

# El subdesarrollo productivo y el bimonetarismo en la base de la restricción externa argentina

Mercedes Marcó del Pont - Economista y presidenta de la Fundación de  
Investigaciones para el Desarrollo (FIDE).  
Cecilia Todesca Bocco - Economista

## 1. Introducción

Las crisis recurrentes de balance de pagos constituyen un rasgo estructural de la economía argentina que ha condicionado, a lo largo de las últimas décadas, el crecimiento sostenido y la estabilidad macroeconómica. Se trata de una característica que, con matices y magnitudes distintos, también se ha observado en muchas economías latinoamericanas especializadas en la producción y exportación de materias primas. El común denominador es una elevada vulnerabilidad ante *shocks* externos asociados a la volatilidad de los flujos financieros de corto plazo, a los cambios en los precios de las materias primas y a interrupciones o desaceleraciones fuertes en el comercio mundial.

Desde fines de la década de 1980, con el auge de la globalización financiera, los cambios en los ciclos de la liquidez internacional —con su correlato en el ingreso y salida de los flujos financieros— se transformaron en un determinante significativo de la vulnerabilidad externa de la región, con consecuencias en términos de inestabilidad macro y deterioro en las condiciones de la economía real.

Tal evidencia empírica dio respaldo, con el fin de amortiguar sus impactos, a las regulaciones macroprudenciales sobre los fondos de cartera o especulativos, que han pasado a integrar el conjunto de herramientas “aceptadas” por los organismos internacionales, incluido el FMI.

En la Argentina, el problema de la “dominancia del balance de pagos” sobre la estabilidad y el crecimiento suma un componente novedoso asociado a la naturaleza bimonetaria de su economía —es decir, al hecho de que el dólar constituye una de las principales reservas de valor para los sectores con capacidad de ahorro—. Se trata de una tendencia que está en la base de las recurrentes oleadas de endeudamiento externo que se han sucedido desde la última dictadura cívico-militar —que interrumpió el orden institucional en 1976— hasta el presente, siempre bajo gobiernos de corte neoliberal.

La estrategia económica del gobierno de La Libertad Avanza ha agravado los problemas estructurales de la restricción externa.

El proceso de apertura importadora y el dólar barato –componentes centrales de su política antiinflacionaria– han tenido como contrapartida un aumento del desequilibrio de la cuenta corriente asociado al achicamiento del saldo comercial y a un fuerte incremento del déficit de servicios (ocasionado, en gran parte, por el turismo en el exterior), que se suma a los requerimientos derivados de los intereses de la deuda externa. En este escenario, caracterizado por la severa escasez de dólares, en abril de 2025 el gobierno decidió levantar las regulaciones que, desde septiembre de 2019, restringían la compra de dólares para atesoramiento por parte de los particulares. Desde entonces, la formación de activos externos del sector privado (FAE, definición técnica del Banco Central de la República Argentina-BCRA que refiere al atesoramiento de los residentes<sup>1</sup>) se ha convertido en el principal canal de demanda neta de divisas de la economía argentina. Una vez más, para cubrir esos requerimientos el gobierno recurrió al endeudamiento externo, habilitado por el amplio apoyo del presidente Donald Trump a la gestión Milei, que permitió, primero, una ampliación del financiamiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) y, posteriormente, un salvataje del Tesoro estadounidense, con intervenciones en el mercado de cambios y anuncios de una línea de swap por hasta 20.000 millones de dólares.

La sostenibilidad del actual régimen de política económica depende decisivamente del acceso a financiamiento externo adicional, no solo para encarar los vencimientos de deuda de los próximos dos años, sino también para cubrir la demanda de atesoramiento del sector privado. Más allá de las hipótesis que puedan hacerse acerca de la posibilidad de que el gobierno logre una rebaja del riesgo país tal que le permita volver a los mercados voluntarios de deuda, es evidente que en 2027 la Argentina exhibirá un elevado nivel de deuda en moneda extranjera, asumida fundamentalmente para financiar la fuga de capitales doméstica y con escasa contrapartida

en términos de mejora en la capacidad de repago.

Pensar un proyecto económico alternativo que recupere el objetivo del desarrollo económico y social y sienta las bases para una estabilización macroeconómica consistente con dichos objetivos requiere un diagnóstico y una praxis que aborden los determinantes estructurales de la restricción externa. Ello supone repasar tanto los problemas asociados al tipo de inserción primarizada en el comercio internacional, a la desintegración de la estructura industrial y a la heterogeneidad productiva, como también los límites que impone la naturaleza bimonetaria de la economía argentina. En cuanto a la estructura productiva y las brechas de productividad que se observan en la economía argentina, es notable la falta de dinamismo en el proceso de inversiones necesario para revertirlas y, como motivo subyacente de esa realidad que se observa desde hace ya muchas décadas, la falta de compromiso de las elites argentinas con un plan de desarrollo nacional.

Estas falencias también se expresan y se retroalimentan en el marco de un proceso de relacionamiento externo que tiende a la primarización y que, por momentos, incluso va a contrapelo del Mercosur como mercado común que le otorgue anclaje territorial y escala a dicho plan. El marco de acuerdo comercial con los Estados Unidos, de materializarse, acentuará estas tendencias.

En cuanto al carácter bimonetario, se trata de un fenómeno que ha asumido el rol protagónico en la precipitación de las crisis externas, agregando una nueva dimensión a la desigualdad que estas generan en el cuerpo social y productivo, pues supone la socialización de una carga de deuda asumida para financiar el ahorro en divisas de un sector muy acotado de la sociedad.

---

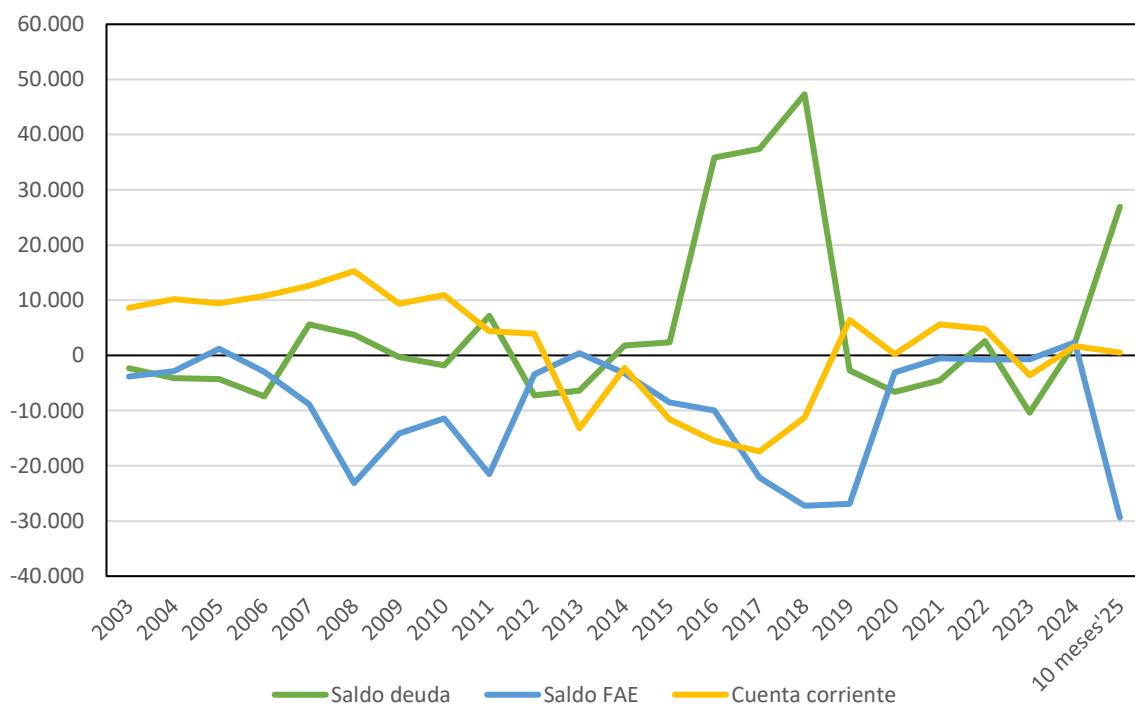
1 En este documento se utilizan indistintamente las expresiones atesoramiento, formación de activos externos de libre disponibilidad (FAE) y dolarización para referirse a la conversión de excedente en moneda nacional (pesos argentinos) a billetes y divisas en moneda extranjera.

## 2. El bimonetarismo argentino

La dolarización de la economía argentina ha sido producto de un proceso largo, que se desarrolló y acentuó en un contexto internacional de liberalización de los flujos de capitales y de primarización del perfil exportador y estancamiento de la industrialización en el país. Las sucesivas crisis económicas y financieras generadas por los experimentos neoliberales de finales de la década de 1970, la crisis de la deuda en la de 1980, las hiperinflaciones de 1989 y 1990 y, luego, la llamada Convertibilidad y su dramático colapso profundizaron el carácter bimonetario de la economía.

La gestión macroeconómica de una economía en la que los excedentes se ahorran en moneda extranjera conlleva niveles de dificultad mayúsculos. A la restricción externa característica de las economías especializadas en la exportación de materias primas, se suma el fenómeno de la dolarización de los ahorros que, dada su magnitud en términos del Producto Interno Bruto (PIB), constituye un factor de presión adicional muy significativo sobre la balanza de pagos y que ha sido financiado, salvo una fase corta de vigencia de robustos excedentes en la cuenta corriente, por endeudamiento externo.

Gráfico 1. Saldo de cuenta corriente, deuda y FAE (en millones de dólares)



FUENTE: FIDE, con datos del INDEC y BCRA.

La experiencia de la Convertibilidad es un buen ejemplo de esta dinámica: aun con un esquema de acceso irrestricto a los dólares durante un período prolongado de tiempo (casi una década), y luego de un proceso de enajenación del capital estatal (por la vía de la privatización de una cantidad muy significativa de empresas) único en la historia argentina, el nivel de endeudamiento en moneda dura que fue necesario para cerrar la brecha entre la oferta genuina de dólares

(exportaciones y atracción de Inversión Extranjera Directa) y la demanda terminó en el estallido de fines de 2001.

La crisis bancaria, producto del descalce de monedas incubado por préstamos en dólares a familias y empresas sin ingresos en moneda dura, fue un factor también determinante en el desenlace de esa crisis.

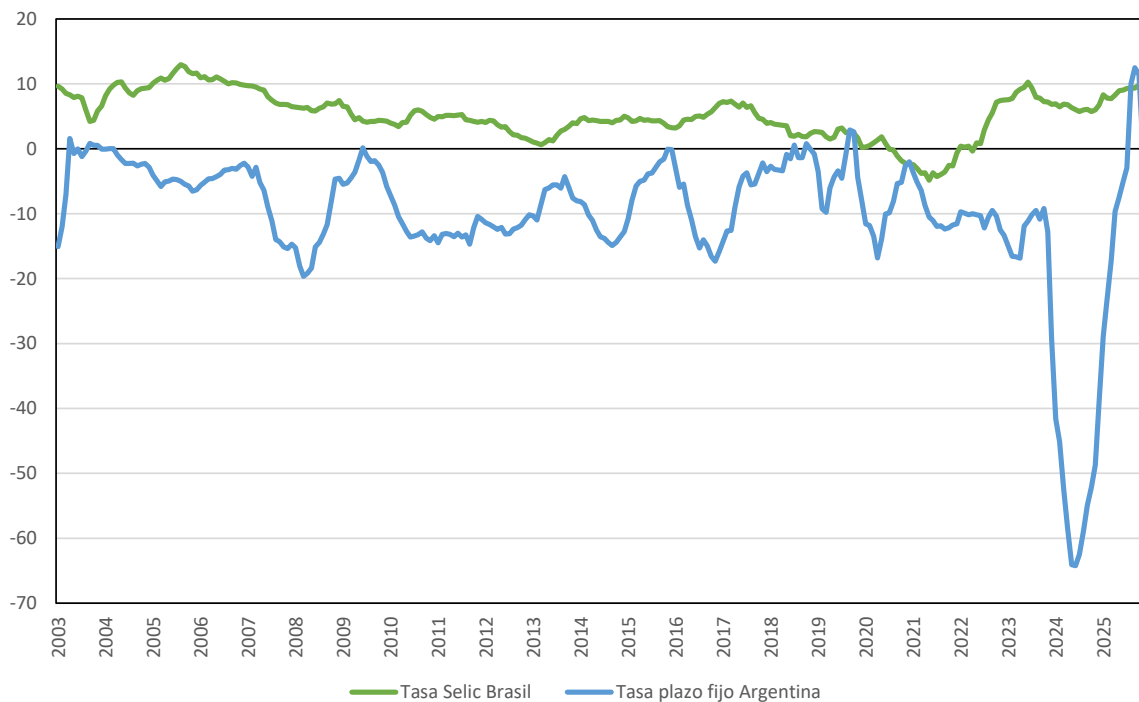
El régimen de Convertibilidad supuso un estadio previo a la dolarización plena de la economía argentina, con impactos de largo alcance que no solo afectaron las esferas productiva y social, sino también consolidaron al dólar como refugio natural del ahorro, como referencia de algunos precios de la economía y, por último, como parámetro para los contratos privados, todos aspectos que caracterizan el bimonetarismo argentino.

Es elocuente el caso de Brasil, país que experimentó crisis hiperinflacionarias similares a fines de la década de 1980 y principios de la de 1990 y, sin embargo, ha logrado mantener las funciones básicas de su moneda (como unidad de cuenta, medio de cambio y reserva de valor) a lo largo del tiempo. Lejos de las prácticas argentinas que promueven el bimonetarismo, hasta hace pocos años en Brasil estaba restringida la apertura de cuentas en dólares para particulares. La operatoria en moneda extranjera del sector privado está vinculada, como ocurre en los países normales, a su relacionamiento con el resto del mundo; esto

es, al pago de importaciones, servicios reales y financieros, utilidades y dividendos, o créditos, entre otras transacciones características del relacionamiento económico internacional.

Ahora bien, difícilmente puedan interpretarse los procesos divergentes observados en torno a la consolidación de una moneda propia en Brasil y la Argentina si no se considera la muy desigual evolución de los rendimientos reales de las colocaciones en moneda nacional. A diferencia de lo ocurrido en nuestro país, donde desde principios de este siglo la remuneración de los depósitos a plazo fijo ha registrado, salvo en algunos años puntuales, signo negativo, en Brasil la tasa de interés real ha sido fuertemente positiva. La política de tasas de interés reales negativas, conceptualmente reivindicada por los proyectos peronistas, constituye una explicación de la erosión del peso argentino como refugio del ahorro. Las dificultades para consolidar un mercado de capitales doméstico amplio y profundo constituyen otra limitante que ha operado en el mismo sentido.

Gráfico 2. Tasa de interés real (en % anual)



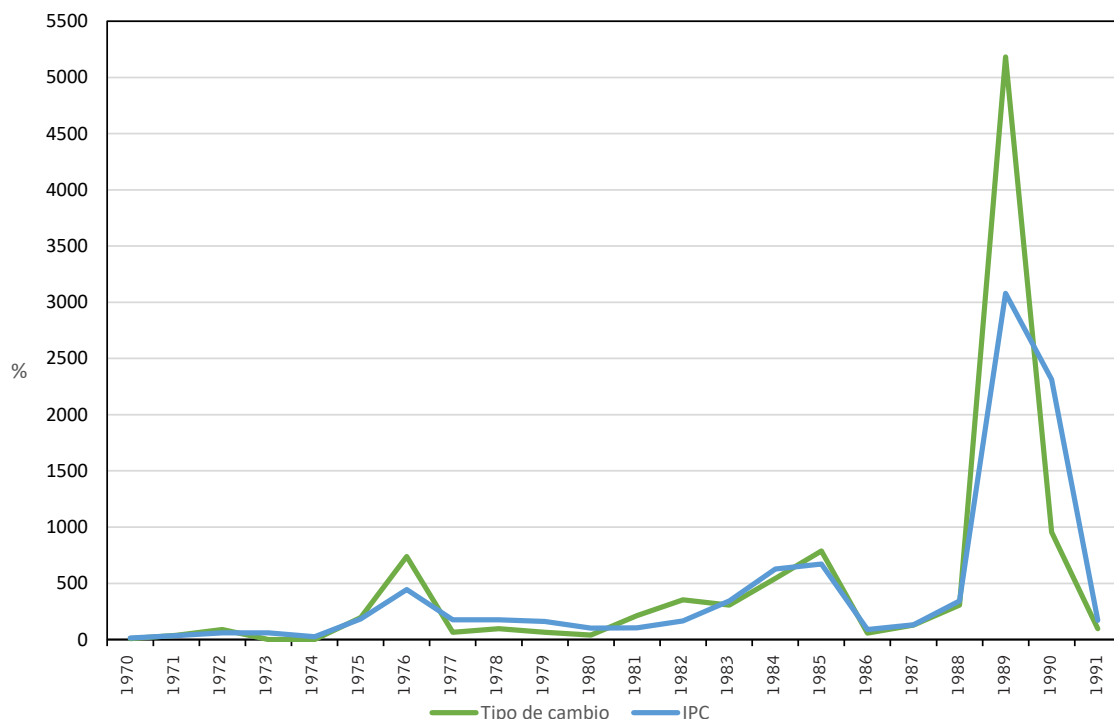
Cabe advertir que, en los países emergentes, los controles a los flujos de capitales externos de naturaleza especulativa constituyen un resorte al que se recurre para evitar los impactos disruptivos que generan los movimientos súbitos de esos fondos. En el caso de un país bimonetario como la Argentina, es necesario que tales regulaciones macroprudenciales tomen en cuenta no solo los flujos del exterior de los no residentes sino también la fuga de capital de los residentes que, como ya fuera mencionado, constituye la principal fuente de drenaje de divisas por la cuenta capital.

Este fenómeno, además de presionar sobre la demanda de dólares, condiciona severamente los espacios de la política monetaria-cambiaria, ya que, con la cuenta de capital abierta, la autoridad monetaria ve debilitada su capacidad para incidir en la tasa de interés o en el tipo de cambio, limitación que en la literatura económica se conoce como la “Trinidad Imposible”.

Un abordaje integral del problema del bimonetarismo argentino constituye, en consecuencia, una condición necesaria para

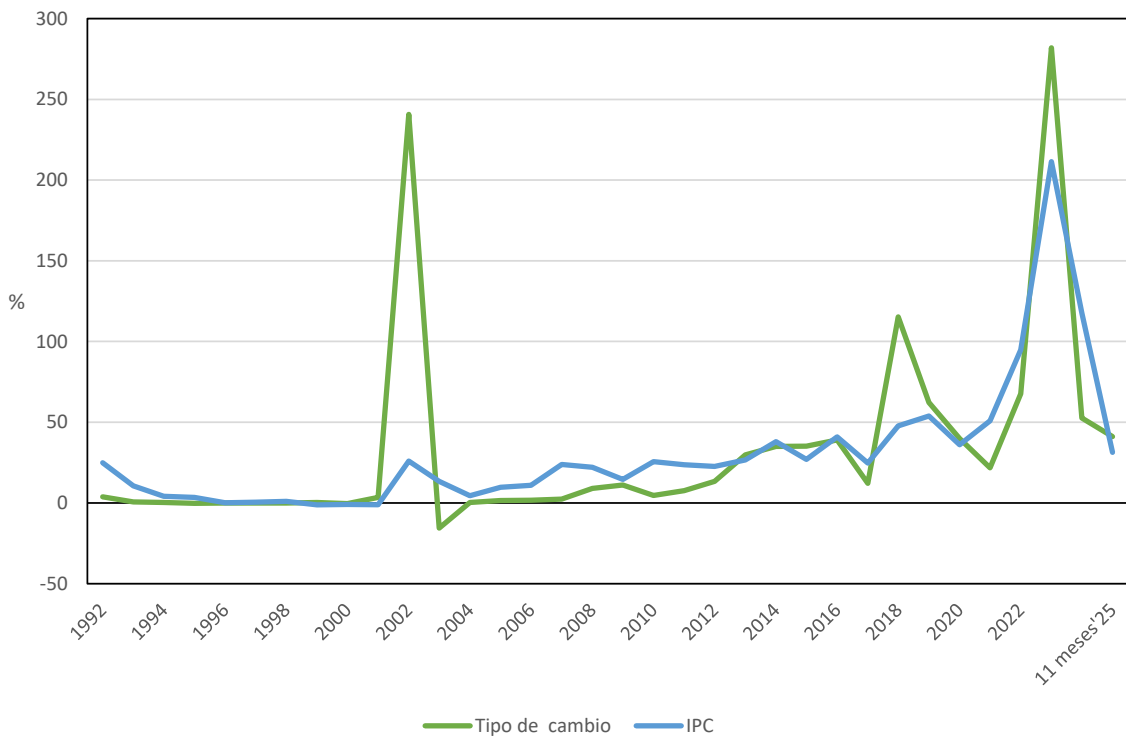
garantizar una estabilización macroeconómica social y productivamente sostenible. La evidencia que surge de nuestra historia reciente y no tan reciente indica que la baja inflación no alienta, *per se*, la desdolarización (tal como se pudo y puede observar en los gobiernos de Macri y de Milei). Un proyecto alternativo requiere integrar decisiones de política orientadas a abordar, en paralelo, las demás fuentes que explican la falta estructural de dólares en la economía argentina, asociadas al perfil de especialización primaria y a las brechas de productividad entre sectores económicos y por tamaño de empresa. En paralelo, es importante notar la relación observada en el caso argentino, a lo largo de un período prolongado, entre los saltos del tipo de cambio (devaluaciones derivadas de los episodios de estrangulamiento externo) y la inflación. Por ello, sin una reconfiguración profunda de la estructura productiva y de la inserción exportadora de la economía argentina, la estabilización macroeconómica –que, sin duda, constituye una condición necesaria para viabilizar un proceso gradual de desdolarización– luce francamente improbable.

Gráfico 3.a. Evolución comparada del tipo de cambio y la inflación, 1970-1991 (en tasas de variación interanual)



FUENTE: FIDE, con datos del BCRA y del INDEC.

Gráfico 3.b. Evolución comparada del tipo de cambio y la inflación, 1992-2025 (en tasas de variación interanual)



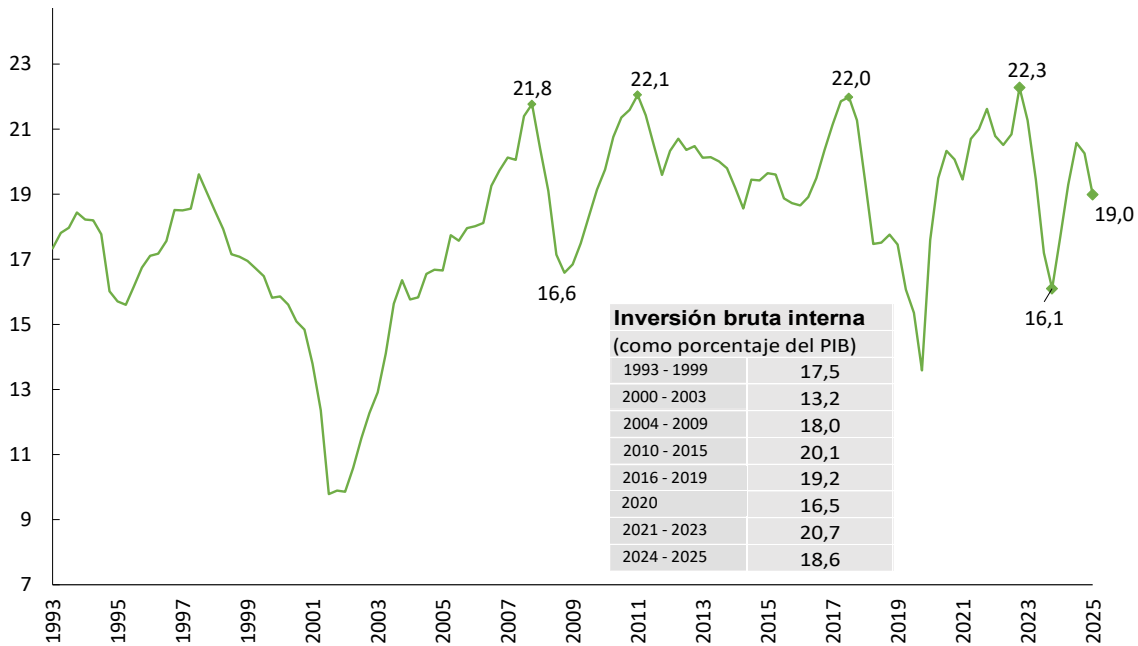
FUENTE: FIDE, con datos del BCRA e INDEC.

### 3. Productividad, especialización y sector externo

La heterogeneidad de la estructura productiva argentina, característica común de los países en desarrollo, se relaciona con la existencia y persistencia de grandes diferencias de productividad entre actividades y empresas. Estas diferencias explican, a su vez, brechas salariales que generan elevados niveles de desigualdad.

Los programas neoliberales implementados en la Argentina no han hecho otra cosa que profundizar este fenómeno, tanto por el uso del tipo de cambio y la apertura como aríetes para el control de la inflación, como por el incremento de las brechas de productividad en un contexto internacional de aceleración tecnológica. Los datos indican que la tasa de inversión ha sido francamente insuficiente, aun considerando los mejores registros (en torno al 22% del PIB), para producir los cambios necesarios en la estructura productiva.

Gráfico 4. Tasa de inversión real (inversión/PIB), a valores constantes y desestacionalizada



FUENTE: INDEC.

A estas circunstancias se suma la presión de la deuda en moneda extranjera, utilizada como vía para financiar los desequilibrios del balance de pagos (en 1976-1982, 1991-2001, 2016-2019 y 2025), lo que constituye un factor adicional de presión en la balanza de pagos, con independencia de su peso relativo respecto del PIB (muy afectado por los saltos devaluatorios y los procesos de apreciación posterior).

A partir del triunfo de Milei, una vez más se plantea la pregunta sobre la sostenibilidad de un plan económico que se basa en la acentuación de una inserción internacional basada en bienes primarios y recursos naturales y utiliza las mismas herramientas para reducir la inflación, sin considerar la dominancia del sector externo. En este análisis, es imprescindible considerar las condiciones geopolíticas y geoeconómicas vigentes, que difieren de las observadas en años anteriores. El alineamiento de la Argentina con los Estados Unidos ha demostrado ser eficaz para obtener un apoyo del Tesoro norteamericano sin precedentes. En todo caso, la pregunta sigue siendo si este apoyo será suficiente para evitar que se repita la experiencia de la Convertibilidad, cuya contracara fue un agravamiento de todos los indicadores de vulnerabilidad externa, si no

se logra un aumento significativo de la inversión (nacional y extranjera) que permita aumentar las exportaciones en un período compatible con las necesidades de la balanza de pagos.

Se puede anticipar, por experiencia histórica y porque tales tendencias ya se están verificando, que el actual régimen de política económica desemboca en una mayor primarización de nuestra estructura productiva, en la pérdida de capacidades industriales y tecnológicas, y en la precarización del empleo y la ampliación de las brechas de desigualdad, en todas sus dimensiones. En un mundo donde las políticas industriales y tecnológicas han retomado centralidad en las agendas de la mayoría de los estados nacionales, todas las decisiones adoptadas por el gobierno argentino tienden a desproteger la producción y el empleo industrial, desmantelan y desfinancian capacidades científico-tecnológicas, promueven una lógica extractivista de los recursos naturales y se desentienden de mínimos compromisos medio ambientales.

La oportunidad perdida es mayúscula, dado que en el contexto de la reconfiguración de las cadenas globales de valor (escenario de pospandemia y guerra), la Argentina posee un conjunto

de recursos naturales estratégicos (energía, minería, alimentos) y capacidades humanas y saberes específicos vinculados a la industria y a la provisión de servicios. En este sentido, el régimen de promoción de grandes inversiones (RIGI) implementado por el gobierno de Milei va a contrapelo de las políticas que se están impulsando tanto en los países desarrollados como en el mundo subdesarrollado: prioriza las actividades extractivas sin requisito alguno de incorporación de valor a lo largo de sus cadenas, libera importaciones, desmantela regímenes de protección a las empresas nacionales y define la

libre disponibilidad de los dólares de exportación de los proyectos beneficiados, entre otras características. En este marco, ni siquiera está garantizado que la maduración de los proyectos de inversión en la explotación de recursos naturales suponga un alivio sostenido y relevante de la restricción externa argentina. Un proyecto alternativo deberá diseñar políticas industriales y tecnológicas que promuevan procesos de industrialización orientados a la producción de recursos naturales estratégicos para viabilizar la transición energética.

Tabla 1. Proyectos RIGI aprobados a octubre de 2025

Sector	Empresa	Proyecto	Provincia	Inversión (en millones de dólares)
Energía-GNL	Southern Energy S.A.	Proyecto de Liquefacción Gas Natural FLNG	Río Negro	6878
Energía- Midstream	VMOS S.A.	Vaca Muerta Oleoducto Sur Proyecto VMODS	Río Negro	2486
Energía Renovable	Luz de Campo S.A./YPF Luz	Parque Solar El Quemado y Anexos	Mendoza	211
Energía Renovable	Generación Eléctrica Argentina Renovable SA (PCR y Acción)	Parque Eólico Clavarría	Buenos Aires	255
Infraestructura	Terminales y Servicios S.A.	Terminal Multipropósito Timbúes	Santa Fe	290
Minería-Cobre	McEwen Mining	Los Azules	San Juan	2672
Minería-Litio	Galan Lithium	Hombre Muerto Oeste	Catamarca	217
Minería-Litio	Rincón Mining PTY LTD Sucursal Argentina - Río Tinto	Proyecto Rincón	Salta	2724
Siderurgia	Sidersa S.A.	Proyecto Siderurgico Argentino. Sidersa	Buenos Aires	296

## 4. Luces y sombras de los controles cambiarios

Los argumentos a favor de la liberalización del mercado cambiario son conocidos: las regulaciones generan una brecha entre el tipo de cambio oficial y los paralelos que desestimula las exportaciones y las inversiones, mientras que promueven las importaciones y otros egresos. Sin ignorar los múltiples problemas derivados de las brechas cambiarias, la experiencia

argentina pone de manifiesto que la dolarización permanente de los excedentes del sector privado conspira contra una estabilización macroeconómica sostenible. Para lidiar con tales requerimientos, la Argentina debe endeudarse o bien generar un superávit en cuenta corriente suficiente para cubrirlo. De la primera opción conocemos las consecuencias, y la segunda es difícil de imaginar, dadas las urgencias para restablecer el crecimiento (impensado con estrangulamiento externo) en el contexto de un país fuertemente endeudado como el nuestro.

Gráfico 5. Saldo de formación de activos externos (como porcentaje del PIB)



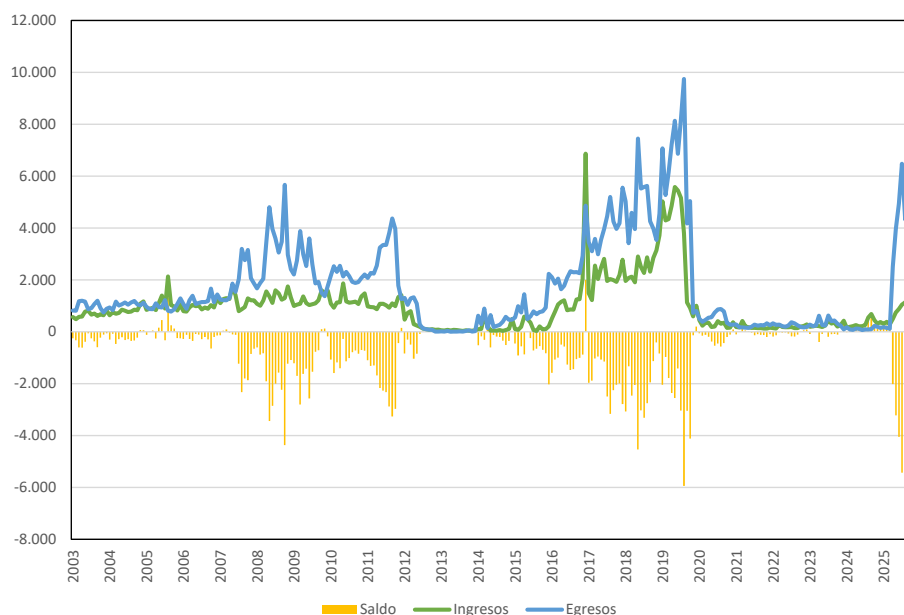
FUENTE: FIDE, con datos del INDEC y BCRA.

También es común escuchar que las regulaciones cambiarias funcionan como una “puerta giratoria” en la que los dólares no salen, pero tampoco entran. En particular, los argumentos a favor del levantamiento de las regulaciones sobre el atesoramiento en moneda extranjera se refieren al efecto positivo que podría derivarse del ingreso de los ahorros de las argentinas y los argentinos (dolarizados fuera y dentro del país, declarados y no declarados) y de la inversión directa fondeada con capitales nacionales (ya dolarizados).

La evidencia empírica, sin embargo, no respalda

el argumento de la “puerta giratoria”, ya que se observa que en los años en que no estuvieron vigentes las regulaciones cambiarias a la FAE, las salidas superaron ampliamente los ingresos, rondando, en promedio, entre el 2% y el 6% del PIB. Con la excepción del período 2003-2011, cuando la FAE fue financiada por los elevados superávits comerciales, actualmente dicha demanda de divisas se cubre mediante endeudamiento externo. Este fue el caso durante la Convertibilidad, en el gobierno de Macri y, en el presente, en la gestión Milei.

Gráfico 6. Formación bruta de activos externos del sector privado no financiero (en millones de dólares)

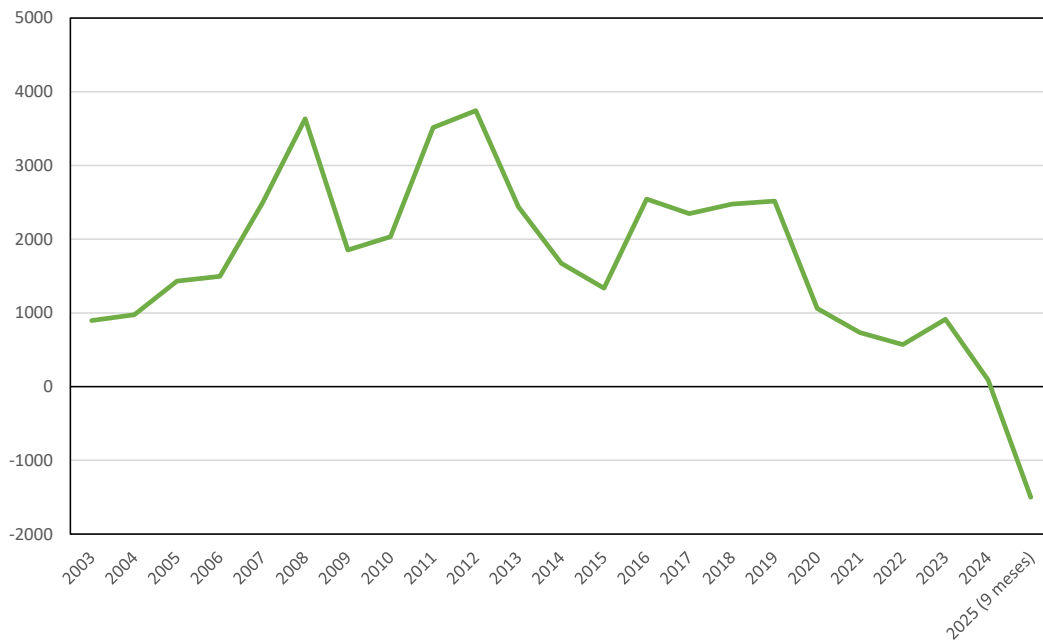


FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

Tampoco se verifica una relación causal definida entre la vigencia de controles a la compra de dólares para atesoramiento de las personas y la dinámica de la inversión externa directa (IED), variable que parece estar más asociada a factores múltiples entre los que vale la pena destacar las condiciones predominantes a escala global en los ciclos de inversión hacia los países en desarrollo,

o la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión, los marcos regulatorios nacionales, entre otros. Cabe advertir que, a lo largo de casi dos años del gobierno de Milei, los ingresos de IED han tenido saldo negativo, particularmente en 2025, cuando se verificó la repatriación de capitales en sectores como el energético.

Gráfico 7. Evolución del saldo de la inversión extranjera directa (en millones de dólares)



FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

La renuencia inversora sí puede vincularse, en cambio, con las restricciones que pesan desde hace varios años en el acceso de las empresas al mercado de cambios oficial para remitir utilidades y dividendos a sus casas matrices. En tal sentido, en la discusión sobre las consecuencias de los controles cambiarios es útil separar los que restringen la operatoria asociada a la actividad de las empresas o las personas con el resto del mundo, es decir las transacciones de la cuenta corriente externa (importaciones, servicios pagos de deuda, turismo o utilidades, entre otras), de aquellas que utilizan el dólar como un activo financiero, es decir, para el ahorro de los residentes, y que se registran como operaciones de la cuenta capital. Efectivamente, las primeras restricciones condicionan los espacios de crecimiento e inversión, entre otras cosas, porque el permiso para la remisión de utilidades y dividendos constituye una condición

mínima para garantizar flujos positivos de inversión extranjera directa (IED).

En abril de 2025, el gobierno de Milei decidió priorizar el acceso de los individuos para atesoramiento y postergó para 2026 el acceso al mercado de cambios de las empresas para transferir las utilidades devengadas este año (aun cuando es de suponer que, en algunos casos, la compra de moneda extranjera de particulares puede ser un vehículo para la repatriación de utilidades, por supuesto, se trata de una circunstancia que no se aplica a las grandes empresas). Un replanteo del marco regulatorio de la operatoria cambiaria debería priorizar el acceso del sector privado a los dólares necesarios para realizar sus operaciones comerciales y financieras con el resto del mundo, y volver a regular la demanda para el atesoramiento. En algún momento, también, hay que poner en

discusión la inequidad que subyace al fenómeno de la FAE, en el que el conjunto de la sociedad asume la carga de la deuda tomada para financiar el ahorro de un grupo minoritario de la población.

## 5. Fuentes y usos de dólares

Para dimensionar el desafío que supone administrar la escasez de dólares, resulta interesante repasar las fuentes (oferta) de dólares y sus usos (demanda). Esta información resulta útil para intentar un diagnóstico respecto de las posibilidades de "éxito" del nuevo esquema planteado por el gobierno (sin entrar a discutir las características de este éxito en términos de otras variables importantísimas como el empleo, los ingresos de las familias y la distribución del ingreso, entre otras) o de sostenibilidad de mediano y largo plazo, en esta nueva etapa.

La generación de un saldo positivo o negativo en las cuentas externas del país depende del ingreso y egreso en tres rubros principales, a saber:

- los dólares comerciales producto del intercambio de bienes y servicios con el resto del mundo (los servicios incluyen, entre otros de menor cuantía, los ingresos y egresos por turismo, fletes y seguros y servicios basados en conocimiento);
- los dólares financieros, compuestos por las operaciones de corto plazo de carácter especulativo, la deuda externa pública y privada y el atesoramiento (FAE);
- los dólares provenientes de la inversión extranjera directa.

Las estadísticas de las últimas dos décadas indican una dificultad manifiesta para incrementar las exportaciones (de bienes y servicios) y una corriente de inversión directa de largo plazo suficientes para atender los pagos de importaciones, los intereses y las amortizaciones de la deuda, a lo que se suma la demanda para atesoramiento; estas dificultades se acrecientan cuando hay retraso cambiario.

Esta brecha entre los dólares que ingresan por los canales más "virtuosos" (saldo comercial positivo e inversión directa) y la demanda total de dólares ha sido cubierta con reservas o financiada por deuda que, como es obvio, permite relajar la tensión en el presente al costo de aumentarla a futuro, por la vía del incremento en los pagos de intereses y amortizaciones, la salida o reversión, en el caso de las inversiones financieras de corto plazo y una reducción de las reservas internacionales en relación con el tamaño de la economía. Cuando el circuito se apalanca sobre el círculo vicioso, es decir, a través del aumento del endeudamiento en cualquiera de sus formas, más tarde o más temprano "el mercado anticipa" y las posibilidades de refinanciar la deuda comienzan a comprimirse, aumenta el riesgo país y los tiempos se aceleran. Esta dinámica se presenta aún con ratios deuda/PIB que no ameritarían ningún tipo de alerta o, dicho de otro modo, no es la foto sino la película lo que retroalimenta la corrida cambiaria.

En las tablas que se presentan a continuación se observan las fuentes y los usos de los dólares en las últimas gestiones de gobierno (2003-2025). Las cifras se presentan en promedios anuales.

Durante las gestiones kirchneristas (2003-2015), las fuentes en moneda extranjera evidencian un menor peso relativo de la deuda en relación con los cobros de exportaciones y niveles relativamente altos de inversión extranjera directa. En cuanto a los usos, se nota el esfuerzo del desendeudamiento en las amortizaciones de deuda y el peso de la fuga de capitales (atesoramiento), en torno a los 17.300 millones de dólares anuales, acumulados hasta fines de 2011, cuando se establecen los primeros controles cambiarios.

Tabla 2. Principales fuentes de dólares en la Argentina (en millones de dólares)

	Cobro de exportaciones	Deuda	FAE	IED	Capitales financieros de corto plazo
Prom. 2003 - 2015	56.901	24.550	9.458	2.294	226
Prom. 2016 - 2019	56.306	58.393	29.215	2.625	9.501
Prom. 2020 - 2023	69.805	52.523	2.773	833	49
2024	66.897	52.340	3.861	906	66
2025 (10 meses)	76.801	62.601	7.348	1.263	2.111

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

Tabla 3. El uso de dólares en la Argentina

	Importaciones	Servicios	Intereses	Inversión de portafolio	Utilidades y dividendos	Fuga de capitales	Amortización de deuda	Títulos públicos (neto)
Prom.03-15	44.207	9.872	5.160	75	1.971	17.346	24.595	945
Prom.16-19	45.402	17.470	12.664	9.266	1.942	50.888	41.211	-12.285
Prom.20-23	55.299	12.864	7.404	33	237	4.072	56.736	510
2024	48.220	13.731	12.815	143	298	1.501	47.920	2.212
10 meses'25	58.504	19.574	9.003	700	197	36.746	30.282	5.409

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

Los datos correspondientes a la gestión Macri muestran con claridad la relevancia de la deuda, tanto como fuente de ingresos de dólares (durante la primera etapa de su gobierno y luego mediante el salvataje del FMI) como en la forma de egresos, en concepto de intereses y amortizaciones. También es notorio el saldo negativo que se produjo entre la compra de dólares por particulares y su venta, lo que indica que la famosa "puerta giratoria" tuvo un resultado manifiestamente negativo, circunstancia que ya se había verificado durante los tres gobiernos kirchneristas, aunque con promedios anuales más bajos por el efecto de los datos correspondientes al primer mandato (2003-2007), donde todavía tallaban los efectos de la maxidevaluación de la salida de la Convertibilidad. Hacia el año 2011, la presión sobre la balanza de pagos se volvió insostenible y se introdujeron las primeras regulaciones (cepo) sobre el atesoramiento de personas humanas.

En el período 2016-2019 se observa con claridad el rol de los capitales financieros de no residentes de corto plazo y el déficit comercial, producto de la apertura, el retraso cambiario y la falta de dinamismo exportador, en un contexto de precios internacionales menos

favorables para las *commodities*. Durante este período, cuando el esquema de *carry trade* se agotó (abril de 2018), el equipo económico gestionó un préstamo con el FMI por 57.000 millones de dólares, del cual se desembolsaron aproximadamente 45.000 millones de dólares. Esta nueva deuda se utilizó para garantizar la salida de las inversiones especulativas de corto plazo, sin aplicar restricciones al acceso al mercado de cambios ni reestructurar la deuda privada. Hacia fines de 2019, todavía en la gestión macrista, la crisis de la balanza de pagos determinó la reinstauración del cepo cambiario en su versión más dura y el "reperfilamiento" de la deuda en pesos. Volviendo a los datos de la gestión Macri, la inversión extranjera, por su parte, mostró un comportamiento similar al observado durante los gobiernos kirchneristas; es decir, una vez más, el argumento de la "puerta giratoria" no parece ser una buena explicación de la dinámica del sector externo.

En los datos correspondientes a la gestión de Alberto Fernández, la deuda que figura como fuente de dólares se refiere a la refinanciación obtenida tras la reestructuración voluntaria y la renegociación del préstamo con el FMI. Por el lado de los usos, en el período 2020-2023

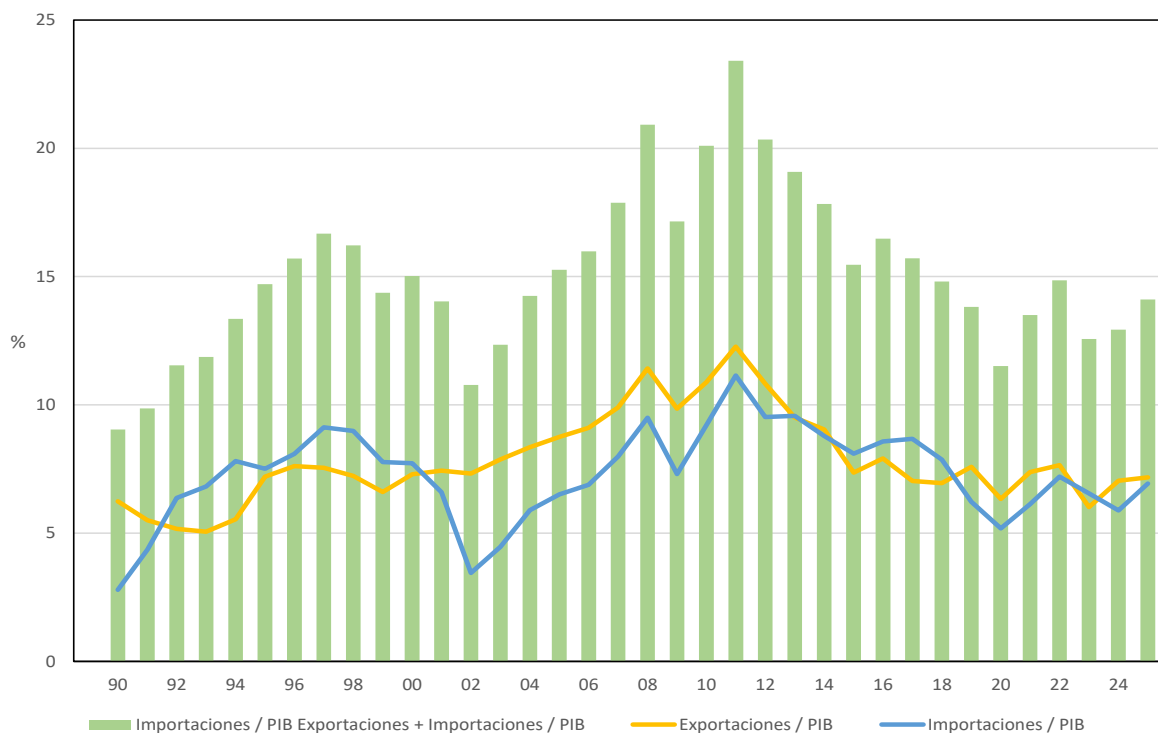
se observa con claridad el impacto a largo plazo del endeudamiento generado por Macri sobre la balanza de pagos de la Argentina. Las consecuencias se evidencian tanto en el peso de los pagos relacionados con la deuda (intereses y amortizaciones) como en su impacto en el riesgo país, que se mantuvo elevado debido a la relación entre los flujos necesarios para atender dichos pagos y la capacidad de generar dólares genuinos de la economía argentina. Las exportaciones (por el lado de las fuentes) y las importaciones (por el lado de los usos) alcanzaron máximos históricos, mientras que el atesoramiento permaneció en valores mínimos, debido a las regulaciones (prohibición de acceso al atesoramiento). En paralelo, estas restricciones tuvieron como correlato una brecha entre el tipo de cambio oficial y los paralelos que estimulaban prácticas elusivas con impacto en los ingresos genuinos (hacia la baja) y en las salidas (en alza).

En la caracterización de la situación del actual gobierno, sigue siendo muy relevante el impacto de la deuda contraída por la gestión Macri: en lo que va de la gestión de Milei, es notorio el peso de los pagos de la deuda (intereses y amortizaciones).

Como ya mencionamos, es posible observar que, más allá de los cambios normativos introducidos para estimular la inversión directa (RIGI y otras desregulaciones), hasta el momento no se evidencia un aumento en la puesta en marcha de proyectos productivos (inversiones) de gran porte que estén en condiciones de fortalecer, en el corto plazo, el ingreso genuino de dólares.

Es posible pensar que el relacionamiento estratégico con los Estados Unidos puede incrementar la corriente de inversiones en sectores que podrían alterar positivamente la dinámica de la balanza de pagos (energía, minería y, en menor medida, servicios basados en conocimiento), pero aun con este apoyo, el tiempo necesario para obtener resultados contundentes en la esfera real de la economía difiere notablemente respecto de la dinámica de la esfera monetaria-cambiaria-financiera donde los eventos pueden precipitarse, como ya se vio en los meses previos a las elecciones de medio término de 2025 y como sucede cada vez que las señales del gobierno de Trump no son del todo claras.

Gráfico 8. Comercio exterior en relación al PIB a paridad de poder adquisitivo (en porcentaje)



FUENTE: FIDE, con datos del Banco Mundial y estimación propia 2025.

Nota: PBI a paridad de poder adquisitivo.

Aquí aparece otro de los rasgos distintivos del desafío macroeconómico que enfrenta la Argentina y que refiere a las distintas velocidades que supone el diseño y la implementación de un modelo económico que permita ir reduciendo las brechas de productividad y, por lo tanto, del perfil productivo y exportador argentino, para poder disminuir la recurrencia de los ciclos de estrangulamiento y devaluación que anidan en todos y cada uno de los episodios de aceleración inflacionaria, en oposición a la inmediatez de la devaluación y la apertura como antídotos para contrapesar la baja productividad.

## 6. Interrogantes sobre el futuro

Las condiciones de posibilidad de “éxito” –entendido en sus propios términos– de esta nueva etapa del programa económico de Milei dependen de diversos factores:

- En el corto plazo, el gobierno necesita recrear una rueda de carry trade que frene la demanda de dólares y le permita contener el tipo de cambio dentro de las bandas establecidas.
- En el mediano plazo, es necesario lograr una disminución del riesgo país que permita volver a los mercados voluntarios de crédito y refinanciar los vencimientos sin reestructuraciones traumáticas.
- En paralelo, se requiere un aumento significativo en la corriente de inversión extranjera directa que, a más largo plazo, debería generar una transformación de la estructura productiva y un incremento en las exportaciones de bienes y servicios para poder acumular reservas y hacer viable la demanda proveniente de los pagos por importaciones (en un contexto de apertura), de la voluntad de ahorro en moneda dura de los argentinos y del repago de las

amortizaciones y de los intereses de la deuda (creciente).

Estas condiciones parecen, por diversos motivos, de difícil cumplimiento. En primer lugar, el empeoramiento de las condiciones internacionales, con un notorio aumento de la incertidumbre, provocado por las decisiones de los Estados Unidos en materia arancelaria y sus consecuencias sobre las corrientes globales de inversión (financiera y directa), no es particularmente propicio. Así lo vienen demostrando los datos de IED en la región.

De acuerdo con el informe más reciente de la CEPAL (2025), si bien la inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe experimentó un repunte nominal del 7% en 2024 –que, en términos reales representa un estancamiento–, su composición cualitativa confirma una pérdida de relevancia como motor de desarrollo estructural: el crecimiento se sostuvo principalmente en la reinversión de utilidades de firmas ya instaladas –mientras que los aportes de capital nuevo permanecieron estancados– y evidenció un retroceso sectorial hacia industrias extractivas (hidrocarburos) en detrimento de áreas de alto valor agregado o energías renovables, lo que lleva al organismo a concluir que estos flujos actuales no están generando la transferencia tecnológica ni la diversificación productiva necesarias para alterar la trayectoria de bajo crecimiento de la región. En este escenario regional, el desempeño de la Argentina mostró un desacople respecto de la tendencia de crecimiento latinoamericana, al registrar una contracción interanual de los flujos de IED cercana al 54% en 2024. Mientras que economías como Brasil y México capitalizaron el grueso de la inversión regional, la Argentina descendió en el ranking de receptores y concentró la poca inversión que ingresó, casi exclusivamente, en el sector de hidrocarburos (Vaca Muerta).

No obstante lo observado hasta el momento en materia de inversión extranjera directa, podrían existir algunas oportunidades vinculadas con la reconfiguración del comercio para la Argentina (por ejemplo, a través del reemplazo de oferta norteamericana de productos agropecuarios por retaliación arancelaria), pero estas solo pueden

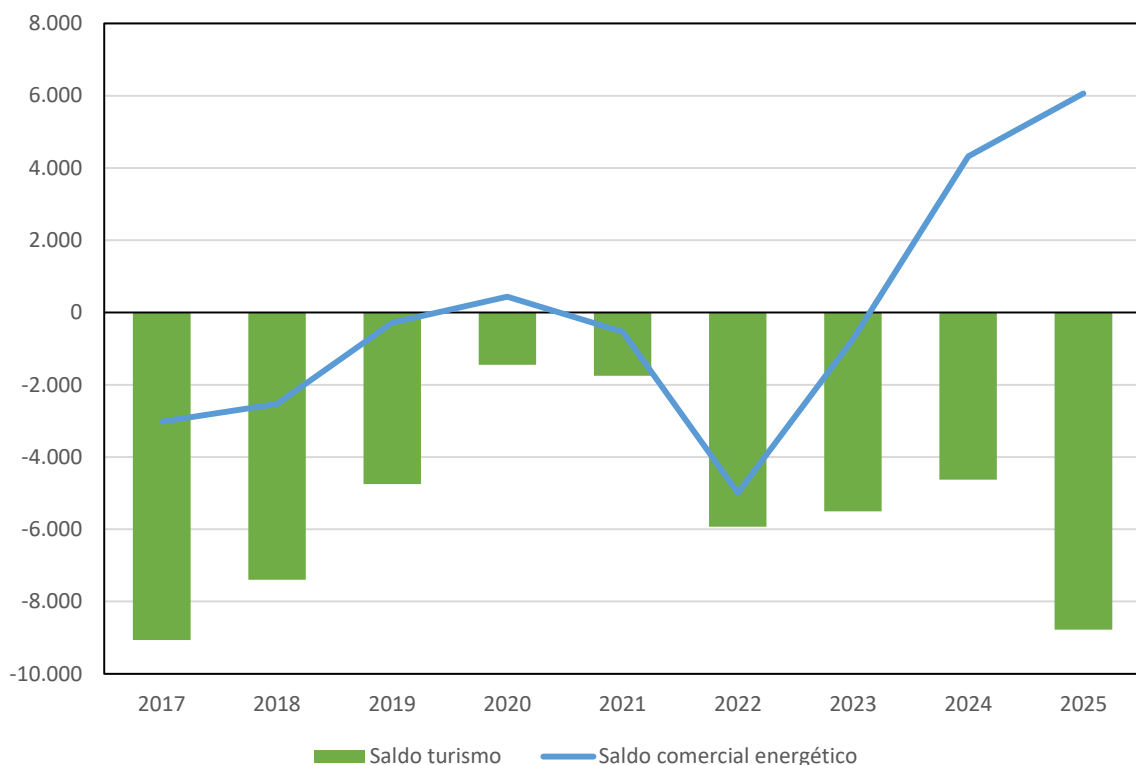
ser exploradas en el marco de una política de relacionamiento internacional diseñada en torno a los intereses argentinos y no sobre la base de alineamientos como los que ha venido articulando el gobierno de Milei. En este sentido, la falta de discusión para lograr más espacio de política y tratamientos específicos en favor del agregado de valor en el acuerdo Mercosur-Unión Europea y, más en general, el desprecio del gobierno de Milei por el bloque, configuran un escenario poco propicio para lograr una inserción con trabajo y contenido tecnológico en las nuevas cadenas.

En segundo lugar, la experiencia previa con el FMI indica que el regreso a los mercados resulta de difícil cumplimiento dado el carácter de acreedor privilegiado del organismo, el monto de los préstamos (el caso argentino ya explica más del 40% de la cartera del FMI y los préstamos ascienden al 976% de su cuota en el organismo) y las dificultades y los tiempos necesarios para obtener los frutos de las eventuales inversiones en los sectores estratégicos (energía, minería, etc.) que podrían aumentar notablemente las

exportaciones argentinas. Ciertamente es también que la voz del FMI ha quedado asordada en el marco del alineamiento del gobierno con la Administración Trump, que, a su vez, tiene injerencia decisiva en el accionar del organismo.

En tercer lugar, la famosa "puerta giratoria" del atesoramiento ha resultado históricamente en un saldo negativo muy importante, con independencia del signo político y de la orientación del gobierno de turno. El ancla cambiaria, instrumento central de la política antiinflacionaria oficial, también conspira contra el equilibrio de la cuenta corriente, entre otras cosas porque alienta, además de las importaciones (fenómeno exacerbado por la desregulación de los distintos mecanismos protectores de la producción nacional), el gasto en turismo y pagos con tarjeta de crédito en el exterior que, como se puede ver en el gráfico 9, ya supera ampliamente el alivio generado trabajosamente a lo largo de más de una década por el resultado del sector energético que, a partir de 2024, arroja un saldo positivo producto de las inversiones públicas y privadas.

Gráfico 9. Balance de turismo al exterior y saldo comercial energético, 9 meses de cada año (en millones de dólares)



FUENTE: FIDE, con datos del BCRA e INDEC.

El apoyo ya recibido por parte del Tesoro norteamericano podría imprimir condiciones de factibilidad para los objetivos de corto plazo del gobierno: mantenerse dentro de la banda de flotación del tipo de cambio (aunque esto suponga estar pegado al techo) y así controlar el impacto de la salida parcial del cepo sobre la inflación. Esta estrategia, sin embargo, tiene un correlato directo en términos de falta de acumulación de reservas, dato que los mercados solo pueden aplazar, pero de ningún modo dejar de considerar. La acumulación de reservas necesaria para revertir la fragilidad del sector externo también constituye un objetivo de mediano y largo plazo, dado el perfil exportador de la Argentina.

En términos políticos y con el resultado – favorable para el gobierno– de las elecciones de medio término en mano, queda claro que el desarme del cepo para las personas humanas amplía el universo de los actores que podrían apostar por el *carry trade* y también trae aparejado un efecto político positivo que Macri identificó en una entrevista con el escritor Vargas Llosa en la que asoció la libertad a la posibilidad de poder acceder a la compra de dólares para atesoramiento. Este efecto podría extenderse aun a aquellas personas que no cuentan con los ingresos o ahorros necesarios para materializar la dolarización. En el mismo sentido opera el “efecto miedo” que, según las encuestas cualitativas de opinión posteriores a las elecciones, puede resumirse en las consecuencias de restarle apoyo al gobierno en la situación de vulnerabilidad externa en que se encuentra el país. En términos más generales, la falta de una alternativa política y técnica creíble y viable retroalimenta el apoyo al gobierno, aunque más no sea para evitar males mayores.

En el mediano y largo plazo, sin embargo, la evidencia indica que la presión sobre la balanza de pagos de la combinación de los pagos de importaciones (en un contexto de apertura, apreciación cambiaria y recuperación en el nivel de actividad), los pagos vinculados a los intereses y las amortizaciones de la deuda (acrecentados por los sucesivos programas con el FMI y las dificultades para el acceso al mercado voluntario de deuda) y la magnitud del fenómeno del atesoramiento (que rápidamente pueden sumar

entre el 2% y 5% del PIB neto anual) componen una demanda que supera con creces los ingresos de dólares que se podrían proyectar, aun siendo optimistas, para este año y los que siguen.

Como ya fuera dicho, el factor de contrapeso novedoso es el notable involucramiento del Tesoro norteamericano que, sin embargo, se enfrenta a límites que estaría imponiendo su propia dinámica política interna. En tal sentido, la reticencia del Tesoro para salir como garante de un préstamo sindicado de grandes bancos internacionales o los interrogantes respecto a los espacios para hacer uso efectivo de la línea de swap son señales que no pueden ser ignoradas. La apuesta pasaría por lograr una disminución significativa del riesgo país que permita despejar los vencimientos de la deuda previstos para 2026 y 2027. La pregunta es si ello es factible sin una corrección cambiaria que vuelva a habilitar el fortalecimiento de las reservas internacionales. En este escenario caracterizado por el fuerte respaldo de los Estados Unidos al gobierno de Milei (que se ha dado en llamar la *geoeconomía*), un eventual reingreso a los mercados financieros internacionales podría mejorar las condiciones necesarias para estimular la inversión extranjera y, más relevante aún, la inversión directa nacional y, de esa forma, lograr el puente temporal necesario para el fortalecimiento genuino del sector externo mediante un aumento sostenido de las exportaciones.

Sin embargo, esta trayectoria está aún lejos de verificarse y si la misma no viene aparejada de políticas industriales y científico-tecnológicas el impacto en la economía argentina tenderá a generar enclaves vinculados a la explotación de recursos naturales estratégicos, acicateando el proceso de balcanización que se viene observando en la relación entre las provincias y la Nación, especialmente a partir de la Constitución de 1994 y del traspaso del control de los recursos naturales a manos de las provincias y, más recientemente, de la dinámica de fragmentación que se observa en los principales partidos políticos.

En términos más generales, aun cuando las condiciones financieras logradas mediante el apoyo del gobierno de los Estados Unidos puedan otorgar continuidad al esquema de política

económica –como se verificó durante una década en 1990 con el programa de la Convertibilidad–, el proceso de primarización (desindustrialización) traerá aparejado un bajo dinamismo del empleo y de los ingresos. Se trata, pues, de un escenario en el que las condiciones políticas que genera la reducción de la inflación (estabilidad) permiten la legitimación de una dinámica en la que se verifica una contracción significativa de los ingresos reales y el desmantelamiento de gran parte del estado de bienestar (educación, salud, jubilaciones y otros programas con impacto social). Sin embargo, aun en este escenario – que, por cierto, supone un elevadísimo nivel de sufrimiento social–, el derrotero del sector externo, en condiciones de libre acceso de los residentes al ahorro en moneda extranjera, más tarde o más temprano, incuba una nueva crisis de balanza de pagos.

## 7. Reflexiones finales

El bimonetarismo constituye un rasgo distintivo de la economía argentina. Los flujos que se dolarizan tienen una dimensión y una velocidad que superan con creces la trayectoria de las fuentes genuinas de dólares (exportaciones e inversión). En paralelo, el tiempo necesario para el diseño, la implementación y la maduración de un plan de desarrollo nacional resulta incompatible con la volatilidad que la dinámica de la dolarización de los excedentes imprime a la macroeconomía.

A este rasgo estructural se suma el nivel de endeudamiento que se ha ido generando en los últimos años, en particular durante la gestión de Macri y, más recientemente, aunque todavía en menor cuantía con Milei, como vía para financiar los déficits del sector externo. En este escenario cabe incorporar el fenómeno del endeudamiento creciente del sector privado y de las provincias. Por sí no es una señal preocupante, siempre y cuando esté dirigido a ampliar la capacidad exportadora de las empresas y, en gran medida, a financiar inversiones en sectores que amplían la capacidad exportadora. Sin embargo, hay que seguir de cerca este proceso, ya que el endeudamiento de bancos o provincias para

financiar gastos corrientes, de ampliarse en el tiempo, puede introducir un nuevo flanco de descalce entre oferta y demanda de dólares. Otra coincidencia con lo vivido en la década de 1990. La suma del atesoramiento y el peso de la deuda (con su actual cronograma de pagos), a lo que se agrega un incremento notorio de las importaciones –tanto cuando estas son el producto de la utilización de la apertura como herramienta para reducir la inflación como cuando se introducen controles y se genera una brecha entre el dólar oficial y los paralelos–, representan desafíos de primer orden para la estabilización macroeconómica.

El fortalecimiento de las reservas internacionales constituye una condición necesaria para garantizar la gobernabilidad del mercado de cambios, pero la experiencia enseña con elocuencia que tal robustez tiene pies de barro cuando se nutre del endeudamiento externo sin contrapartida. Como se intentó explicar a lo largo de este documento, la evidencia también apunta a los efectos desestabilizadores que el atesoramiento en moneda extranjera genera sobre el balance de pagos, lo que la convierte en una de las principales fuentes estructurales de la restricción externa.

Un proyecto alternativo que tenga como norte impulsar un proceso de desarrollo inclusivo no puede dejar de lado las políticas necesarias para desdolarizar progresivamente la economía argentina. En ese camino, la reducción de la inflación es una condición necesaria pero insuficiente y debe articularse, entre otras dimensiones, con la recreación de alternativas de ahorro en moneda nacional, en la que la tasa de interés y el desarrollo del mercado de capitales doméstico desempeñan un papel importante. Las oportunidades para aumentar sensiblemente las exportaciones argentinas en los años por venir abren la posibilidad de diseñar una administración inteligente de divisas, priorizando las necesidades del desarrollo.

Aun en el marco de un mundo complejo, tensionado e incierto, la Argentina tiene espacios para plantearse un proceso de transformación productiva que recupere el sendero de la industrialización y la innovación. Ayuda en tal

sentido el cambio de narrativa que ha dado lugar a la profundización de las políticas industrial y tecnológica en la agenda de las naciones que, durante mucho tiempo, estuvo deslegitimada o condicionada para el ejercicio de los países en desarrollo. Contribuye en el mismo sentido el proceso de transición energética que, más allá de avances y retrocesos, conforma una de las principales transformaciones tecno-productivas de la época. La Argentina dispone de recursos naturales considerados críticos para viabilizar tal transición, recursos que, desde el punto de vista del interés nacional, son estratégicos porque abren oportunidades para avanzar en los eslabones de mayor valor agregado y tecnología de esas nuevas cadenas.

En términos más políticos y generales, la Argentina parece estar, desde hace ya mucho tiempo, sumida en una situación de bajo compromiso de las élites con un proyecto de desarrollo nacional. Aun en los momentos en que

la tasa de inversión ha tocado los máximos de las últimas décadas, estos datos evidencian una insuficiencia crónica que impide la disminución de las brechas de productividad y donde una cantidad importante de sectores se perpetúan únicamente en base a una combinación de protección y subsidios de carácter permanente que no solo no resuelven los problemas, sino que, en algunos casos, los agravan. La misma falta de proyecto se observa en la articulación de un relacionamiento externo que permita avanzar en las cadenas de valor y generar más trabajo y mejores ingresos en el Mercosur y en la Argentina.

El desafío es mayúsculo. Así lo demuestran las principales variables macro y microeconómicas y, también, el triunfo de fuerzas políticas que solo ganan con el descontento. Al mismo tiempo, la sociedad argentina parece seguir dando muestras significativas a favor de una sociedad en la que la justicia social pueda materializarse.

## Publica Fundación Heinrich Böll Buenos Aires

[info@boell.org.ar](mailto:info@boell.org.ar)

Marzo 2026

### Distribución gratuita

Licence: Creative Commons (CC BY-NC-ND 4.0)

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>



*La Fundación Heinrich Böll es la fundación política alemana cercana al partido Alianza90/Los Verdes. Tiene su sede central en Berlín y actualmente cuenta con 34 oficinas en todo el mundo. La Fundación y su oficina en Buenos Aires se sienten especialmente comprometidas con las políticas para una transición social-ecológica y un desarrollo sustentable, la promoción de la democracia y la justicia de género, así como con la consolidación institucional y profundización de los derechos humanos. Asimismo, considera clave fortalecer a la sociedad civil en el dialogo permanente entre ciudadanía e institucionalidad política como práctica democratizadora. Hacen especial hincapié en el intercambio de conocimientos y la comprensión mutua entre actores en Europa y América Latina, para lo cual promueven el diálogo internacional.*