

# **MAYOR ENDEUDAMIENTO Y UN NUEVO SALVATAJE (ESTA VEZ DEL VIRREY BESENT) PARA FINANCIAR UN NUEVO RÉCORD HISTÓRICO DE FUGA DE CAPITALES**

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

Octubre 2025 y Período Enero-Octubre 2025

**Lic. Sangiorgio Alejandro – 22/12/2025**

### **1.Octubre 2025<sup>2</sup>**

En octubre 2025, las reservas brutas internacionales del BCRA registraron una caída de U\$S 992 millones, finalizando el mes en un nivel de U\$S 39.382 millones. Esta pérdida de reservas responde esencialmente al significativo déficit anotado por la cuenta corriente, que exhibió un saldo negativo de U\$S 2.599 millones, el “rojo” más alto en ocho años de esta cuenta del balance cambiario, el cual no pudo ser contrarrestado por el superávit de la cuenta financiera por U\$S 1.184 millones, el ajuste por efecto valuación por U\$S 413 millones (i.e. el aumento en dólares estadounidenses de los activos que componen las reservas), y el exiguo saldo positivo de U\$S 10 millones de la cuenta capital.

En el mismo mes del año 2024, el BCRA había logrado en cambio acumular reservas por un monto de U\$S 1.446 millones, producto de un saldo positivo de la cuenta financiera por U\$S 3.128 millones y de la cuenta capital por U\$S 10 millones, unos saldos positivos que financiaron las salidas de la cuenta corriente por U\$S 1.581 millones. En octubre 2024, la cuenta corriente había arrojado un resultado deficitario por quinto mes consecutivo, luego de siete meses de haber anotado saldos positivos, esto es, entre octubre 2023 y mayo 2024. El “rojo” de la cuenta corriente de ese mes estuvo explicado por pagos netos de intereses vía la cuenta ingreso primario y una balanza de servicios negativa ya influenciada por el atraso cambiario, parcialmente compensados por los superávits de las cuentas Bienes e ingreso secundario. Por otra parte, la cuenta financiera había computado un ingreso positivo de divisas, por tercer mes consecutivo entre agosto y octubre, explicado principalmente por el aumento de depósitos privados registrado en el superávit de la cuenta Otros movimientos netos, originados en el marco del Régimen de Regularización de Activos (“Blanqueo”), sumado a ingresos netos de Préstamos financieros y otras líneas de crédito.

---

<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 octubre 2025 - En millones U\$S

Período	Cuenta Corriente	Cuenta Capital	Cuenta Financiera	Ajuste por pase y valuación	Var. Contable Res. Brut. 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
set-25	5.510	10	-5.587	454	387
oct-25	-2.599	10	1.184	413	-992
Ene-oct 2024	3.720	60	580	1.186	5.546
Ene-oct 2025	505	177	6.102	2.957	9.741
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
set-25 (sin liq. Ant. X)	1.895	10	-5.587	424	-3.258
oct-25(sin U\$S Bessent)	-2.599	10	-856	413	-3.032
Ene-oct 25 (sin FMI)	505	177	-8.367	2.957	-4.727
Ene-oct 25 (sin FMI, sin U\$S Bessent)	505	177	-10.407	2.958	-6.767
Ene-oct 25 (sin liq. ant. X, sin FMI, sin Repo, sin U\$S Bessent)	-6.941	177	-12.407	2.957	-16.214

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

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

Octubre 2024 y 2025- En millones U\$S

Concepto	Octubre		Concepto	Octubre	
	2024	2025		2024	2025
CUENTA CORRIENTE	-1.581	-2.599	CUENTA CAPITAL	10	10
Bienes	744	-677	CUENTA FINANCIERA	3.128	1.184
Cobros de exportaciones	6.292	5.389	Inversión directa de no residentes	89	124
Cereales y oleaginosas	2.340	776	Inversión de portafolio de no residentes	-13	1.924
Resto sector Real sin Cer. y Oleag.	3.952	4.613	Prést. financ.,tit. deuda y líneas de crédito	1.030	503
Pagos de importaciones	5.548	6.067	Operaciones con el FMI	0	0
Servicios	-744	-1.008	Prést. de otros Org. Inter. y Bilaterales	-74	528
Viajes, pasajes y otros serv. con tarjeta	-691	-793	FAE Sector priv. no financiero	217	-5.434
Servicios empr., profes. y técnicos	240	246	Operaciones de canje por transf. con exterior	-517	1.012
Fletes y seguros	-164	-190	FAE Sector financiero	-757	991
Otros servicios	-129	-271	FAE Sector público	15	8
Ingreso primario	-1.599	-916	Compra-venta títulos valores	-203	-9
Intereses	-1.590	-907	Otras operaciones sec. pub. nacional (neto)	-167	-19
Ingresos	18	-229	Otros movimientos netos	3.509	1.554
Egresos	1.608	678			
FMI	0	0			
Otros Org. Inter. y Bilaterales	170	217			
Otros pagos	178	212			
Otros pagos de Gob. Nacional	1.261	249			
Utilidades, dividendos y otras rentas	-10	-9			
Ingresos	5	4			
Egresos	15	13			
Ingreso secundario	18	2			

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

En octubre 2025, la cuenta corriente cambiaria arrojó un déficit de U\$S 2.599 millones, un resultado que da cuenta de al menos cuatro desarrollos de interés. En primer lugar, la cuenta corriente vuelve a anotar un saldo negativo en el mes de referencia, luego del significativo saldo positivo contabilizado por esta cuenta en el mes de setiembre, un fenómeno originado en un acontecimiento especial que afectó la performance de la cuenta Bienes en aquel mes (i.e. la eliminación transitoria de retenciones para granos y subproductos vigente hasta el 31/10/2025 o hasta alcanzar tope de U\$S 7.000 millones, lo que ocurriría primero-Decreto 682/25), lo cual permitía anticipar que el resultado positivo de la cuenta corriente en setiembre resultaba un fenómeno transitorio, y no representaba una mejora permanente o estructural. En segundo lugar, mientras en octubre 2024 la cuenta corriente había computado un saldo negativo de relevancia, un año después se verificó un empeoramiento del resultado negativo de esta cuenta, en tanto el déficit creció un 65% interanual. En tercer lugar, el “rojo” de la cuenta corriente de octubre 2025 fue el mayor registro negativo desde noviembre de 2017, momento en el cual el país atravesaba un proceso de apreciación del tipo de cambio previo a la crisis financiera de mayo de 2018. En cuarto lugar, el desequilibrio de la cuenta corriente en el mes de octubre 2025 fue consecuencia de un déficit en la balanza comercial, la persistencia del déficit de servicios, y unos abultados pagos de intereses de la deuda.

La balanza de Bienes mostró un profundo deterioro en octubre 2025, en tanto pasó de exhibir un excepcional superávit de U\$S 7.003 millones en setiembre, a arrojar un déficit de U\$S 677 millones en octubre. Asimismo, este déficit comercial de octubre 2025 no sólo resultó en un marcado contraste respecto al saldo positivo de este rubro un año atrás, sino que además fue el tercer registro negativo de este rubro durante la gestión libertaria. En tanto, los egresos netos de Bienes por U\$S 677 millones fueron explicados por pagos de importaciones por U\$S 6.067 millones que superaron a los cobros de exportaciones por U\$S 5.389 millones (U\$S 776 millones por el complejo Cereales y oleaginosas, y U\$S 4.613 millones por Resto sector real). En relación a octubre 2024, cuando las ventas externas sumaron U\$S 6.292 millones, las exportaciones cayeron un 14%, mientras que sufrieron una aguda retracción del 60% respecto a setiembre 2025 (U\$S 12.853 millones). Pero aún más adverso resultó el desempeño de las expo del complejo Cerealero en octubre, anotando una estrepitosa merma del 90% respecto a setiembre 2025 (U\$S 8.035 millones). Al respecto, cabe notar que el “salto exportador” del mes de setiembre escondió un fenómeno excepcional. Así, el monto de ventas externas de ese mes “estuvo inflado” por liquidaciones anticipadas ante la eliminación transitoria de retenciones para granos vigente hasta el 31/10/2025 o hasta alcanzar tope de U\$S 7.000 millones, lo que ocurriría primero (Decreto 682/25), verificándose que el cupo fue completado en apenas 3 días por las principales cerealeñas multinacionales concentradas del sector<sup>3</sup>. Hay que apuntar que la eliminación transitoria de retenciones de setiembre se “montó” sobre una reducción anterior llevada a cabo en junio y julio, redundando claramente en un adelantamiento de las liquidaciones de exportaciones del complejo agroindustrial. Este fenómeno permite anticipar tanto una desaceleración de la performance de las expo en el último trimestre del año, así como también una repercusión negativa de ese menor desempeño exportador sobre el perfil de los futuros saldos de cuenta corriente.

Por otro lado, el rubro Servicios registró un déficit de U\$S 1.008 millones en octubre, el cual si bien fue de una magnitud prácticamente similar al del mes previo de setiembre 2025 (-U\$S 1.001 millones), sin embargo resultó un 36% superior al saldo negativo de este rubro en octubre 2024 (U\$S -744 millones). Dicho déficit se explicó por los egresos netos en concepto de “Viajes, pasajes, y otras compras en el exterior con tarjeta” (U\$S 793 millones)<sup>4</sup>, “Otros servicios” (U\$S 271

<sup>3</sup> En particular, se advierte que el monto de cobro anticipado de exportaciones en setiembre casi cuadruplicó (U\$S 4.883 millones) al monto promedio liquidado por este concepto entre enero y mayo 2025 (U\$S 1.268 millones).

<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 y servicios 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

millones), y Fletes y seguros (U\$S 190 millones), parcialmente compensados por los ingresos netos en concepto de “Servicios empresariales profesionales y técnicos” por U\$S 246 millones.

En tanto, las operaciones del rubro Ingreso primario representaron una salida neta de U\$S 916 millones en octubre, explicada por pagos netos de intereses por U\$S 907 millones, y en menor medida, egresos netos de utilidades, dividendos y otras rentas por U\$S 9 millones. Aquí cabe advertir que el “Gobierno General + BCRA” realizó cancelaciones netas de intereses por U\$S 718 millones. Por su parte, el sector privado realizó cancelaciones netas de intereses por U\$S 189 millones. En tanto, las operaciones por el rubro Ingreso secundario representaron un superávit de U\$S 2 millones, mientras que la cuenta capital registró ingresos netos por U\$S 10 millones.

Por otra parte, la cuenta financiera resultó superavitaria por U\$S 1.184 millones en octubre 2025, revirtiendo el significativo registro deficitario del mes previo de setiembre (-U\$S 5.587 millones), pero computando un saldo positivo que resultó un 62% inferior al superávit de la cuenta financiera de octubre 2024. El saldo superavitario de la cuenta financiera de octubre 2025 se explicó por inversión de portafolio de no residentes (i.e. entre el 9 y el 25 de octubre, el secretario del Tesoro de USA, el “Virrey” Bessent, vendió dólares en el mercado cambiario argentino por U\$S 2.040 millones para comprar pesos que luego fueron invertidos para hacer carry trade en Letras del BCRA, una operación destinada a moderar las tensiones en el mercado cambiario, contener el dólar y mejorar la posición financiera de la gestión libertaria antes de los comicios)<sup>5</sup>, Otros

---

“Otras 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 inferir 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> Hacia fines de octubre 2025, estos fondos dejaron de aparecer en los registros contables del BCRA, lo que confirma que el Tesoro USA desarmó su inversión en Letras del BCRA que había generado tras intervenir en el mercado cambiario, una situación que pone de manifiesto dos fenómenos: la transformación de la deuda del BCRA de pesos a dólares en cabeza de la autoridad monetaria, y por otro lado, el hecho de que el Virrey Bessent había concretado una ganancia de casi el 10% anual en dólares con esa operación. Es dable apuntar que la merma de las letras emitidas en moneda nacional (salida de pesos del US Treasury) y la suba del rubro “Otras pasivos” fue “militado” activamente por las consultoras y especialistas de la City afines a la gestión libertaria, como una señal de la activación de un tramo del swap anunciado por U\$S 20.000 millones. La vulnerabilidad de las diferentes expresiones del establishment financiero local reflejó la enorme precariedad y opacidad que rodeó a la operación de reversión de la compra de pesos del Tesoro USA y la potencial activación de una parte del swap, en tanto las mismas consultoras y especialistas de la City, optaron por referirse a esa transacción con expresiones del tipo “se especula”, “al parecer”, “posiblemente”. Aquí cabe apuntar que nunca existió confirmación oficial de la naturaleza de la operación efectivamente llevada a cabo. Es más, ni el BCRA ni el Ministerio de Economía nacional dieron precisiones sobre el destino de esos fondos. En verdad, es dable advertir que el acuerdo de swap por U\$S 20.000 millones emerge como un eje de tensiones institucionales, en tanto su viabilidad jurídica luce seriamente comprometida. Al respecto, cabe notar que el instrumento rubricado carece de la autorización explícita del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la FED, lo que podría convertirlo en un compromiso revocable. En este caso, resulta crucial la distinción de responsabilidades entre los organismos involucrados. Por un lado, la FED ostenta la competencia de autorizar y administrar las líneas de swap de divisas, conforme a la Ley de la Reserva Federal. Estas líneas, gestionadas por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, están diseñadas para inyectar dólares a instituciones estadounidenses en escenarios de estrés financiero, y requieren la aprobación del FOMC para su ejecución con bancos centrales extranjeros. Por otro lado, el Tesoro opera el Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF), un mecanismo separado que ha firmado swaps con la FED en el pasado, pero no sustituyen las líneas de liquidez central. El acuerdo con Argentina, anclado en el ESF sin aval del Congreso ni del FOMC, representa una extralimitación que podría invalidar su funcionalidad como instrumento financiero, exponiendo a la gestión libertaria a un límite concreto en el acceso a divisas.

En la práctica, para que un swap de una sola línea sea viable, el banco central extranjero debe suscribir un acuerdo aprobado por el FOMC, seguido de una solicitud de giro ratificada por el comité o su presidente. En el caso argentino, esta secuencia “se ha eludido”: el BCRA no cuenta con la pre-aprobación requerida, y las solicitudes de giro de divisas podrían ser entonces denegadas unilateralmente por la FED, que retiene el derecho de revocación en cualquier momento. Se trata de una omisión que no representa una mera formalidad, en tanto constituye un arreglo normativo que preserva la independencia monetaria de la FED frente a injerencias políticas. Sin ella, el swap podría disolverse sin mayores repercusiones para Washington, evitando un litigio entre el Tesoro y la FED que escalaría a los tribunales y erosionaría la credibilidad del sistema financiero global.

Las consecuencias para Argentina podrían ser significativas. La gestión libertaria perdería el grueso del paquete, agravando la escasez de reservas. El presidente Milei, que apostó apuntalar su plan de ajuste y la negativa a comprar reservas al respaldo del swap, vería

movimientos netos por U\$S 1.554 millones, Operaciones de canje por transferencias al exterior por U\$S 1.012 millones<sup>6</sup>, la caída de la tenencia de los activos en moneda extranjera de las entidades financieras que conforman la Posición General de Cambios (PGC) por U\$S 991 millones, e ingresos netos por Préstamos financieros y líneas de crédito por U\$S 503 millones, parcialmente contrarrestado por las performance negativa 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 5.434 millones.

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

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

Período	FORMACION ACTIVOS EXTERNOS -Sector Privado no Financiero												Total Billetes + Divisas	
	Billetes			Divisas										
	ingresos	egresos	entas/compra netas	Inversiones directas en el exterior			Otras inversiones en el exterior			Subt. Divisas				
				ingresos	egresos	entas/compra netas	ingresos	egresos	entas/compra netas	entas/compra 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		
set-24	57	-10	47	1	0	1	621	-88	533	534	534	581		
oct-24	79	-9	70	1	0	1	364	-218	146	147	147	217		
Ene-oct 24	695	-130	565	8	0	8	2.436	-1032	1404	1412	1412	1.977		
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		
set-25	873	-5.193	-4.320	2	-4	-2	307	-2.562	-2.255	-2.257	-2.257	-6.577		
oct-25	672	-4.729	-4.057	5	0	5	220	-1.602	-1.382	-1.377	-1.377	-5.434		
Ene-oct 25	4.767	-22.645	-17.878	25	-34	-9	2.556	-14.067	-11.511	-11.521	-11.521	-29.398		

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

Cabe notar que en octubre 2025 los egresos netos por Formación de activos externos del sector privado no financiero (FAE-SPNF) por U\$S 5.434 millones correspondieron a compras netas de billetes por U\$S 4.057 millones y egresos netos en concepto de divisas por U\$S 1.377 millones. El desempeño de este rubro en octubre 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 17% respecto del récord del mes de setiembre anterior, aunque es dable apuntar que mientras las compras netas de divisas anotaron una retracción del 39%, las compras netas de billetes sólo anotaron una merma del 6%. En particular, la cifra de egresos netos por FAE-SPNF fue la segunda más elevada desde que se flexibilizó el cepo, por detrás de setiembre y alcanzando una magnitud similar a la del mes de julio. Por otro lado, debe apuntarse como dato relevante que si se suma la salida neta entre abril y octubre, la Formación de

naufragar su estrategia. Más allá de lo económico, el episodio exhibe en última instancia la fragilidad del esquema de dependencias entre la Casa Rosada y Washington, donde la FED prioriza la estabilidad sistemática sobre favores geopolíticos.

En suma, desde el punto de vista normativo, ni la Ley de la FED ni el marco del ESF justifican una exposición tan vasta sin contrapartes sólidas, más allá de la arrogación impropia del Tesoro USA. Al respecto, cabe recordar que el Virrey Bessent desertó de una visita programada en diciembre 2025 al país, una cancelación que más allá de las excusas banales esgrimidas, en realidad está vinculada a la necesidad de no seguir jugando al límite, en medio de las críticas internas por el apoyo financiero facilitado a la gestión libertaria.

<sup>6</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.

activos externos netos del SPNF (i.e. la fuga de capitales) totalizó un monto de U\$S 29.930 millones tras la apertura del cepo para personas, el cual equivalió a 2,1 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 octubre 2025 representó casi 6 veces los ingresos netos por préstamos de Otros organismos internacionales entre enero y agosto (U\$S 5.113 millones).

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 una 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 rubro “Otras inversiones en el exterior”. En particular, es posible advertir que entre los meses de mayo y agosto, entre un mínimo de 52-55% en mayo y julio, y un máximo de 60-63% en agosto y julio, de los egresos netos por FAE-SPNF en esos meses, fue destinado a “Otras inversiones”, 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, 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<sup>7</sup>. En virtud del elevado perfil que traía la demanda de divisas en los últimos meses y la intensidad “detectada” del fenómeno apuntado, la gestión libertaria reiniciaría la restricción cruzada para personas físicas a fines de setiembre 2025. Si bien la medida buscó frenar el “rulo” cambiario (i.e. una práctica especulativa que consiste en comprar dólares a un tipo de cambio preferencial, y luego venderlos en el mercado financiero para obtener una ganancia), lo cierto es que la menor magnitud de las transacciones verificadas por esta vía en setiembre y octubre, permiten comprobar un acotamiento de la operatoria, pero no su total eliminación. En efecto, si se tiene que en octubre hubo egresos netos por FAE-SPNF por U\$S 5.434 millones, se identifica que de ese total, unos U\$S 1.602 millones fue destinado a “Otras inversiones”, esto es el 30% de la FAE continúa canalizándose por ventas en el MEP o el CCL, una situación que plantea no sólo una vulneración de los controles de la autoridad monetaria, sino que además revela que las empresas “siguen filtrando” las restricciones del cepo<sup>8</sup>.

En el caso de Personas Humanas, se tiene que 1,6 millones de individuos compraron dólares billetes en el sistema financiero por un total de U\$S 4.669 millones en octubre 2025. Si bien tanto el número de compradores como el volumen de compras se situaron por debajo del récord de setiembre (-11% y -8%, respectivamente), es importante destacar que la magnitud de compras brutas de billetes de individuos volvió a ubicarse en niveles históricamente elevados durante octubre, consolidando un proceso de dolarización minorista iniciado tras el levantamiento parcial de las restricciones cambiarias en abril pasado. En tanto, se comprueba que 784 mil personas efectuaron ventas por U\$S 473 millones en el mes de referencia, lo cual permite advertir un descenso tanto en la cantidad de vendedores como en el monto de ventas de divisas concretadas respecto a setiembre (-12% y -18%, respectivamente). Aún así, cabe notar que la cantidad de vendedores y los montos de ventas efectivizados en setiembre se mantuvieron por encima de los registros mensuales verificados entre abril y julio 2025. La magnitud de las ventas de dólares billetes en octubre continúa estrechamente relacionada con la necesidad de muchas familias de

<sup>7</sup> 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 los referidos informes que los importadores venían cancelando obligaciones por importaciones a través de mercados alternativos al oficial (U\$S 820 millones en mayo, U\$S 1.066 millones en junio, U\$S 1.400 millones en julio, y U\$S 1.260 millones en agosto).

<sup>8</sup> En el informe del Mercado de cambios y balance cambiario de octubre 2025, se refiere que los importadores habrían cancelado obligaciones por importaciones por estos mecanismos alternativos por unos U\$S 600 millones en el mes.

acudir 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 octubre 2025, se tiene un monto de compras brutas de U\$S 22.305 millones desde el levantamiento de las restricciones para personas humanas.

### Personas Humanas- Billetes

Períodos Enero-octubre 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
set-24	174.000	12.000.000	48.000	-8.000.000	4.000.000
oct-24	208.000	15.000.000	38.000	-7.000.000	8.000.000
Ene-oct 24		129.000.000		-109.000.000	20.000.000
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
set-25	890.000	575.000.000	1.800.000	-5.080.000.000	-4.505.000.000
oct-25	784.000	473.000.000	1.600.000	-4.669.000.000	-4.196.000.000
Ene-oct 25		2.884.000.000		-22.325.000.000	-19.441.000.000

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

Es importante destacar la crucial importancia que asumió un hecho excepcional en el mes de octubre, en tanto el perfil de su particular despliegue tuvo una significativa incidencia en la performance final de las reservas brutas en el mes de referencia. En particular, se trata de la operación de venta de dólares del “Virrey” Bessent en el mercado cambiario argentino por U\$S 2.040 millones para comprar pesos que luego fueron invertidos para hacer carry trade en Letras del BCRA, una operación destinada a moderar la volatilidad cambiaria y contener las presiones con el dólar. En este caso, si se detrajera el monto de la operación de venta de dólares por U\$S 2.040 millones de la cuenta financiera, luego el saldo superavitario de la cuenta financiera de U\$S 1.184 millones, se transformaría en un resultado negativo de U\$S 856 millones. De manera que luego de computar el impacto de este evento excepcional sobre la dinámica del balance cambiario en octubre 2025, se tendría que el BCRA hubiera registrado en realidad una caída de reservas internacionales por un monto de U\$S 3.032 millones, una pérdida equivalente a 3 veces la magnitud del drenaje de reservas brutas verificado en el mes de referencia (-U\$S 992 millones).

## 2.Período Enero-octubre 2025

En los primeros diez meses del año 2025, el BCRA acumuló reservas internacionales brutas por un monto de U\$S 9.741 millones, un monto muy superior a la magnitud de reservas acumuladas en el mismo período del año anterior (+76%), un proceso que estuvo esencialmente motorizado por un saldo positivo de la cuenta financiera por U\$S 6.102 millones, mientras la cuenta corriente computó un exiguo resultado positivo por U\$S 505 millones. En el período enero-octubre 2024, la acumulación de reservas había totalizado U\$S 5.546 millones, impulsado por un saldo positivo de cuenta corriente de U\$S 3.720 millones, en tanto que la cuenta financiera computó un modesto resultado positivo por U\$S 580 millones. Aún así es importante no perder de vista que durante el segundo semestre de 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.

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

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

Concepto	Acum. Enero-octubre		Concepto	Acum. Enero-octubre	
	2024	2025		2024	2025
CUENTA CORRIENTE	3.720	505	CUENTA CAPITAL	60	177
Bienes	18.002	18.297	CUENTA FINANCIERA	580	6.102
Cobros de exportaciones	55.313	76.801	Inversión directa de no residentes	739	-1.500
Cereales y oleaginosas	20.659	32.629	Inversión de portafolio de no residentes	-37	1.411
Resto sector Real sin Cer. y Oleag.	34.654	44.171	Prést. financ., tit. deuda y líneas de crédito	2.540	12.744
Pagos de importaciones	37.311	58.504	Operaciones con el FMI	927	14.469
Servicios	-3.819	-9.644	Prést. de otros Org. Inter. y Bilaterales	-3.994	5.113
Viajes, pasajes y otros serv. con tarjeta	-4.630	-8.780	FAE Sector priv. no financiero	1.977	-29.398
Servicios empr., profes. y técnicos	2.444	2.879	Operaciones de canje por transf. con exterior	-5.171	2.712
Fletes y seguros	-663	-1.533	FAE Sector financiero	-10.751	4.008
Otros servicios	-970	-2.210	FAE Sector público	75	949
Ingreso primario	-10.455	-8.220	Compra-venta títulos valores	-960	-2.259
Intereses	-10.234	-8.084	Otras operaciones sec. pub. nacional (neto)	-2.039	-5.409
Ingresos	866	926	Otros movimientos netos	17.274	3.262
Egresos	11.100	9.011			
FMI	2.357	1.988			
Otros Org. Inter. y Bilateral	1.930	1.725			
Otros pagos	2.568	2.797			
Otros pagos de Gob. nacional	4.245	2.500			
Utilidades, dividendos y otras rentas	-221	-136			
Ingresos	40	62			
Egresos	262	197			
Ingreso secundario	-7	72			

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

En el período enero-octubre 2025, la cuenta corriente arrojó un sobrio resultado superavitario de U\$S 505 millones, revirtiendo de manera drástica (-86%) el importante resultado positivo obtenido por esta cuenta en el mismo período del año anterior (U\$S 3.720 millones)<sup>9</sup>. El modesto resultado positivo de la cuenta corriente en el período se explica fundamentalmente por tres factores. En primer lugar, un saldo positivo de la cuenta Bienes, que alcanzó un nivel bastante similar a aquel que había exhibido en igual período de 2024 (U\$S 18.297 millones vs. U\$S 18.002 millones; +2%), como consecuencia de aumentos en los pagos por importaciones que superaron a los mayores cobros por exportaciones (+57% vs. +39%, respectivamente), y ello a pesar de que los cobros de exportaciones por mayores liquidaciones del complejo Cereales y oleaginosas exhibieron una buena performance relativa (+58%)<sup>10</sup>. En segundo lugar, se aceleró significativamente la pérdida de divisas por el resultado negativo de la cuenta Servicios (-U\$S

<sup>9</sup> Cabe recordar que 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).

<sup>10</sup> Es importante apuntar que las bajas transitorias de retenciones sobre la cosecha gruesa del complejo agroindustrial contempladas en los Decretos 38/25 y 682/25 motivaron liquidaciones anticipadas de exportaciones del complejo cerealero oleaginoso en los meses de junio, julio y setiembre (que totalizaron una suma de U\$S 7.446 millones), las cuales redundaron en mayores volúmenes de exportaciones en esos meses que no se hubieran materializado de no haber estado vigente aquellos regímenes preferenciales. Por un lado, se verificaría que los cobros de exportaciones hubiesen alcanzado una suma de U\$S 69.354 entre enero y octubre 2025 (en lugar de U\$S 76.801 millones), anotando una suba del 25% (y no del 39%) respecto del mismo período del 2024. Por otro lado, se advierte que, sin las liquidaciones anticipadas mencionadas, el saldo del balance de Bienes en el período enero-octubre 2025 hubiera ascendido a U\$S 10.850 millones (en lugar de U\$S 18.297 millones), el cual hubiera equivalido al 60% del saldo de Bienes de igual período del año 2024 (U\$S 18.002 millones).

9.644 millones), un saldo negativo que en la práctica duplica todo el déficit del año anterior de esta cuenta (-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 8.780 millones; +90%). En tercer lugar, a los dos factores antes apuntados, se agrega la persistencia del déficit en la cuenta Ingreso primario (-U\$S 8.220 millones), donde el pago neto de intereses explicó el 98% del resultado negativo de esta cuenta (-U\$S 8.084 millones).

Por otro lado, la cuenta financiera arrojó un resultado superavitario por U\$S 6.102 millones en el período, revelando un notable contraste con el exiguo saldo positivo de esta cuenta en el mismo período del año anterior (U\$S 580 millones). La magnitud del resultado positivo de la cuenta financiera en enero-octubre 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 12.744 millones), Préstamos de otros Organismos internacionales y Bilaterales (U\$S 5.113 millones), y Formación de activos externos del sector financiero (U\$S 4.008 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 29.398 millones, i.e. “fuga de capitales”)<sup>11</sup>, Otras operaciones del sector público nacional (-U\$S 5.409 millones, i.e. pago de deuda pública del gobierno nacional), Compra-venta de títulos valores (-U\$S 2.259 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 1.500 millones, i.e. la salida del país de un conjunto de importantes firmas multinacionales: Telefónica, Mercedes Benz, Exxon, HSBC, P&G, Clorox, Petronas, Nutrien, Dasa, entre otras).

Cabe notar que en el período enero-octubre 2025, los egresos netos por Formación de activos externos del sector privado no financiero (FAE-SPNF) que alcanzaron la friolera de U\$S 29.398 millones, correspondieron a compras netas de Billetes por U\$S 17.878 millones (60% del total)<sup>12</sup>, y egresos netos en concepto de Divisas por U\$S 11.521 millones. Por otro lado, se advierte que más de la mitad de los dólares que compraron los ahorristas, aguardando del otro lado del “ruro”, 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 14.067 millones entre enero y octubre 2025 (algo menos del 50% de las compras netas de billetes y divisas en el período de referencia), los cuales fueron destinados a hacer “ruro” 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 (“ruro”), 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 octubre 2025, se concretaron compras brutas de dólares Billetes por una suma de U\$S 22.325 millones, estando concentradas el 45% de las mismas entre los meses de setiembre y octubre (U\$S 9.749 millones), y el 99% de las mismas entre mediados de abril y octubre 2025 (U\$S 22.305 millones). La

<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 exterior, o en alguna guarida ya sea caja fuerte, maceta o colchón.

<sup>12</sup> Es dable apuntar adicionalmente que casi el 50% de las compras netas de Billetes (-U\$S 8.377 millones) se realizaron entre los meses de setiembre y octubre (-U\$S 4.320 millones y -U\$S 4.057 millones, respectivamente).

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 octubre 2025.

El análisis de la dinámica del balance cambiario del BCRA entre enero y octubre 2025 permite advertir que cuatro fenómenos 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 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 advertir que entre enero y octubre 2025, el saldo de la cuenta financiera, ceteris paribus el resto de desempeños de los conceptos incluidos en esta cuenta, hubiera contabilizado un significativo déficit de U\$S 8.367 millones. Con un saldo modestamente superavitario de cuenta corriente de U\$S 505 millones, un resultado positivo de U\$S 177 millones de 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 4.727 millones en los primeros diez meses del año.

Por otro lado, si al escenario que no contempla los desembolsos del FMI en abril y agosto por un monto total de U\$S 14.469 millones en el marco del acuerdo EFF, se le adiciona la exclusión de la operación de venta de dólares en el mercado cambiario argentino del Secretario del Tesoro de USA por U\$S 2.040 millones para comprar pesos que luego fueron invertidos para hacer carry trade en Letras del BCRA durante el mes de octubre, se podría comprobar que el saldo de la cuenta financiera, con la cláusula ceteris paribus, hubiera alcanzado un déficit aún más pronunciado de U\$S 10.407 millones. Nuevamente, con un resultado positivo exiguo de cuenta corriente por U\$S 505 millones, un resultado positivo de U\$S 177 millones en la cuenta capital, y luego de computar el ajuste por tipo de pase y valuación, se tiene que el BCRA habría registrado una pérdida de reservas brutas por U\$S 6.767 millones entre enero y octubre 2025.

Por último, en junio, julio, y setiembre 2025, el notable monto de cobros anticipados de exportaciones del complejo agroindustrial por U\$S 7.446 millones (producto de la rebaja transitoria de retenciones a la cosecha gruesa contemplados en los Decretos 38/25 y 682/25), así como la concertación de una línea de endeudamiento REPO 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, julio, y setiembre (U\$S 7.446 millones), y solo se computara el monto promedio mensual liquidado por este concepto entre enero-mayo, y agosto y octubre 2025 (\$ 1.268 millones), la cuenta corriente habría anotado un saldo deficitario de U\$S 6.941 millones entre enero-octubre 2025. Y si por otra parte, en la cuenta financiera no se incluyeran tanto los recursos del desembolso del FMI de abril y agosto, ni la operación de venta de dólares en el mercado cambiario argentino del Secretario del Tesoro de USA por U\$S 2.040 millones para comprar pesos en octubre, ni finalmente las divisas percibidas por la línea REPO en junio, la cuenta financiera cambiaria totalizaría un significativo saldo negativo de U\$S 12.407 millones entre enero-octubre 2025. En este último escenario, después 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 merma de reservas brutas por U\$S 16.214 millones entre enero y octubre 2025.

### 3. Consideraciones finales

En los primeros diez meses del año 2025, la acumulación de reservas brutas internacionales del BCRA se originó en recurrentes y sistemáticos episodios de endeudamiento y “salvatajes” externos, y no en un flujo genuino de exportaciones ni inversiones reales directas extranjeras.

Entre enero y octubre 2025, la cuenta corriente arrojó un modesto saldo superavitario, el cual presentó dos rasgos relevantes. Por un lado, un saldo positivo de la cuenta Bienes, el cual fue erosionado por una balanza de Servicios crecientemente negativa y una cuenta deficitaria de Ingreso primario por pagos netos de intereses. Por otro lado, la magnitud del exiguo resultado positivo verificado por la cuenta corriente se vio apalancado por el excepcional acontecimiento de la liquidación anticipada de exportaciones del sector agroindustrial en tres oportunidades, producto de una rebaja transitoria de retenciones a la cosecha gruesa, un fenómeno que de no haber existido, hubiera redundado en un significativo déficit de cuenta corriente en el período.

El modesto resultado positivo de la cuenta corriente entre enero y octubre 2025 se explica fundamentalmente por tres factores. Primero, un saldo positivo de la cuenta Bienes, que alcanzó un nivel bastante similar a aquel que había exhibido en igual período de 2024 (+2%), como consecuencia de aumentos en los pagos por importaciones que superaron a los mayores cobros por exportaciones (+57% vs. +39%, respectivamente), y ello a pesar de que los cobros de exportaciones por mayores liquidaciones del complejo Cerealero oleaginoso exhibieron una buena performance relativa (+58%). Segundo, la significativa aceleración de la pérdida de divisas por el resultado negativo de la cuenta Servicios (-U\$S 9.644 millones), producto principalmente del fenomenal salto del déficit en concepto de Viajes, pasajes, y otras compras en el exterior con tarjeta (-U\$S 8.780 millones; +90%). Tercero, la persistencia del déficit en la cuenta Ingreso primario (-U\$S 8.220 millones), por los elevados pagos de intereses netos (-U\$S 8.084 millones).

Por otro lado, la cuenta financiera arrojó un resultado superavitario por U\$S 6.102 millones en el período, 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>13</sup>; Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito por U\$S 12.744 millones; Préstamos de otros Organismos internacionales y Bilaterales por U\$S 5.113 millones; Formación de activos externos del sector financiero (U\$S 4.008 millones). Sin embargo, se verificó al mismo tiempo, una salida neta de divisas de la cuenta financiera por diversas razones de importancia: un registro récord de Formación de activos externos netos (FAE) del sector privado no financiero (i.e. “fuga de capitales”), otros pagos de deuda pública del gobierno nacional (-U\$S 5.409 millones), la compra-venta de títulos valores (-U\$S 2.259 millones), y la merma de la inversión directa de no residentes (-U\$S 1.500 millones, con la salida del país de importantes firmas multinacionales).

En particular, se verificó que las salidas netas en concepto de “fuga de capitales” alcanzaron un nuevo récord histórico de 29.398 millones en el período enero-octubre 2025, el cual equivalió a 2,1 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 octubre 2025 representó casi 6 veces los ingresos netos por préstamos de Otros organismos internacionales entre enero y agosto (U\$S 5.113 millones). Por otro lado, se advierte que algo menos de la mitad de las compras netas de billetes y divisas por parte de los ahorristas en el período de referencia, 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 14.067 millones entre enero y octubre 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

<sup>13</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.

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”. En especial, en el caso de Personas Humanas, se tiene que entre enero y octubre 2025, se concretaron compras brutas de dólares Billetes por una suma de U\$S 22.325 millones, estando concentradas el 45% de las mismas entre los meses de setiembre y octubre (U\$S 9.749 millones), y el 99% de las mismas entre mediados de abril y octubre 2025 (U\$S 22.305 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 diez meses del 2025 permiten inferir que la gestión libertaria ha priorizado sistemáticamente 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 muy inestable por dos razones. Por un lado, la creciente dolarización privada golpea fuerte y de manera persistente sobre el mercado de cambios oficial. La demanda de divisas se mantiene elevada, incluso después del máximo de setiembre, y consolidó un proceso que se fortaleció desde el levantamiento parcial del cepo. Así la compra de dólares por parte de los individuos se afirma como el principal componente que termina por moldear el desempeño final del mercado cambiario. Por otro lado, el perfil de las reservas brutas depende de reiterados salvatajes, rescates y ayudas externas, ante las restricciones que aún plantea la falta de acceso pleno al mercado de deuda voluntaria privada internacional. Esto se traduce en un riesgo evidente: si se corta el financiamiento externo 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.

Pero tal vez el rasgo más notorio a resaltar sea la 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 algo menos 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 crecientemente más vulnerable y altamente condicionado.