Milei vía DNU con el FMI, o alternativamente esa magnitud neta de FAE entre abril y agosto 2025 representó 3,3 veces los ingresos netos por préstamos de Otros organismos internacionales entre enero y agosto (U\$S 5.343 millones).

### Formación Activos Externos Netos del Sector Privado No Financiero

Períodos Enero-agosto 2024 y 2025- En millones de U\$S

Período	FORMACION ACTIVOS EXTERNOS -Sector Privado no Financiero											
	Billetes			Divisas						Total Billetes +		
				Inversiones directas en el exterior			Otras inversiones en el exterior			Subt. Divisas		Divisas
	ingresos	egresos	entas/compra	ingresos	egresos	entas/compra	ingresos	egresos	entas/compra	entas/compra	entas/compra	ventas/compras
			netas			netas			netas	netas	netas	netas
ene-24	44	-21	23	1	0	1	107	-153	-46	-45	-45	-22
feb-24	72	-15	57	0	0	0	116	-78	38	38	38	95
mar-24	56	-11	45	0	0	0	160	-67	93	93	93	138
abr-24	85	-10	75	1	0	1	173	-118	55	56	56	131
may-24	71	-10	61	1	0	1	136	-105	31	32	32	93
jun-24	92	-10	82	1	0	1	108	-57	51	52	52	134
Jul-24	89	-18	71	1	0	1	161	-70	91	92	92	163
ago-24	50	-16	34	1	0	1	490	-78	412	413	413	447
Ene-agosto 24	559	-111	448	6	0	6	1.451	-726	725	731	731	1.179
ene-25	127	-10	117	1	-4	-3	174	-159	15	12	12	129
feb-25	176	-7	169	2	0	2	207	-140	67	69	69	238
mar-25	89	-7	82	1	-5	-4	191	-107	84	81	81	163
abr-25	227	-2.077	-1.850	1	0	1	264	-436	-172	-171	-171	-2.021
may-25	536	-2.283	-1.747	2	0	2	204	-1.685	-1.481	-1.479	-1.479	-3.226
jun-25	572	-2.436	-1.864	3	0	3	307	-2.496	-2.189	-2.187	-2.187	-4.051
Jul-25	644	-3.456	-2.812	2	-21	-19	399	-3.000	-2.601	-2.621	-2.621	-5.433
ago-25	851	-2.448	-1.597	6	0	6	283	-1.880	-1.597	-1.591	-1.591	-3.188
Ene-agosto 25	3.222	-12.724	-9.502	18	-30	-12	2.029	-9.903	-7.874	-7.887	-7.887	-17.389

Fuente: Elaboración propia en base a Nuevo anexo estadístico, Balance cambiario y mercado de cambios, BCRA, agosto 2025

La flexibilización del cepo cambiario para personas humanas impulsó un aumento histórico en la compra de dólares en el mercado oficial en los últimos meses. Si bien la demanda con motivo ahorro y para turismo explicó buena parte de la demanda de divisas, un fenómeno particular nunca dejó de preocupar a diversos analistas, al menos hasta el mes de agosto pasado, en tanto podía advertirse que una buena porción (no despreciable) de las operaciones se realizaba contra cuentas en el exterior, una situación que podía estar reflejando la “elusión” de las restricciones cambiarias por parte de las empresas. Puntualmente, dentro de Divisas, llamó la atención en los últimos meses, la relevancia adquirida por los egresos del componente “Otras inversiones en el exterior”. En especial, si se tiene que en agosto hubo egresos netos por FAE por U\$S 3.188 millones, se identifica que de ese total, unos U\$S 1.880 millones fue destinado a “Otras inversiones”, esto es

el 59% de la FAE, que es la forma en la que se suelen contabilizar las ventas en el MEP o el CCL. En otras palabras, al parecer el gobierno libertario, en otro episodio de su larga cadena de errores no forzados de los últimos meses, pareció anoticiarse “de repente” que del otro lado del “rulo”, en la punta compradora de MEP o CCL, había empresas que buscaban dolarizarse a pesar de estar limitadas para hacerlo. Estas operaciones se realizaban contra cuentas del exterior las cuales les permitían a las empresas acceder a divisas a precios cercanos al dólar oficial y cancelar deudas externas, permitiendo a las empresas “filtrar” las restricciones del cepo. Cabe notar que resultaba por demás bastante paradójico el papel de la gestión económica libertaria al respecto, en tanto el propio BCRA en sus informes mensuales relacionados con la Evolución del mercado de cambios y el Balance cambiario, reconocía de alguna manera estas “maniobras” al plasmar en el informe mencionado que, por ejemplo, en agosto 2025, los importadores habrían cancelado obligaciones por importaciones por U\$S 1.260 millones a través de mercados alternativos al oficial<sup>7</sup>.

En el caso de Personas Humanas, 1,5 millones de individuos compraron dólares billetes en el sistema financiero por un total de U\$S 2.422 millones en agosto 2025, por lo que se verificó un 15% más de compradores respecto del mes anterior, los cuales adquirieron sin embargo un monto bruto de billetes casi un 30% inferior al del mes de julio (U\$S 3.408 millones). Aún así, es importante notar que la magnitud de compras brutas se mantiene elevada, con un monto muy similar al del mes de junio, de manera que el billete verde sigue siendo una opción de resguardo para gran parte de los ahorristas. En tanto, se comprueba que 840 mil personas efectuaron ventas por U\$S 562 millones, lo cual permite advertir una suba del 46% en la cantidad de vendedores en agosto respecto del mes anterior, mientras que las ventas brutas de billetes crecieron un 53% respecto de julio. Es posible apuntar que el aumento de la venta de dólares billetes en agosto podría estar estrechamente relacionada con la necesidad de muchas familias de acudir en forma creciente al ahorro para financiar las compras mensuales u otros gastos en pesos, y también para aprovechar oportunidades de inversión. Por último, es dable resaltar que si se suman las adquisiciones brutas de billetes entre abril y agosto 2025, se tiene un monto de compras brutas de U\$S 12.556 millones, luego de 4 meses y medio de la apertura del cepo para personas humanas.

### Personas Humanas- Billetes

Periodos Enero-agosto 2024 y 2025- En cantidad y en U\$S

Período	Vendedores	Ventas brutas de billetes	Compradores	Compras brutas de billetes	Ventas/compras netas de billetes
ene-24	198.000	18.000.000	138.000	-20.000.000	-2.000.000
feb-24	207.000	13.000.000	95.000	-14.000.000	-1.000.000
mar-24	201.000	13.000.000	65.000	-10.000.000	3.000.000
abr-24	208.000	14.000.000	51.000	-9.000.000	5.000.000
may-24	207.000	13.000.000	52.000	-8.000.000	5.000.000
jun-24	181.000	9.000.000	58.000	-9.000.000	0
Jul-24	177.000	11.000.000	97.000	-16.000.000	-5.000.000
ago-24	145.000	11.000.000	45.000	-8.000.000	3.000.000
Ene-agosto 24		102.000.000		-94.000.000	8.000.000
ene-25	277.000	29.000.000	44.000	-8.000.000	21.000.000
feb-25	297.000	35.000.000	36.000	-6.000.000	29.000.000
mar-25	219.000	28.000.000	34.000	-6.000.000	22.000.000
abr-25	309.000	111.000.000	1.000.000	-2.048.000.000	-1.937.000.000
may-25	524.000	308.000.000	1.000.000	-2.262.000.000	-1.954.000.000
jun-25	544.000	396.000.000	1.000.000	-2.416.000.000	-2.020.000.000
Jul-25	576.000	367.000.000	1.300.000	-3.408.000.000	-3.041.000.000
ago-25	840.000	562.000.000	1.500.000	-2.422.000.000	-1.860.000.000
Ene-agosto 25		1.836.000.000		-12.576.000.000	-10.740.000.000

Fuente: Elaboración propia en base a Nuevo anexo estadístico, Balance cambiario y mercado de cambios, BCRA, agosto 2025

<sup>7</sup> En virtud del elevado perfil que traía la demanda de divisas en los últimos meses y la intensidad finalmente “detectada” del fenómeno apuntado, el gobierno libertario se vio obligado a reinstaurar la restricción cruzada para personas físicas a fines de setiembre de 2025. La medida buscaba frenar el “rulo” cambiario, una práctica especulativa que consiste en comprar dólares a un tipo de cambio preferencial, y luego venderlos en el mercado financiero o paralelo para obtener una ganancia. Al parecer, la operación de “rulo” financiero fue tolerada por el equipo económico libertario mientras el tipo de cambio se mantuvo en flotación dentro de la banda, ya que el arbitraje solo involucraba dólares del sector privado. Pero una vez que el dólar tocó el techo de la banda, luego se encendieron las alarmas, ya que desde ese momento, el “rulo” empezó a hacerse con las divisas que abastecía el BCRA.

Es importante concluir esta sección destacando la crucial importancia que asumió un hecho excepcional en el mes de agosto, en tanto el perfil de su particular despliegue permitió una importante acumulación de reservas brutas en el mes de referencia. En este caso, el FMI remitió el desembolso de U\$S 2.073 millones tras aprobar la primera revisión del acuerdo EEF de abril 2025, destinado a robustecer las arcas del BCRA e intentar calmar la tensión cambiaria que se transitaba por ese entonces. De esta manera, el organismo internacional consolidaba el envío de U\$S 14.469 millones del programa, es decir, el 70% de los fondos acordados en abril<sup>8</sup>. Es dable notar que el FMI flexibilizó uno de los compromisos clave del acuerdo, en particular la meta de acumulación de reservas. El informe de la misión técnica (Staff report) confirmaba que el gobierno libertario no había logrado cumplir con el objetivo previsto para mediados de junio, pero decidió no penalizar el incumplimiento, y concretar no obstante el desembolso previsto, introduciendo una recalibración menos exigente de la meta de acumulación de reservas netas, así como una postergación hasta el año siguiente de la siguiente revisión del acuerdo vigente. En este caso, si se detrajera la suma del reembolso del FMI de la cuenta financiera, luego el saldo superavitario de la cuenta financiera de U\$S 1.702 millones, se transformaría en un resultado negativo de U\$S 371 millones. De manera que luego de computar el impacto de este evento excepcional sobre la dinámica del balance cambiario en agosto 2025, se tendría que el BCRA hubiera registrado en realidad una pérdida de reservas internacionales por un monto de U\$S 952 millones, en lugar de una acumulación de reservas brutas por U\$S 1.120 millones.

## 2. Período Enero-agosto 2025

En los primeros ocho meses del año 2025, el BCRA acumuló reservas internacionales brutas por un monto de U\$S 10.346 millones, un monto muy superior a la magnitud de reservas acumuladas en el mismo período del año anterior (+184%), pero motorizado por un significativo saldo positivo de la cuenta financiera por U\$S 10.505 millones, el cual permitió compensar con creces el resultado negativo de la cuenta corriente de U\$S 2.406 millones. En el período enero-agosto 2024, la acumulación de reservas había totalizado U\$S 3.646 millones, impulsado por un saldo positivo de cuenta corriente de U\$S 6.001 millones (con un importante saldo positivo del balance de Bienes por U\$S 16.729 millones), el cual permitió financiar el déficit de la cuenta financiera por U\$S 3.210 millones. Es importante resaltar no obstante que a partir del segundo semestre 2024, la situación cambió notablemente en tanto se asistió a un magro ritmo de acumulación de reservas brutas (U\$S 619 millones), como consecuencia de una cuenta corriente que se transforma en deficitaria (-U\$S 7.243 millones) por una notable compresión del saldo positivo de la cuenta de Bienes, el cual fue erosionado por una balanza de Servicios negativa y una cuenta deficitaria de Ingreso primario por pagos netos de intereses, y donde una cuenta financiera superavitaria (U\$S 7.545 millones) no alcanzó el vigor suficiente, para imprimir un mayor dinamismo a la acumulación de divisas brutas en la segunda parte del año.

En el período enero-agosto 2025, la cuenta corriente arrojó un resultado deficitario de U\$S 2.406 millones, revirtiendo drásticamente el importante resultado positivo obtenido por esta cuenta en el mismo período del año anterior (U\$S 6.001 millones)<sup>9</sup>. El déficit de cuenta corriente en el período se explica fundamentalmente por tres factores. En primer lugar, un estrechamiento del balance comercial de Bienes, cuyo saldo positivo equivalió al 70% de la magnitud que el mismo había exhibido en igual período de 2024 (U\$S 11.971 millones vs. U\$S 16.729 millones), como

<sup>8</sup> En 2025, solo resta un último desembolso a fin de año por U\$S 1.000 millones y el resto se enviaría en transferencias que promedian los U\$S 500 millones cada una entre 2026 y 2029.

<sup>9</sup> La cuenta corriente había resultado significativamente positiva durante los primeros cinco meses de 2024 (U\$S 9.161 millones) gracias al abultado superávit comercial de la cuenta Bienes (U\$S14.807 millones), explicado básicamente por el endurecimiento del cepo derivado de un más exigente esquema de diferimiento del pago de importaciones. Sin embargo, a partir de junio 2024 la situación cambió: un dólar cada vez más atrasado, una actividad que comenzó a mostrar signos de recuperación, y la normalización en el acceso al mercado de cambios para los importadores, se tradujo en una notable reducción en el balance de Bienes (un resultado positivo de sólo U\$S 795 millones en junio 2024, cuando entre los meses de enero y mayo 2024, el saldo promedio mensual superavitario del balance de Bienes había ascendido a U\$S 2.961 millones) y la transformación de un superávit en un déficit de cuenta corriente (un resultado negativo de U\$S 223 millones, cuando entre los meses de enero y mayo 2024, el saldo promedio mensual superavitario de la cuenta corriente había contabilizado una suma de U\$S1.832 millones).

consecuencia de aumentos en los pagos por importaciones que superaron a los mayores cobros por exportaciones (+74% vs. +35%, respectivamente), y ello a pesar de que los cobros de exportaciones por mayores liquidaciones del complejo Cereales y oleaginosas exhibieron una buena performance relativa (+47%)<sup>10</sup>. En segundo lugar, se aceleró la pérdida de divisas por el resultado negativo de la cuenta Servicios (-U\$S 7.636 millones), un saldo negativo que ya está un 57% por encima de todo el déficit del año anterior (-U\$S 4.875 millones), como resultado principalmente del fenomenal salto del déficit en concepto de Viajes, pasajes, y otras compras en el exterior con tarjeta (-U\$S 7.147 millones; +114%). En tercer lugar, a los dos factores antes apuntados, se agrega la persistencia del déficit en la cuenta Ingreso primario (-U\$S 6.800 millones), donde el pago neto de intereses explicó el 98% del resultado negativo de esta cuenta (-U\$S 6.682 millones).

### Cuenta Corriente, Cuenta Capital, y Cuenta Financiera BCRA

Período Enero-agosto 2024 y 2025- En millones U\$S

Concepto	Acum. Enero-agosto		Concepto	Acum. Enero-agosto	
	2024	2025		2024	2025
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>6.001</b>	<b>-2.406</b>	<b>CUENTA CAPITAL</b>	<b>53</b>	<b>157</b>
Bienes	16.729	11.971	<b>CUENTA FINANCIERA</b>	<b>-3.210</b>	<b>10.505</b>
Cobros de exportaciones	43.482	58.558	Inversión directa de no residentes	582	-1.187
Cereales y oleaginosas	16.214	23.818	Inversión de portafolio de no residentes	-10	-372
Resto sector Real sin Cer. y Oleag.	27.266	34.740	Prést. financ., tít. deuda y líneas de crédito	1.105	10.817
Pagos de importaciones	26.753	46.587	Operaciones con el FMI	927	14.469
Servicios	-2.425	-7.636	Prést. de otros Organ. Inter. y Bilaterales	-3.501	5.343
Viajes, pasajes y otras compras con tarjeta	-3.345	-7.147	FAE Sector priv. no financiero	1.178	-17.387
Servicios empr., profes. y técnicos	2.002	2.363	Operaciones de canje por transf. con exterior	-3.787	1.111
Fletes y seguros	-420	-1.153	FAE Sector financiero	725	5.056
Otros servicios	-662	-1.699	FAE Sector público	49	828
Ingreso primario	-8.268	-6.800	Compra-venta títulos valores	-638	-2.277
Intereses	-8.068	-6.682	Otras operaciones sec. pub. nacional (neto)	-1.427	-5.264
Ingresos	827	1.104	Otros movimientos netos	1.586	-633
Egresos	8.896	7.786			
FMI	2.357	1.988			
Otros Organ. Inter. y Bilaterales	1.450	1.263			
Otros pagos	2.159	2.317			
Otros pagos de Gob. nacional	2.929	2.217			
Utilidades, dividendos y otras rentas	-200	-118			
Ingresos	31	49			
Egresos	231	168			
Ingreso secundario	-35	59			

Fuente: Elaboración propia en base a Nuevo anexo estadístico, Balance cambiario y mercado de cambios, BCRA, agosto 2025

Por otro lado, a pesar del déficit en cuenta corriente, la cuenta financiera arrojó un significativo resultado superavitario por U\$S 10.505 millones en el período, revelando un notable contraste con el resultado deficitario de esta cuenta en el mismo período del año anterior. La magnitud del resultado positivo de la cuenta financiera en enero-agosto 2025 se originó en lo que podría denominarse un “masivo proceso de endeudamiento externo” (tanto público como privado, aunque con clara preponderancia del endeudamiento público). Al respecto, se acumularon ingresos de divisas por los desembolsos realizados en abril y agosto por el FMI en el marco del nuevo acuerdo EFF con el organismo, lo cual permitió contabilizar un ingreso neto de dólares de U\$S 14.469 millones. Otros ingresos netos positivos de divisas de la cuenta financiera correspondieron a los conceptos de Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito (U\$S 10.817 millones), Préstamos de otros Organismos internacionales y Bilaterales (U\$S 5.343 millones), y Formación de activos externos del sector financiero (U\$S 5.056 millones).

<sup>10</sup> Es importante apuntar que el vencimiento de la reducción transitoria de retenciones sobre la cosecha gruesa a fines de junio (Decreto 38/25) motivó liquidaciones anticipadas de exportaciones en junio y julio que redundaron en mayores volúmenes de exportaciones en ambos meses que no se hubieran materializado de no haber estado vigente aquel régimen preferencial. Por un lado, se verificaría que los cobros de exportaciones hubiesen totalizado una suma de U\$S 54.727 entre enero y agosto 2025 (en lugar de U\$S 58.558 millones), anotando una suba del 26% (y no del 35%) respecto del mismo período del 2024. Por otro lado, se advierte que el saldo del balance de Bienes en el período enero-agosto 2025 hubiera ascendido a U\$S 8.140 millones (en lugar de U\$S 11.971 millones), el cual hubiera equivalido al 50% del saldo de Bienes de igual período del año 2024 (U\$S 16.729 millones).

En tanto, en el período de referencia, se perdieron divisas por la cuenta financiera por los egresos netos verificados en los siguientes conceptos: Formación de activos externos (FAE) del sector privado no financiero (-U\$S 17.387 millones, i.e. “fuga de capitales”)<sup>11</sup>, Otras operaciones del sector público nacional (-U\$S 5.264 millones, i.e. de deuda pública del gobierno nacional), Compra-venta de títulos valores (-U\$S 2.277 millones, i.e. intervención de la autoridad monetaria en la bolsa y mercado paralelo para contener la brecha respecto a la cotización del dólar oficial), y menor inversión directa de no residentes (-U\$S 1.187 millones, i.e. la salida del país de un conjunto de importantes firmas multinacionales: Telefónica, Mercedes Benz, Exxon, HSBC, etc.).

Cabe notar que en el período enero-agosto 2025, los egresos netos por Formación de activos externos del sector privado no financiero (FAE-SPNF) que alcanzaron la friolera de U\$S 17.389 millones, correspondieron a compras netas de Billetes por U\$S 9.502 millones (55% del total), y egresos netos en concepto de Divisas por U\$S 7.887 millones. Por otro lado, se advierte que más de la mitad de los dólares que compraron los ahorristas, aguardando del otro lado del “rulo”, fue usado por las empresas para dolarizarse, a pesar de tener aún el cepo vigente. De las Divisas, los egresos por Otras inversiones en el exterior, vinculado a operaciones con cuentas en el exterior, alcanzó a U\$S 9.903 millones entre enero y agosto 2025 (casi U\$S 9.500 millones entre abril y agosto 2025), los cuales fueron destinados a hacer “rulo” contra el dólar MEP o el dólar CCL. En verdad, la contundente magnitud que alcanzaron las salidas netas de FAE del SPNF pueden atribuirse en última instancia a un “arbitraje financiero”: personas humanas compraron dólares al tipo de cambio oficial y los vendieron a empresas mediante instrumentos financieros (“rulo”), generando un flujo paralelo que permitió a las empresas eludir las restricciones cambiarias vigentes sobre las mismas.

Por otra parte, en el caso de Personas Humanas, se tiene que entre enero y agosto 2025, se concretaron compras brutas de dólares Billetes por una suma de U\$S 12.576 millones, estando concentradas el 99,8% de las mismas entre mediados de abril y agosto 2025 (U\$S 12.556 millones). La inquietante y potente magnitud que asumió el proceso en tan breve lapso de tiempo, da cuenta de la preferencia de los ahorristas por resguardar su patrimonio en una moneda más fuerte ante la inflación y la inestabilidad cambiaria, la expectativa de devaluación de la moneda local, la falta de confianza en la consistencia del programa económico libertario, y la búsqueda de cobertura ante la incertidumbre del proceso eleccionario de medio término de octubre 2025.

El análisis de la dinámica del balance cambiario del BCRA entre enero y agosto 2025 permite advertir que tres sucesos tuvieron una repercusión fundamental no sólo en la performance de las cuentas corriente y financiera, sino también en el ritmo de acumulación de reservas brutas internacionales en el período. Por un lado, en abril y agosto se concretaron desembolsos del FMI por un monto total de U\$S 14.469 millones en el marco del acuerdo EFF concertado entre la gestión libertaria y el organismo internacional. Un escenario que no computase dicho ingreso de dólares del Fondo, permitiría identificar que en el período enero-agosto 2025, el saldo de la cuenta financiera, ceteris paribus el resto de desempeños de los conceptos incluidos en esta cuenta, hubiera contabilizado un déficit de U\$S 3.964 millones. Con un saldo deficitario de cuenta corriente de U\$S 2.406 millones, un resultado positivo de U\$S 157 millones en la cuenta capital, y luego de computar el ajuste por tipo de pase y valuación, se tiene que el BCRA habría soportado una pérdida de reservas brutas por U\$S 4.122 millones en los primeros ocho meses del año.

Por otro lado, en junio y julio 2025, el notable monto de cobros anticipados de exportaciones del complejo agroindustrial por U\$S 3.831 millones (producto del fin de la rebaja transitoria de retenciones a la cosecha gruesa), así como la concertación de una línea de endeudamiento REPO

<sup>11</sup> Cabe apuntar que desde junio el BCRA eligió “rebautizar” la cuenta FAE del Sector privado no financiero, pasándola a denominar ahora como “Compra-Venta de billetes y divisas sin fines específicos”. En este apunte no obstante se optó por mantener su denominación tradicional. Lo cierto es que más allá del “relato” oficial, el flujo de moneda extranjera es netamente negativo reflejando el tenor de la demanda por billetes y divisas para atesorar, en el mercado local, en el externo, o en alguna guarida ya sea caja fuerte, maceta o colchón.

con bancos internacionales por U\$S 2.000 millones, redundaron tanto en un perfil más auspicioso de la cuenta corriente, así como en un saldo positivo más vigoroso de la cuenta financiera en el período. Ahora bien, si por una parte, no se contabilizara la cifra excepcional de liquidaciones adelantadas de exportaciones del sector agroindustrial en junio y julio (U\$S 3.831 millones), y solo se computara el monto promedio mensual liquidado por este concepto entre enero-mayo y agosto 2025 (\$ 1.268 millones), la cuenta corriente habría anotado un saldo deficitario de U\$S 6.237 millones entre enero-agosto 2025. Y si por otra parte, en la cuenta financiera no se incluyeran tanto los recursos del desembolso del FMI de abril y agosto, como las divisas percibidas por la línea REPO en junio, la cuenta financiera cambiaria totalizaría un saldo negativo de U\$S 5.964 millones entre enero-agosto 2025. En este último escenario, luego de computar los desarrollos crecientemente negativos tanto en la cuenta corriente como en la financiera, así como el resultado positivo de la cuenta capital y el ajuste por tipo de pase, luego se habría verificado una caída de reservas brutas por U\$S 9.953 millones entre enero-agosto 2025.

### 3. Consideraciones finales

En los primeros ocho meses del año 2025, la acumulación de reservas brutas internacionales del BCRA se originó en un “masivo” endeudamiento externo, y no en un flujo genuino de exportaciones ni inversiones reales directas extranjeras. En el período de referencia, la cuenta corriente arrojó un saldo deficitario, el cual presentó dos rasgos relevantes: por un lado, revirtió drásticamente el notable resultado positivo obtenido por esta cuenta en el mismo período del año anterior, y por otro lado, la magnitud del déficit verificado por la cuenta corriente no fue mayor debido al fenómeno excepcional del cobro adelantado de exportaciones del sector agroindustrial en los meses de junio y julio, producto del fin de la rebaja transitoria de retenciones de la cosecha gruesa a mitad de año.

El déficit de cuenta corriente entre enero y agosto 2025 (-U\$S 2.406 millones) se explicó fundamentalmente por tres fenómenos. Primero, la compresión del balance comercial de Bienes, cuyo saldo positivo equivalió al 70% de la magnitud que el mismo había exhibido en igual período de 2024 (U\$S 11.971 millones vs. U\$S 16.729 millones), como consecuencia de aumentos en los pagos por importaciones que superaron a los mayores cobros por exportaciones (+74% vs. +35%, respectivamente), y ello a pesar de que las liquidaciones de exportaciones se vieron incluso estimulados en el caso del Complejo Cereales y Oleaginosas por la vigencia de un régimen de reducción transitoria de derechos de exportación para este sector (+47%). Segundo, la aceleración de la pérdida de divisas por el mercado resultado negativo de la cuenta Servicios (-U\$S 7.636 millones), producto principalmente del significativo salto del déficit en concepto de Viajes, pasajes, y otras compras en el exterior con tarjeta (-U\$S 7.147 millones; +114%). Tercero, la persistencia del déficit en la cuenta Ingreso primario (-U\$S 6.800 millones) por los elevados pagos netos de intereses (-U\$S 6.682 millones).

Por otro lado, la cuenta financiera arrojó un vigoroso resultado superavitario en el período de referencia (U\$S 10.505 millones), cuya magnitud estuvo estrechamente ligada con sendas operaciones de endeudamiento público y privado externo, aunque con clara preponderancia del endeudamiento público. Al respecto, se acumularon básicamente ingresos netos de divisas por los desembolsos realizados en abril y agosto por el FMI por U\$S 14.469 millones<sup>12</sup>; Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito por U\$S 10.817 millones; y Préstamos de otros Organismos internacionales y Bilaterales por U\$S 5.343 millones. Sin embargo, se verificó al mismo tiempo, una notable salida neta de divisas de la cuenta financiera por diversas razones de importancia: la Formación de activos externos (FAE) del sector privado no financiero (i.e. “fuga de capitales”), otros pagos de deuda pública del gobierno nacional, la compra-venta de títulos valores, y la merma de la inversión directa de no residentes.

<sup>12</sup> Una vez más se verifica la gestión de un nuevo crédito con el FMI, de dudosa legalidad, y que comporta una deriva fraudulenta, en tanto se procede a endeudar a todo un país, imponiendo una carga significativa sobre generaciones presentes y futuras, al tiempo que los recursos del mismo son objeto del usufructo exclusivo de una escasa pero privilegiada minoría de la población del país.

En particular, se verificó que las salidas netas en concepto de “fuga de capitales” alcanzaron la friolera de U\$S 17.389 millones en el período enero-agosto 2025, lo cual equivalió a 1,2 veces los U\$S 14.469 millones que ingresaron al país por los desembolsos del acuerdo EFF que firmó la gestión Milei vía DNU con el FMI, o alternativamente esa magnitud neta de FAE entre enero y agosto 2025 representó 3,3 veces los ingresos netos por préstamos de Otros organismos internacionales entre enero y agosto (U\$S 5.343 millones). Por otro lado, se advierte que más de la mitad de los dólares que compraron los ahorristas, aguardando del otro lado del “rulo”, fue usado por las empresas para dolarizarse, a pesar de tener aún el cepo vigente. De las Divisas, los egresos por Otras inversiones en el exterior, vinculado a operaciones con cuentas en el exterior, alcanzó a U\$S 9.903 millones entre enero y agosto 2025 (casi U\$S 9.500 millones entre abril y agosto 2025), los cuales fueron destinados a hacer “rulo” contra el dólar MEP o el dólar CCL. Estas operaciones se realizaban contra cuentas del exterior las cuales les permitían a las empresas acceder a divisas a precios cercanos al dólar oficial y cancelar deudas externas, permitiendo a las empresas “filtrar” las restricciones del cepo.

Mientras el gobierno libertario buscó denodadamente hasta hace unos pocos meses atrás que los dólares del colchón ingresaran y permanecieran en el sistema financiero, estimulando mediáticamente la decisión de que los bancos no indagasen el origen de esos fondos, se consolidó sin embargo el proceso inverso: más dólares salieron del sistema y fueron a “engrosar el colchón”. Por otro lado, en el caso de Personas Humanas, se tiene que entre enero y agosto 2025, se concretaron compras brutas de dólares Billetes por una suma de U\$S 12.576 millones, estando concentradas el 99,8% de las mismas entre mediados de abril y agosto (U\$S 12.556 millones). Este comportamiento refleja la preferencia de los ahorristas por resguardar su patrimonio en dólares ante la inflación y la devaluación del peso.

En suma, los diferentes desarrollos que impulsaron la dinámica del balance cambiario en los primeros ocho meses del 2025 permiten inferir que la gestión libertaria ha priorizado acumular reservas internacionales a partir del fortalecimiento de la cuenta financiera en detrimento de la cuenta corriente, una estrategia que plantea enormes interrogantes sobre su sostenibilidad, no sólo porque deviene crucial la necesidad de garantizar un acceso continuo a diferentes fuentes de financiamiento externo, sino por la volatilidad de los flujos financieros especulativos del exterior.

El diseño del esquema monetario-cambiario libertario luce altamente inestable por dos razones. Por un lado, la creciente dolarización privada golpea fuerte y de manera persistente sobre el mercado de cambios oficial. Por otro lado, las reservas brutas dependen sólo de la asistencia externa. Esto se traduce en un riesgo evidente: si se corta el financiamiento externo (incluso más allá de la “reputación o espalda” del actor proveedor de los fondos, esto es, sea un actor privado o público foráneo), o si las expectativas sobre su continuidad se ven desbordadas por una creciente incertidumbre, el apetito y la presión por dolarizarse se escalan y ello desestabiliza el mercado en forma casi inmediata y abrupta, más aún en un contexto donde la creciente huida de fondos del negocio de carry local, permite intuir que se estaría ante una inminente alteración del esquema de atraso cambiario reinante, la cual se concretaría luego de las elecciones legislativas de octubre.

Pero tal vez el rasgo más notorio a resaltar sea la nociva y funesta mecánica de funcionamiento del programa económico libertario, donde el masivo endeudamiento externo se usa en última instancia para pagar deuda, para sostener el turismo y las compras al exterior con tarjeta de las clases medias y alta, y para financiar una fuga histórica de capitales (donde más de la mitad de los dólares que compraron los ahorristas, aguardando del otro lado del “rulo”, fueron acaparados finalmente por las empresas para dolarizarse, “filtrando” así las restricciones del cepo), todo lo cual redunda en un país más vulnerable y altamente condicionado.