

Un frágil récord de reservas...



Claves del Informe

- Las reservas internacionales brutas tocaron en julio de 2026 un máximo de la gestión actual (USD 49.535 millones el 7/7, USD 49.196 millones al 29/7), aunque por debajo del récord histórico de abril de 2019 (USD 77.481 millones), que en su momento también estuvo apuntalado por endeudamiento de corto plazo.
- Al descontar los depósitos en dólares del sector privado, que el BCRA debería garantizar en caso de retiro de depósitos, las reservas netas caen a USD 8.638 millones. Sin el

financiamiento del FMI del año 2025, serían negativas: -USD 3.758 millones, considerando la totalidad de los desembolsos el rojo alcanzaría los USD 54.600 MM.

- Los depósitos privados en dólares treparon de USD 30.853 millones (jun-25) a USD 40.558 millones (jul-26), alcanzando los máximos niveles de la serie, y ya representan el 82% de las reservas brutas.
- Los giros de utilidades y dividendos al exterior se multiplicaron: de un promedio de USD 25 millones mensuales en 2023-2024 a USD 1.029 millones en junio de 2026, su máximo histórico. En los últimos doce meses acumulan USD 3.245 millones, quince veces más que en los doce meses previos.
- La compra de billetes y divisas por motivos especificados se mantiene en niveles altos, significando una demanda de USD 12.957 en lo que va del 2026.
- Es la cuenta corriente, no la financiera, la que sostiene el modelo: aportó un superávit de de USD 7.100 millones en lo que va de 2026, siendo la piedra angular del sector externo argentino.
- La dualidad sectorial atraviesa tanto la cuenta corriente como la financiera: oleaginosos, minería, alimentos y agro concentran el superávit comercial y capacidad de endeudamiento externo (a pesar de sus altos niveles de distribución de dividendos).

Un récord con letra pequeña

El "éxito" cambiario que exhibe la comunicación oficial —reservas en niveles no vistos desde el cambio de gestión— convive con una estructura cada vez más frágil por debajo de la superficie. Buena parte de ese stock no es de libre disponibilidad: casi todo lo acumulado desde abril de 2025 corresponde a depósitos del sector privado y a desembolsos del FMI, no a divisas genuinas generadas por inversión externa. El sostén real es la cuenta corriente, financiada por el agro y los hidrocarburos, mientras que la cuenta financiera fue el canal por el cual las familias dolarizaron ahorros a gran escala apenas se abrió el cepo, y por el que las empresas extranjeras giraron utilidades acumuladas durante años. Si la dinámica de fondo no cambia, el margen para seguir acumulando reservas "de calidad" sin apelar a nuevo endeudamiento es cada vez más estrecho.

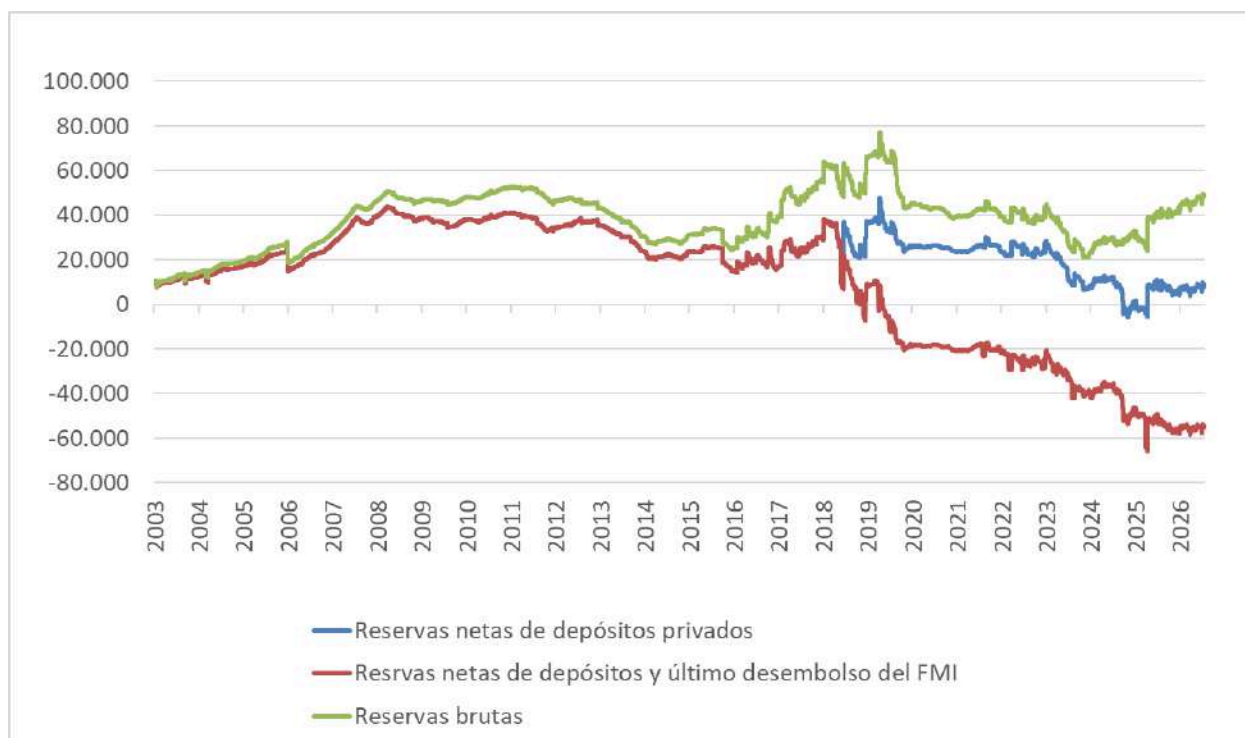
El Banco Central exhibe con orgullo el nivel de reservas brutas más alto desde el cambio de gobierno: USD 49.196 millones al 29 de julio, luego de un máximo intramensual de USD 49.535

millones el 7 de julio. Es, de hecho, el nivel más alto registrado desde abril de 2019, cuando las reservas brutas tocaron su récord histórico de USD 77.481 millones, un nivel que en ese momento también reflejaba en gran medida colocaciones de deuda de corto plazo. La comparación histórica es un llamado de atención, ya que no alcanza un alto nivel de reservas internacionales para garantizar la estabilidad bancaria y cambiaria (como se observó en 2018 y 2019). Debido a ello, pretendemos en este informe evaluar el origen del aumento de las reservas observado y los potenciales riesgos que el modelo actual conlleva.

El principal indicador que debemos observar es la capacidad del Banco Central para responder ante una corrida bancaria (retiro de depósitos). A diferencia de las corridas cambiarias, que presionan en la cotización del dólar y pueden ser parcialmente contenidas mediante una devaluación o controles cambiarios, las corridas bancarias implican crisis estructurales. Mientras que los depósitos en pesos son respaldados con la capacidad ilimitada de emisión del Banco Central, los depósitos en dólares solo pueden ser respaldados con reservas internacionales, siendo ellas el límite del sistema antes de un potencial colapso. Ejemplos de tal situación fueron la crisis del 2001-2002 que finalizó con la pesificación de depósitos, así como la crisis de 2018-19, que mostró un sistema bancario con capacidad de respaldo (se devaluó y se instauró un control de cambios, pero el sistema bancario pudo afrontar la salida de depósitos en dólares hasta controlar la corrida bancaria con la ayuda de una serie de desembolsos del FMI).

En el gráfico 1, se observa la evolución de las reservas netas de depósitos en dólares del sector privado. El gobierno de Milei se destaca por tener los menores niveles desde enero de 2003, siendo nuevamente apuntalado por el FMI (al igual que en el gobierno de Mauricio Macri). Debemos destacar que la sostenibilidad de los esquemas liberales parece depender exclusivamente de los desembolsos del FMI. A pesar de los reiterados ajustes fiscales o monetarios llevados adelante por estos gobiernos, el sector externo no sería sostenible sin el apoyo permanente de este organismo internacional.

Gráfico 1. Reservas internacionales brutas, netas de depósitos privados y netas de depósitos sin financiamiento del FMI. En millones de USD.

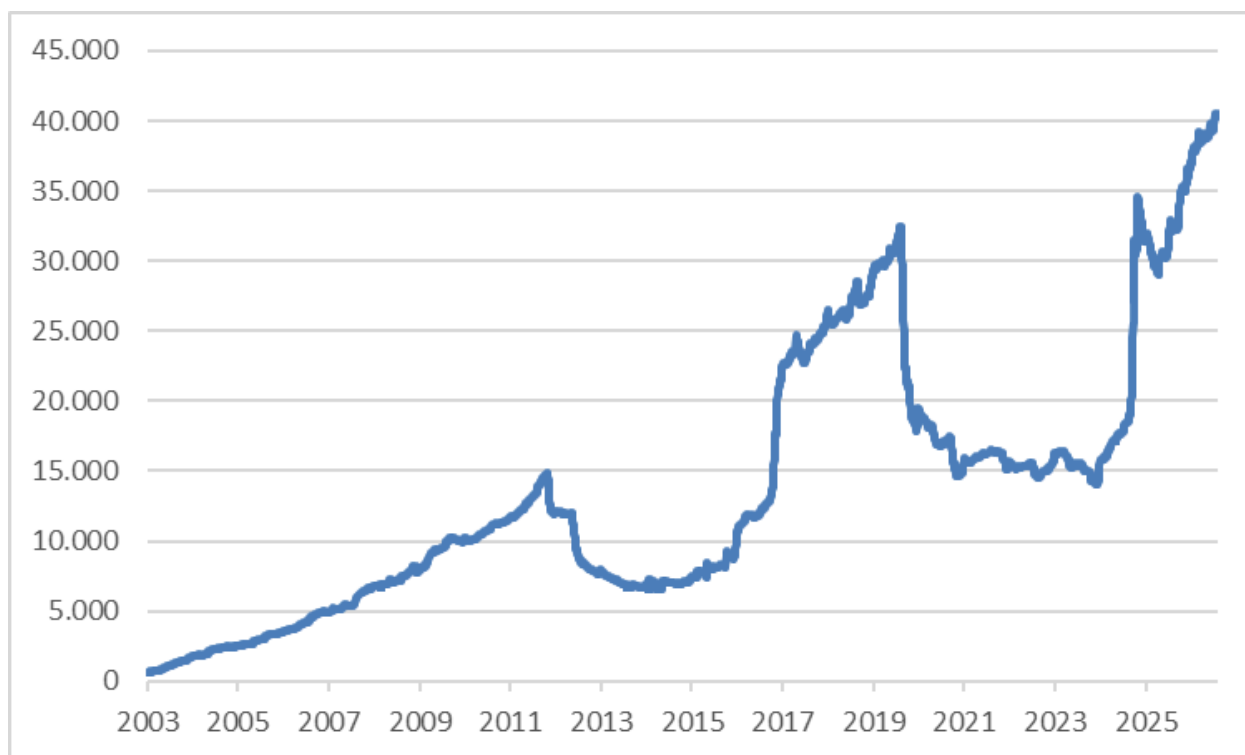


Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Esta "letra pequeña" no es un detalle menor: los depósitos privados en dólares no dejaron de crecer, de USD 30.853 millones en junio de 2025 a USD 40.558 millones en julio de 2026, y hoy explican el 82% del stock bruto de reservas. El "colchón" que engrosa la estadística oficial es, en una proporción creciente, plata de terceros.

Al observar en el gráfico 2 la evolución de depósitos en dólares, encontraremos que la gestión actual marca el récord de la serie. Ello se debe a dos fenómenos: por un lado, los sucesivos blanqueos generaron un ingreso de dólares que se encontraban fuera del sistema al sector bancario, por otro, la desregulación del sector cambiario implicó una significativa compra de dólares por parte de los ahorristas, los cuales implican un compromiso de pago por parte de los bancos, siendo el origen de las divisas el comercio exterior o la cuenta financiera.

Gráfico 2. Depósitos en dólares del sector privado. En millones de USD.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

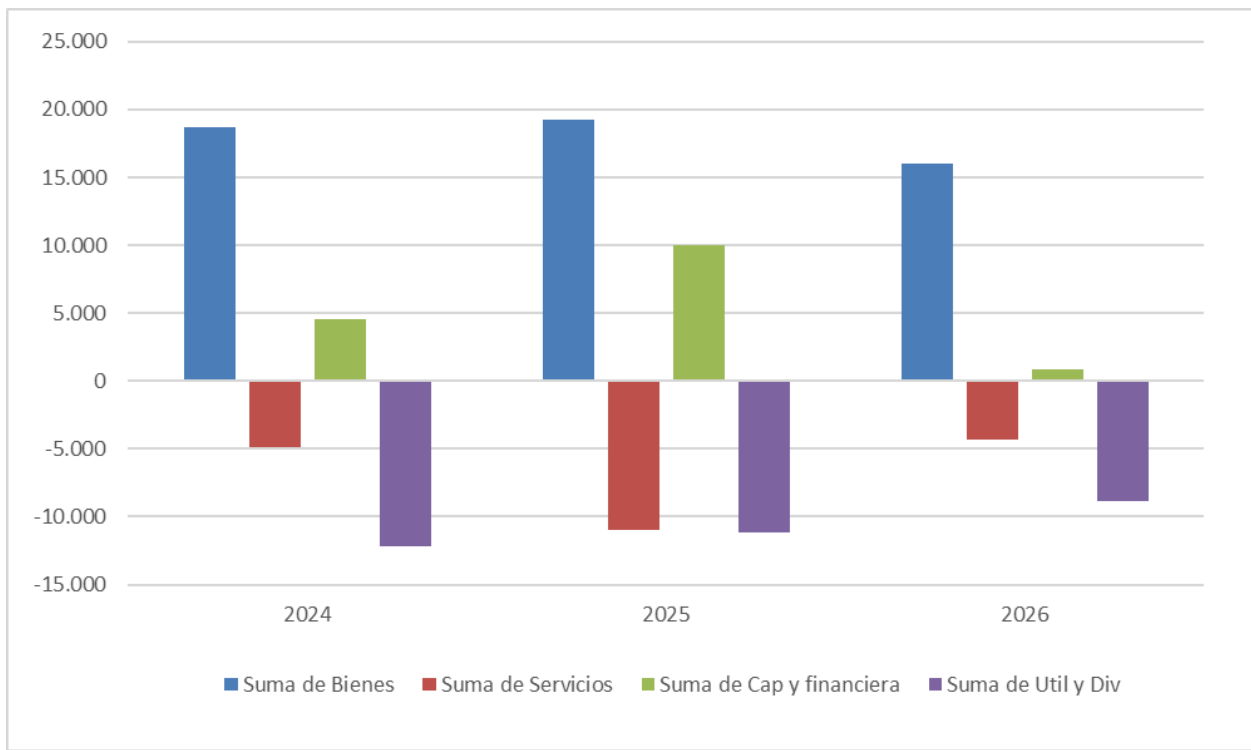
Destacamos nuevamente que el aumento de los depósitos en dólares implica niveles crecientes de fragilidad financiera. Si los ahorristas deciden retirar sus depósitos de forma repentina, la única forma que tiene el sistema bancario para responder es a través de la reducción de las reservas internacionales.

Definida esta fragilidad, pasaremos a analizar qué sectores son los que están apuntalando esta permanente dolarización de activos y cuáles amenazan la sostenibilidad del modelo.

Una primera aproximación al sector externo

Puesto en perspectiva anual, el gráfico a continuación muestra con claridad cuál es el sector que apuntala el frente externo: las exportaciones de bienes. Sin embargo, hay que destacar que mientras que el sector servicios es estructuralmente deficitario (sobre todo por el turismo) y los pagos de utilidades y dividendos generan una presión externa constante, la cuenta capital y financiera muestra en este año un deterioro notable.

Gráfico 3. Principales agregados del balance cambiario. En millones de USD.

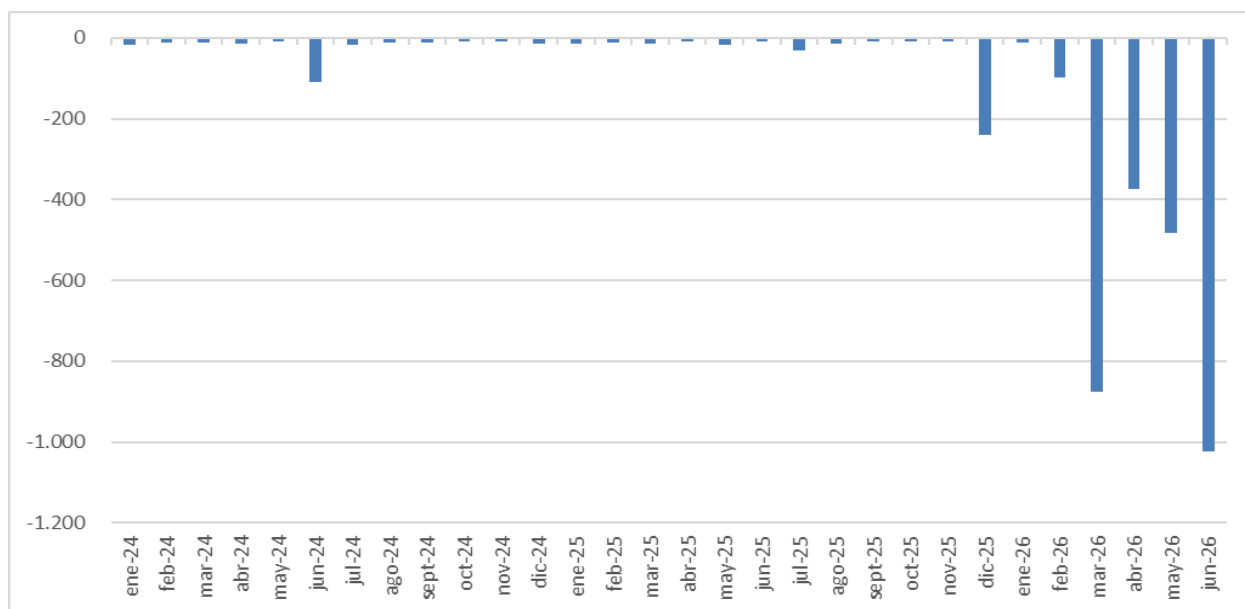


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

La sangría de utilidades y dividendos

Si hay un dato que resume el cambio de régimen cambiario de los últimos meses es la escalada de los giros de utilidades y dividendos al exterior por el mercado oficial de cambios. Entre 2023 y 2024 este concepto se movía en un rango discreto —entre USD 15 y 60 millones la mayoría de los meses, con algún pico puntual—. Desde diciembre de 2025, con el avance de la liberalización cambiaria, la serie se dispara: USD 246 millones en diciembre, USD 882 millones en marzo de 2026, USD 490 millones en mayo y un récord de USD 1.029 millones en junio. En los últimos doce meses (julio de 2025 a junio de 2026) el acumulado llega a USD 3.245 millones.

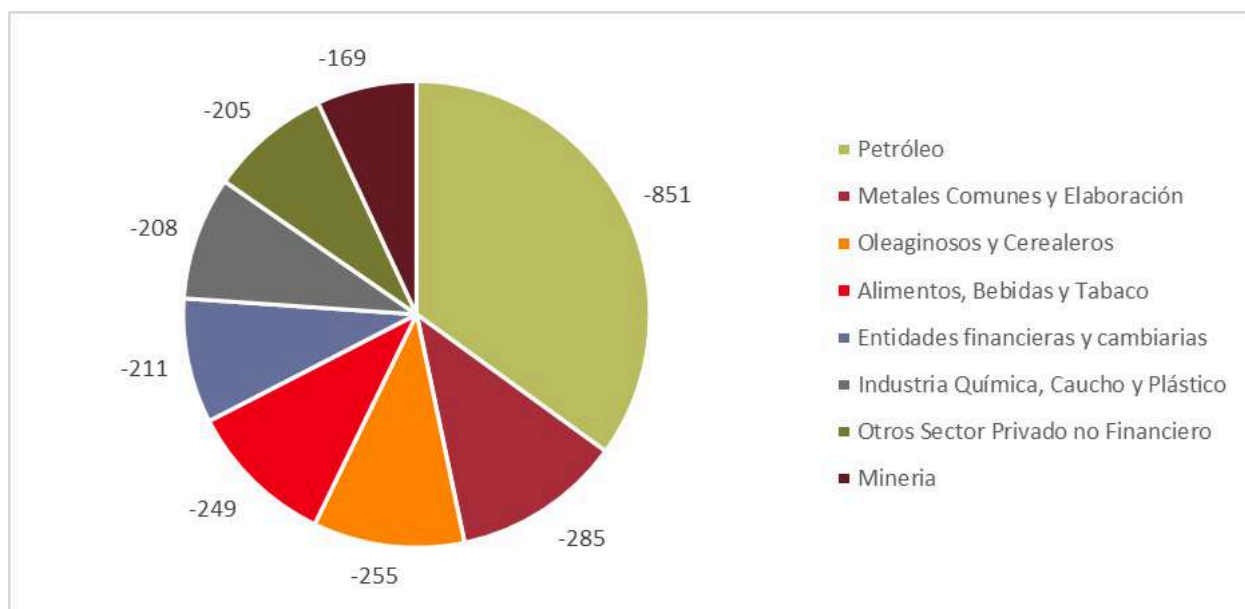
Gráfico 4. Remisión de utilidades. En millones de USD.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

El fenómeno tiene una explicación directa: la flexibilización de las restricciones para el giro de utilidades acumuladas por empresas extranjeras, uno de los pilares de la salida del cepo. Lo que para el discurso oficial es una señal de "normalización" y de atracción de inversión, es en los hechos una demanda de dólares que compite palmo a palmo con las que financian importaciones, turismo o pago de deuda. La cuenta de ingreso primario (rentas), que incluye intereses y utilidades, pasó de un déficit mensual de apenas USD 10-15 millones en 2023-2024 a un rojo de USD 1.022 millones en junio de 2026, explicado casi en su totalidad por este concepto. Es de destacar que los sectores que mayor remisión de utilidades han evidenciado, son los beneficiados por el RIGI y de los cuales el gobierno espera mayor nivel de inversión.

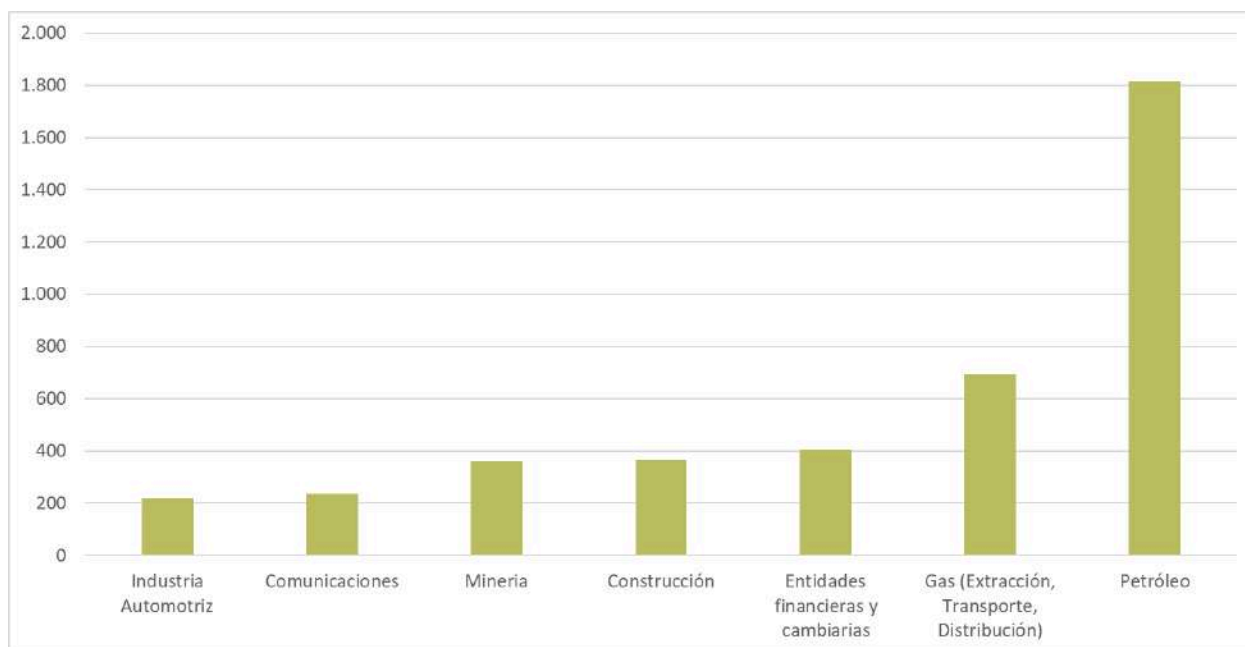
Gráfico 5. Remisión de utilidades y dividendos 2026 por sector. En millones de USD.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Lo notable del fenómeno, es que esta realidad convive con un creciente nivel de apalancamiento de las empresas: los sectores que más dividendos distribuyen, son los que mayor capacidad de apalancamiento internacional demuestran. En el gráfico 6 podemos observar el neto sectorial de ingreso y egreso de capitales, donde se detalla cómo los flujos de capitales financieros compensan el egreso de dividendos, generando resultados fuertemente superavitarios tanto en Gas como en Petróleo

Gráfico 6. Flujos financieros por sector 2026. En millones de USD

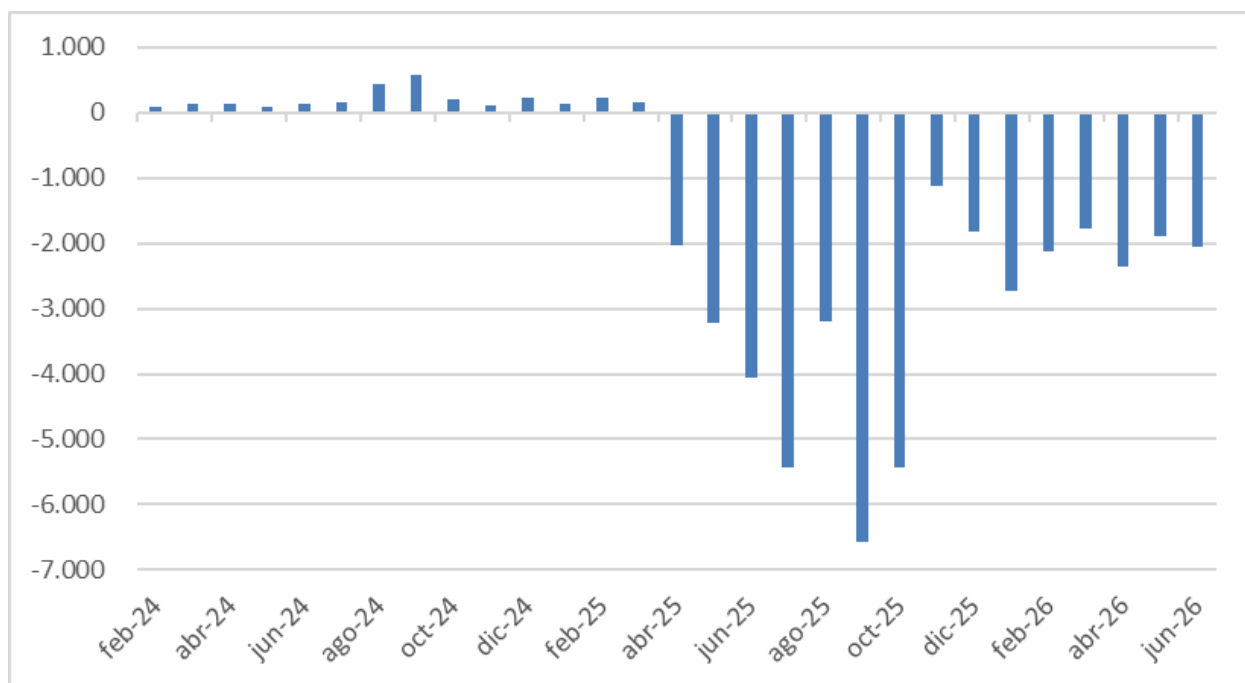


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Personas humanas: el drenaje financiero silencioso

¿Quién explica ese desplome de la cuenta financiera en 2025? Casi exclusivamente un actor: las personas humanas. La formación de activos externos de los hogares —la compra de dólares para ahorro, habilitada por la salida del cepo— acumula un rojo de aproximadamente USD 34.000 millones en 2025, y en 2026 acumula una salida por USD 12.957 MM

Gráfico 7. Compra-venta de billetes y divisas sin fines específicos del sector privado no financiero mensual. En millones de USD



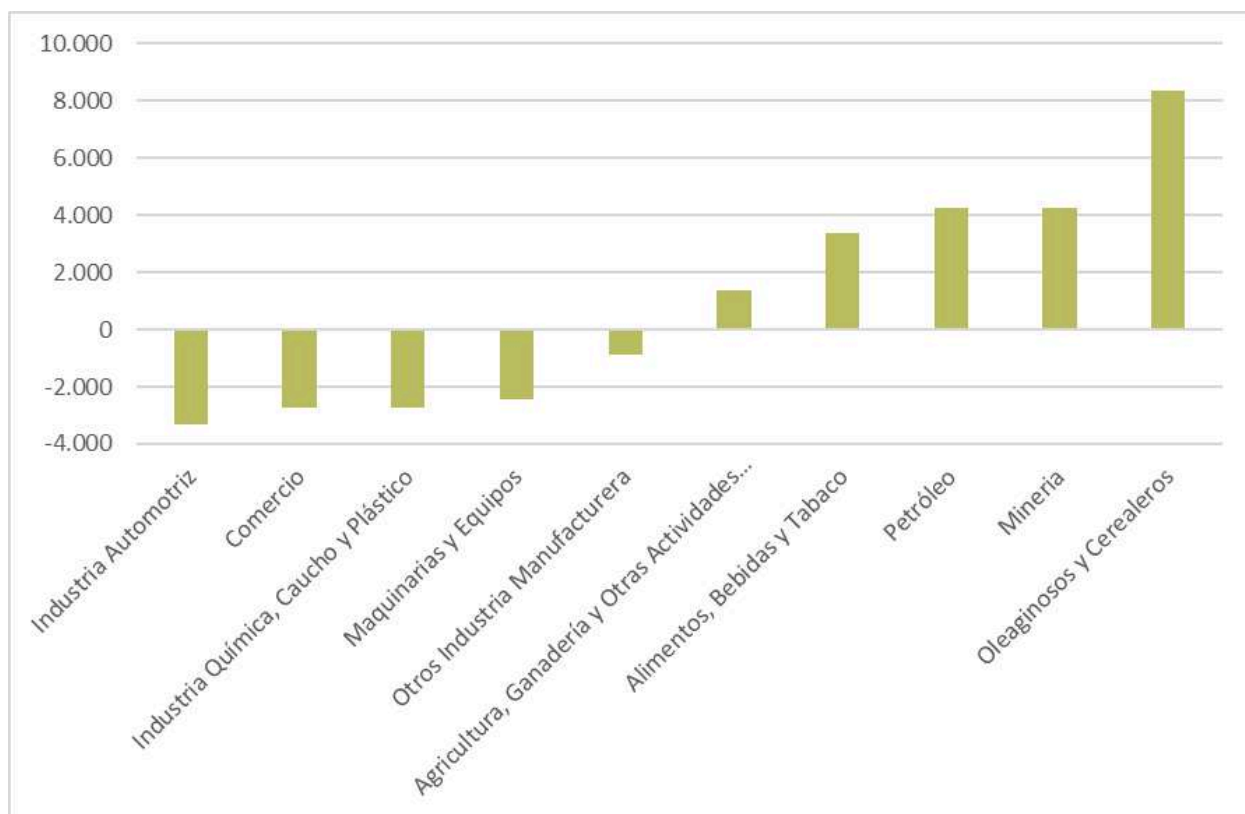
Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

El contraste es elocuente: mientras el relato oficial celebra el fin de las restricciones cambiarias como una señal de confianza, el principal uso que la sociedad le dio a esa libertad fue atesorar dólares fuera del circuito productivo. La cuenta financiera, en síntesis, no refleja una vuelta de capitales productivos: refleja la salida de ahorro de los propios argentinos.

Quién genera el superávit comercial

Del otro lado del balance, la cuenta corriente confirma la dualidad sectorial ya señalada en informes anteriores.

Gráfico 8. Balanza comercial, saldo acumulado 2026. En millones de USD.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Un déjà vu incómodo

Las reservas brutas actuales todavía están lejos del pico de 2019, pero la lógica de fondo guarda un parecido: en ambos episodios, un salto en el stock de reservas coincidió con apertura de la cuenta capital, apreciación cambiaria y una demanda creciente de dólares para el atesoramiento privado, el cual erosiona la sustentabilidad del modelo. A diferencia de la experiencia de 2018, Argentina ha agotado la capacidad de endeudamiento soberano y depende de los ingresos de capitales financieros destinados a los sectores más dinámicos del gas y petróleo.

Los niveles de riesgo país han bajado significativamente, pero el gobierno aún no ha testeado la profundidad de ese mercado. En lo que queda del año el gobierno enfrenta vencimientos de títulos en USD por más de USD 300 MM (una cifra irrelevante) pero en 2027 los mismos alcanzan los USD 12.460 MM, siendo vital el acceso a los mercados para el sostenimiento del modelo. Un año de tensión electoral conjugado con números externos en tensión, pueden ser un enorme desafío para un modelo financiero liberalizado.

En definitiva, el frente externo argentino de mediados de 2026 exhibe una fotografía prolija —reservas en su nivel más alto desde el cambio de gobierno— sostenida por una película menos prolija: dólares de terceros que engrosan el stock bruto, una cuenta financiera que en 2025 fue el canal de una dolarización de ahorros sin precedentes, y una cuenta de rentas que sangra a un ritmo inédito por el giro de utilidades. Lo que sostiene el modelo, en última instancia, es la cuenta corriente y el endeudamiento de los sectores más dinámicos: el agro y los hidrocarburos. El sector externo "funciona" en la medida en que esos sectores sigan entregando superávits crecientes; el margen de error, mientras tanto, se angosta.