

¿Adónde van los dólares de Vaca Muerta?

informe económico sobre
los hidrocarburos
y el sector externo

agosto de 2026



EJES

enlace por la justicia energética y socioambiental

¿Adónde van los dólares de Vaca Muerta?

Informe económico sobre los
hidrocarburos y el sector externo.

EJES – agosto de 2026



Este informe se realizó con el apoyo de la Fundación Friedrich Ebert.

Enlace por la Justicia Energética y Socioambiental (EJES) es una articulación de organizaciones involucradas en el debate energético y socioambiental de la Argentina. Enfocados sobre los ángulos económico-financieros y de justicia socioambiental para exponer las implicancias ocultas de la obstinación hidrocarburífera. Con el horizonte de una transición hacia fuentes de energías renovables y sustentables, y desde una mirada interdisciplinaria, federal y atenta a los múltiples niveles, pretendemos abordar fundamentalmente el megaproyecto Vaca Muerta teniendo en cuenta las políticas y territorios implicados en el largo plazo.

Más información en ejes.org.ar

Autor: Marco Kofman

Rosario, Argentina. agosto de 2026.

¡Copie esta obra! Copyleft se lo permite

Esta edición se realiza bajo la licencia de uso creativo compartido. Está permitida la copia, distribución, exhibición y utilización de la obra bajo las siguientes condiciones: Atribución: Reconocer a los autores como fuente. No comercial: Sólo se permite la utilización de esta obra con fines no comerciales

Resumen ejecutivo.....	5
1. Introducción	7
2. La economía argentina y la centralidad de la cuestión externa	9
3. El boom de las exportaciones de petróleo	17
4. La caída de las importaciones energéticas	24
5. Los dólares que Vaca Muerta se lleva	28
6. Divisas que llegan para salir: la deuda externa de las energéticas.....	35
7. El tren del desarrollo	39
8. Fuentes consultadas.....	42

Resumen ejecutivo

En 2026, el sector energético cobró un dinamismo extraordinario que lo ubicó en el centro de la escena macroeconómica nacional. Con niveles de exportación de crudo en máximos históricos, el ingreso de dólares comerciales alcanzó registros récord. Sin embargo, mientras el frente comercial opera bajo una lógica unidireccional —grandes volúmenes de exportación y reducción de importaciones—, la balanza financiera funciona como un canal de circulación de dólares de dos sentidos: el de los que ingresan por la vía del endeudamiento corporativo acelerado y el de los que salen de manera constante por pago de intereses, remisión de utilidades, repatriación de capitales y diversos mecanismos de dolarización de excedentes.

Durante la primera parte del año, las exportaciones de petróleo generaron ingresos mensuales por 754 millones de dólares. Como contrapartida, las empresas del sector giraron al exterior un promedio de 431 millones de dólares mensuales, cifra que escala a 533 millones si se incluyen los pagos por servicios empresariales que suelen encubrir transacciones intrafirma de compleja verificación. Así, la salida de divisas por la vía financiera absorbió entre el 57% y el 71% de los recursos generados por la venta externa de crudo.

Pero el circuito no se agota allí. Este año, el sector energético protagonizó un proceso de endeudamiento externo corporativo sin precedentes, aportando divisas por un promedio de 936 millones de dólares mensuales. Este monto supera al generado por las propias ventas de petróleo convirtiendo al crecimiento de

estos pasivos financieros en el principal flujo de dólares aportado por Vaca Muerta.

Se trata, además, de divisas con destino comprometido. Estos dólares no solo deberán retornar al exterior al momento de cancelar los capitales adeudados, sino que la propia expansión de la deuda incrementa el flujo permanente de divisas destinadas al pago de intereses. Este concepto se consolidó como el principal mecanismo de fuga del sector energético, demandando ya un egreso constante de 132 millones de dólares cada mes.

La narrativa dominante presenta a Vaca Muerta como un proyecto virtuoso en medio de una economía en crisis; un oasis de éxito dentro de un desierto de desaciertos macroeconómicos. Sin embargo, más allá de esta lectura superficial, el megaproyecto constituye el núcleo de un esquema económico y político orientado a profundizar la desigualdad, precarizar los ingresos y fragilizar el empleo. Lejos de funcionar como un motor de desarrollo integrador, actúa como el engranaje clave de un modelo diseñado para concentrar riqueza y poder.

Detrás de Vaca Muerta y de los flujos que moviliza, opera una articulada comunidad de negocios. La apropiación de estas divisas excede a las petroleras: es un circuito de captura de dólares que se ramifica hacia los sectores corporativos más concentrados de la economía local y alcanza a un selecto grupo de actores con alta capacidad de acumulación.

1. Introducción

En el último año, asistimos a una intensificación de los flujos comerciales y financieros con el exterior que le imprime un dinamismo inédito al sector energético, ubicándolo en el centro de la escena de la economía nacional.

Los niveles de exportación de crudo alcanzaron máximos históricos durante la primera parte de 2026. Al despachar un promedio de 314.000 barriles diarios, el país registró un ingreso comercial de 3.773 millones de dólares en tan solo cinco meses, una cifra que llega a superar las marcas anuales completas de períodos recientes.

Mientras el frente comercial operó bajo una lógica unidireccional —donde la dinámica estuvo definida por el salto exponencial de las exportaciones frente a importaciones sectoriales en caída hasta volúmenes casi irrelevantes—, el plano financiero se configuró como un vertiginoso canal de doble mano en el cual la circulación de divisas se intensificó en ambos sentidos de manera simultánea: por un lado, se ensanchó la histórica vía de salida mediante la profundización y diversificación de los mecanismos corporativos de fuga de excedentes; por el otro, se activó un canal de ingreso masivo a través de un proceso de endeudamiento externo privado sin precedentes en la actividad.

En este escenario, el proyecto económico libertario deposita en la flexibilización cambiaria y en la estabilidad de la cotización del dólar gran parte de su viabilidad y suerte política. Dos razones

explican la centralidad de este mercado en el actual esquema macroeconómico: mientras que la cotización del dólar funciona como el ancla principal para el control de los precios internos, la desregulación del mercado cambiario actúa como la llave que garantiza la fluidez de la relación entre el equipo económico y los grupos económicos dominantes.

Vaca Muerta se erige así en el corazón y sostén de este modelo. No lo hace por razones estrictamente productivas —es decir, para consolidar una dinámica integradora, generadora de empleo de calidad o multiplicadora de eslabonamientos industriales—, sino porque constituye el gran proyecto exportador capaz de alimentar la permanente e insaciable demanda de dólares de las grandes empresas y de los sectores de mayores ingresos de la economía.

El presente documento analiza este proceso a través de un enfoque que articula la perspectiva de largo plazo con las transformaciones más recientes de la coyuntura. Nos detendremos en el examen pormenorizado de estos flujos comerciales y financieros para desentrañar cómo se alteraron las estructuras de poder del sector petrolero y su relación con el resto de la economía; qué mecanismos y qué actores operan detrás de estos movimientos de capital; qué implicancias tiene esta dinámica para la sostenibilidad externa y el desarrollo nacional; y, fundamentalmente, con qué lógica entran y cómo salen los dólares de Vaca Muerta.

2. La economía argentina y la centralidad de la cuestión externa

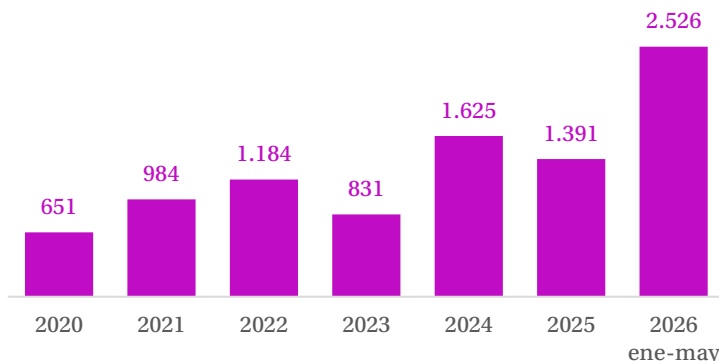
Uno de los rasgos predominantes de la economía argentina a lo largo de su historia es su vulnerabilidad vinculada a la disponibilidad de divisas. En la literatura local, los avances, frenos y contramarchas de la economía han sido explicados a partir de este factor, al que se le asignó un rol central.

El escenario actual, sin embargo, presenta una dinámica novedosa. A pesar de los elevados ingresos de divisas por exportaciones, el Banco Central enfrenta serias dificultades para acumular reservas. Ocurre que la holgura del superávit comercial resulta insuficiente para cubrir las demandas de la balanza financiera: la remisión de utilidades corporativas al exterior, el atesoramiento de los sectores de mayores ingresos y el pago de los servicios de la deuda externa, tanto pública como privada.

La sucesión de buenas cosechas y la aceleración de las exportaciones energéticas se combinaron con una menor demanda de importaciones de bienes de capital e intermedios — derivada de la caída de la actividad económica— para ampliar el saldo comercial de la Argentina en 2026. Entre enero y mayo de este año, los intercambios de bienes y servicios de la economía real generaron un ingreso neto promedio mensual superior a los 2.500 millones de dólares. Se trata de un récord histórico para el país, que duplica o triplica los registros comerciales del período 2020-2023.

Gráfico 1. Ingreso mensual de dólares por saldo comercial

En millones de dólares.

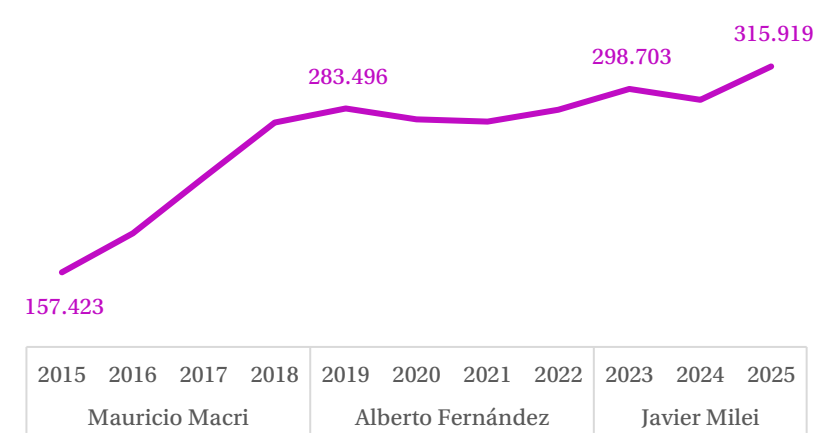


Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

A partir de 2016, la economía argentina ingresó en un proceso de acelerado endeudamiento externo. La administración de Mauricio Macri incrementó el pasivo estatal en moneda extranjera a un ritmo vertiginoso, duplicando su stock en apenas dos años. En simultáneo, las políticas de esa gestión estimularon la toma de deuda en dólares de las empresas privadas, que también registró un alza considerable. Este proceso, que no fue revertido en los años siguientes, derivó en el incremento de la deuda externa total de la economía de 157.000 a 316.000 millones de dólares entre diciembre de 2015 y diciembre de 2025.

Gráfico 2. Endeudamiento externo de la economía

En millones de dólares, sector público + sector privado.

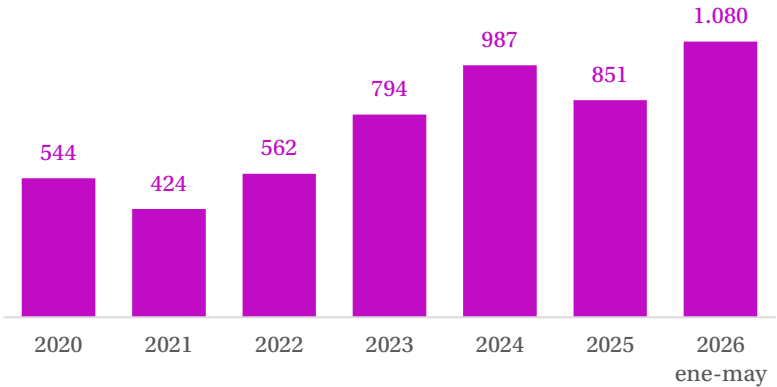


Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA y Ministerio de Economía.

Este masivo incremento del stock de deuda se tradujo en una mayor carga por servicios financieros externos. Durante los primeros cinco meses de 2026, estos pagos demandaron una salida mensual promedio superior a los 1.000 millones de dólares, una cifra que duplica la incidencia de pocos años atrás.

Gráfico 3. Egreso mensual de dólares por pagos de intereses

En millones de dólares, sector público + sector privado.

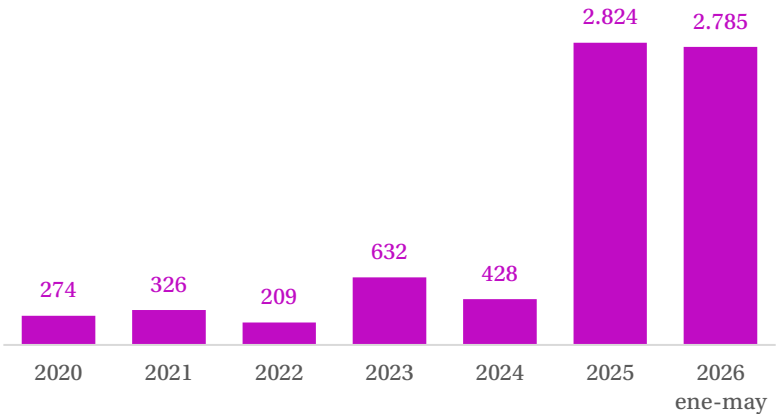


Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

El equilibrio externo terminó de quebrarse a partir de abril de 2025, cuando el gobierno comenzó el proceso de liberación parcial de los controles cambiarios. El levantamiento del mal llamado “cepo” multiplicó la demanda de dólares de todos los actores con excedentes y capacidad de dolarizarse. Desde entonces, la salida de divisas por este concepto implicó un egreso mensual cercano a los 2.800 millones de dólares.

Gráfico 4. Egreso mensual de dólares por dolarización de excedentes del sector privado

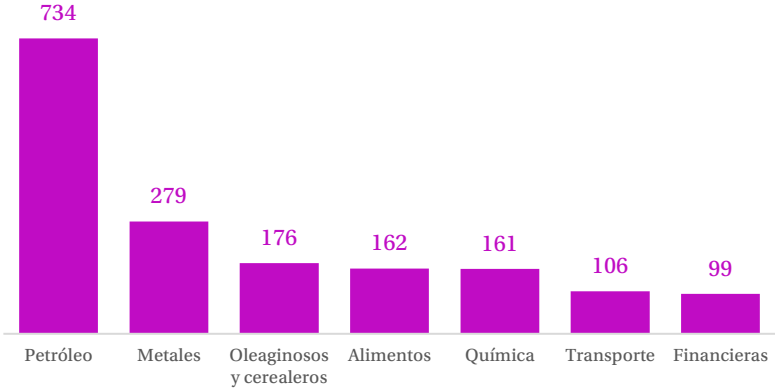
En millones de dólares.



Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

Una de las formas tradicionales de dolarización corporativa de excedentes se reactivó a partir de diciembre de 2025. Se trata de la remisión de utilidades y dividendos que las filiales radicadas en el país realizan a sus casas matrices. Esta autorización había quedado postergada tras la flexibilización de los controles cambiarios en abril de 2025: el decreto que dispuso el fin del “cepo” estableció que las firmas podrían girar los resultados del ejercicio 2025 una vez cerrados y aprobados los balances correspondientes. Como consecuencia, entre diciembre de 2025 y mayo de 2026, las empresas canalizaron más de 2.000 millones de dólares a través de este histórico mecanismo de salida de excedentes. El sector petrolero encabezó este proceso, pero no fue el único: con distinta intensidad, las ramas más concentradas de la economía remitieron montos millonarios al exterior.

Gráfico 5. Egreso mensual de dólares por dolarización de excedentes del sector privado
En millones de dólares.

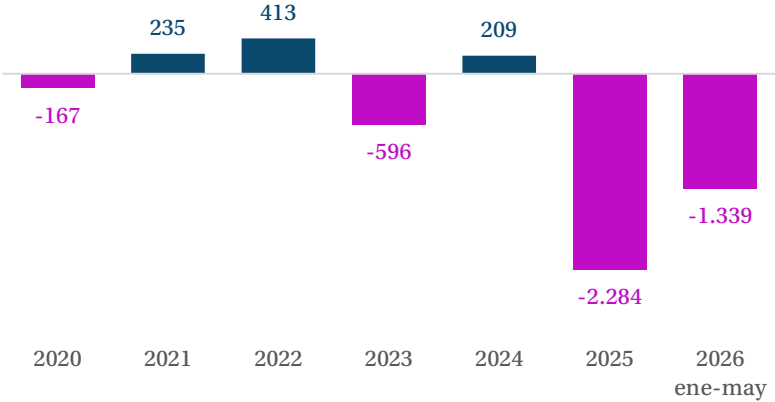


Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

Este drenaje de divisas determinó que, en los últimos dos años, a pesar de la ampliación inédita del superávit comercial, el resultado neto consolidado (previo a la toma de nueva deuda y a los pagos de capital adeudado) haya sido un enorme rojo cambiario. Incluso en 2026, año en el que se batieron todos los récords de exportación, el balance neto —al deducir la salida de dólares del circuito financiero o no comercial— arroja un déficit promedio de 1.339 millones de dólares mensuales.

Gráfico 6. Resultado cambiario promedio mensual

En millones de dólares.



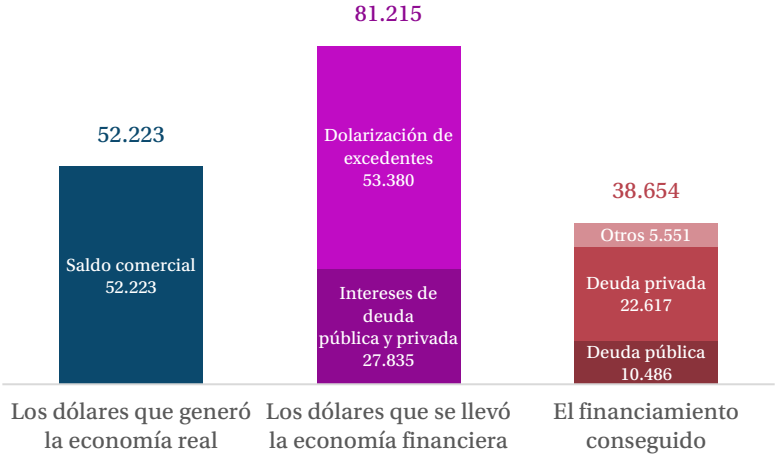
Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

La gestión económica del gobierno libertario encontró en el endeudamiento externo una vía para postergar este desequilibrio estructural. Desde el inicio del mandato, la brecha entre las divisas comerciales que ingresan y los flujos financieros que egresan no dejó de ampliarse. En el acumulado de los primeros 30 meses de gestión, la economía real —asociada a la producción y comercialización de bienes y servicios— generó un ingreso neto de 52.223 millones de dólares. Sin embargo, la economía financiera demandó 81.215 millones: 27.835 millones se destinaron al pago de intereses de la deuda y 53.380 millones se canalizaron a través de otros mecanismos de dolarización de excedentes. Esta brecha de casi 29.000 millones de dólares fue cubierta mediante un fuerte incremento del endeudamiento externo (tanto público como privado), la asistencia del Tesoro estadounidense y los

dólares captados a través del régimen de blanqueo de capitales implementado por el gobierno.

Gráfico 7. Fuentes de variación de reservas del BCRA

En millones de dólares, acumulado nov-23 a may-26.



Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

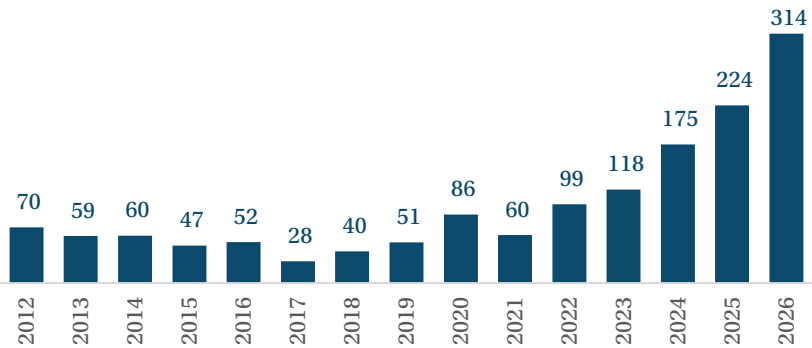
El esquema vigente resulta inviable sin el endeudamiento continuo. Si bien este incremento de la deuda conlleva una futura intensificación de las salidas de divisas, en el corto plazo el ingreso de dólares financieros aporta un alivio transitorio a las cuentas externas. De este modo, al comprometer el equilibrio de los próximos años, se posterga la urgencia actual a costa de profundizar la vulnerabilidad estructural de la economía. En definitiva, los dólares que ingresan hoy —e incluso los que ingresarán mañana— ya tienen dueños que los reclaman.

3. El boom de las exportaciones de petróleo

Vaca Muerta cumple un rol protagónico en la expansión de las exportaciones argentinas y en la mejora de su balance comercial. El avance exponencial de la producción no convencional permitió, en una primera etapa, sustituir una porción significativa de las importaciones energéticas que drenaban las divisas del país. Posteriormente, generó un robusto flujo de dólares por exportaciones petroleras que le permitió a la Argentina, durante este año, superar mensualmente sus propios récords de ventas al exterior. En los primeros cinco meses de 2026, el país exportó un promedio de 314.000 barriles diarios, acumulando un total de 3.773 millones de dólares.

Gráfico 8. Exportaciones de crudo

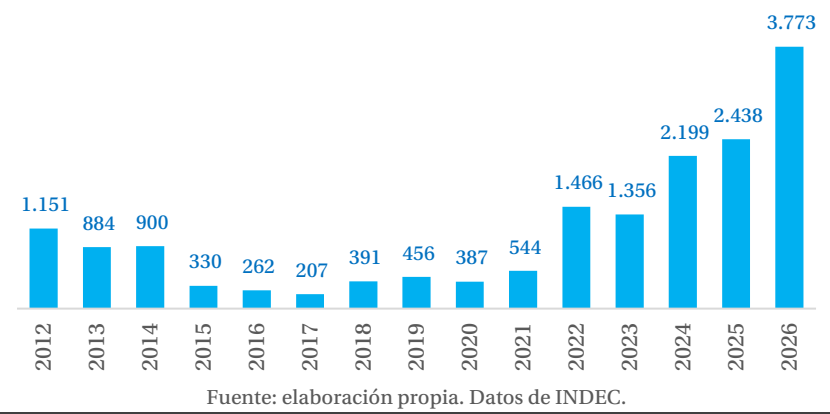
En miles de barriles diarios. Enero-mayo de cada año.



Fuente: elaboración propia. Datos de INDEC.

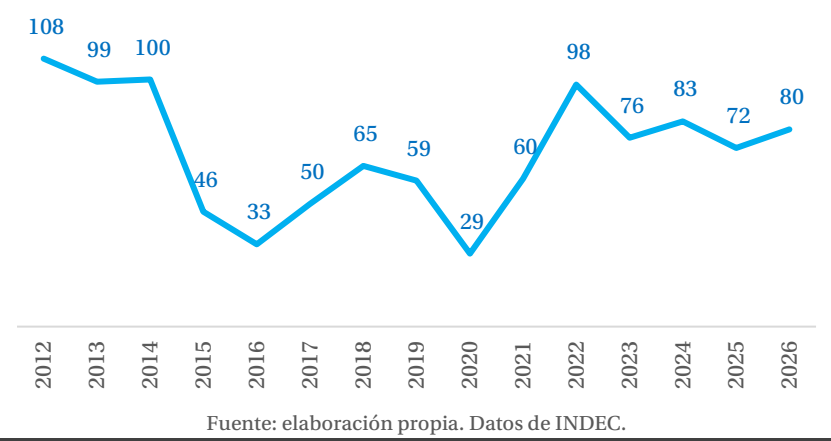
Gráfico 9. Ingresos por exportaciones de crudo

En millones de dólares. Acumulado enero-mayo de cada año.



El aumento de las exportaciones de crudo en los últimos años coincidió con un período de precios internacionales relativamente elevados. Desde 2022, a pesar de algunas oscilaciones coyunturales, las cotizaciones se han mantenido en niveles estables que garantizan una fuerte rentabilidad para el *shale* de Vaca Muerta. En este marco, el alza del 10% en los precios durante los primeros meses de 2026 respecto a 2025, combinada con un salto del 40% en el volumen físico despachado, se tradujo en ingresos un 55% superiores a los del año anterior.

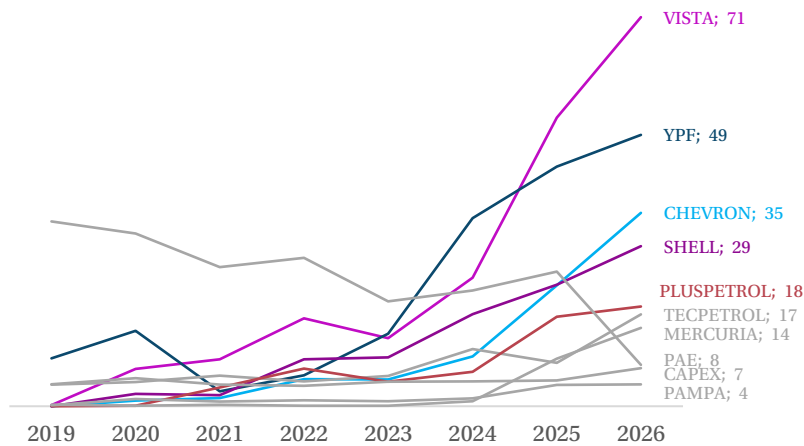
Gráfico 10. Precio efectivo de las exportaciones de crudo argentino
En dólares por barril. Promedio enero-mayo de cada año.



Este salto exportador estuvo liderado por un puñado de empresas. En ciertos casos, el protagonismo en las ventas externas es un reflejo de su peso general en la actividad productiva local, como ocurre con YPF. En otros, en cambio, responde a una estrategia de inserción orientada de manera casi exclusiva al mercado internacional, tal como sucede con Vista o, de forma creciente, con Chevron, Shell y Tecpetrol.

Gráfico 11. Principales exportadoras de crudo

En miles de barriles diarios.



Fuente: elaboración propia.

Las exportaciones de crudo se concentran en una cúpula de pocas empresas. Las cuatro primeras exportadoras acumulan más del 70% de las ventas externas del hidrocarburo.

Entre las diez principales empresas que comercializan internacionalmente el crudo argentino, hay cinco que exportan más del 50% de su producción local, es decir, que tienen una clara orientación exportadora. A las que mencionamos anteriormente, debemos sumar al grupo Phoenix, versión doméstica del holding internacional Mercuria Energy Group, una de las principales empresas globales que comercializa energía y materias primas. Este actor, a través de empresas como Petrolera El Trébol o Ketsal, viene ganando peso en el mercado local. El grupo se suma así al

desarrollo hecho por otros grandes jugadores globales como Chevron y Shell.

Cuadro 1. Principales exportadoras de crudo

Enero-abril de 2026.

	Ingreso acumulado	Participación en el mercado exportador	Exportaciones	Perfil exportador
	en millones de U\$S	en %	en miles de barriles diarios	exportaciones vs. producción
VISTA	672	25%	71	56%
YPF	511	19%	49	16%
CHEVRON	390	15%	35	75%
SHELL	309	12%	29	63%
TECPETROL	195	7%	17	72%
PLUSPETROL	190	7%	18	39%
MERCURIA	123	5%	14	59%
PAE	72	3%	8	8%
CAPEX	65	2%	7	37%
PAMPA	42	2%	4	19%

Fuente: elaboración propia.

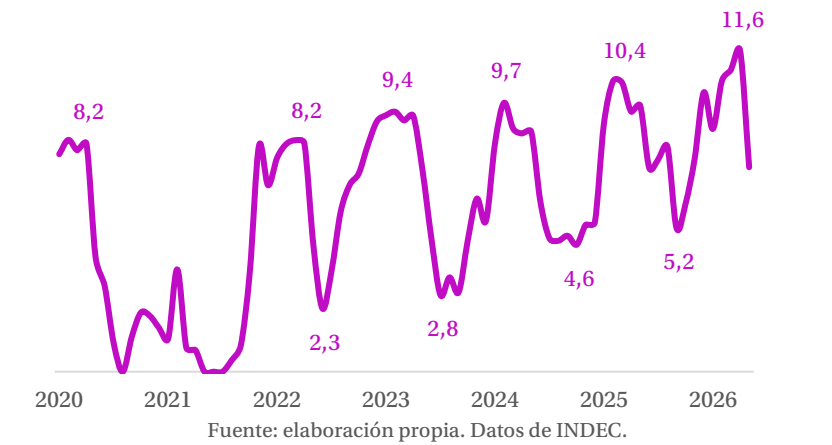
Las exportaciones de crudo avanzaron a un ritmo sumamente dinámico que los despachos de gas no pudieron replicar debido a limitantes de infraestructura. Las ventas de gas quedaron acotadas por la capacidad de transporte de los ductos existentes, con Chile como destino principal. Sin embargo, bajo el marco del Régimen de Incentivo a las Grandes Inversiones (RIGI), se han presentado proyectos de gran escala que a futuro podrían apuntalar un salto sustancial en los envíos de gas al exterior

mediante la licuefacción del hidrocarburo para su comercialización como GNL.

Hasta el momento, las exportaciones gasíferas fueron levemente crecientes y cerraron esta etapa con un ingreso promedio anual levemente superior a los 600 millones de dólares. Esta cifra responde a despachos de entre 5 y 11 millones de metros cúbicos diarios, un rango de volumen que oscila significativamente según la estacionalidad de la demanda interna a lo largo del año.

Gráfico 12. Exportaciones mensuales de gas

En millones de metros cúbicos diarios.

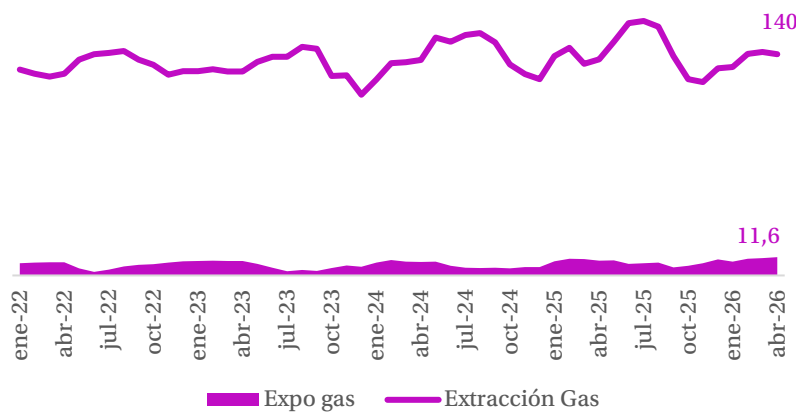


Mientras que la proporción de gas exportado sobre el total producido a nivel nacional se mantiene en un rango estacional que oscila entre el 4% y el 8%, en el caso del crudo los despachos externos representan una participación cada vez mayor. De

hecho, en abril de 2026, la Argentina llegó a exportar el 45% de su producción total de petróleo.

Gráfico 13. Extracción y exportación de gas

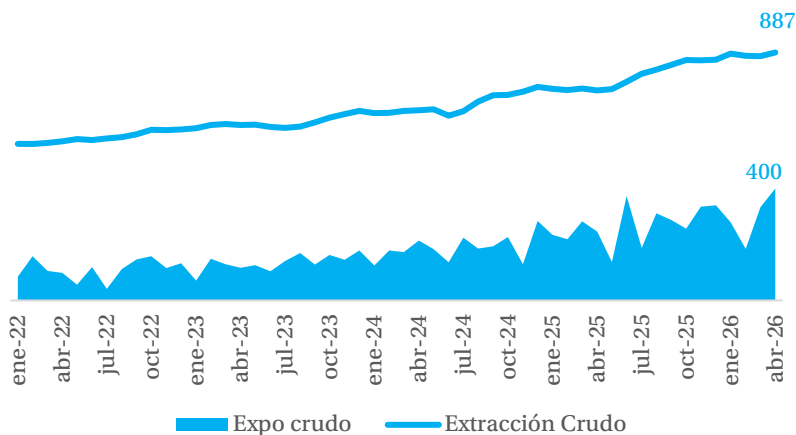
En millones de metros cúbicos diarios.



Fuente: elaboración propia. Datos de INDEC.

Gráfico 14. Extracción y exportación de petróleo

En millones de metros cúbicos diarios.



Fuente: elaboración propia. Datos de INDEC.

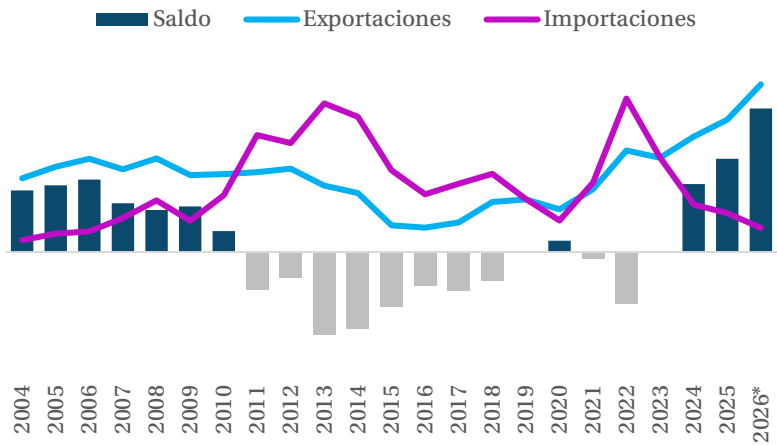
4. La caída de las importaciones energéticas

El déficit comercial energético que caracterizó a la década anterior parece haber quedado atrás en la historia de la economía argentina. La reversión del flujo de divisas por el intercambio de bienes energéticos se produjo por una combinación de mayores exportaciones de petróleo y de menores importaciones de gas y de combustibles para la generación eléctrica. La concurrencia de ambos procesos permitió que aquel déficit de casi 7.000 millones de dólares registrado en 2013 se transformara en un superávit de 3.000 millones de dólares acumulado solo en los primeros cinco meses de 2026. Según diferentes estimaciones se espera que el año

pueda cerrar con un superávit de entre 10.000 y 12.000 millones de dólares.

Gráfico 15. Balanza comercial energética

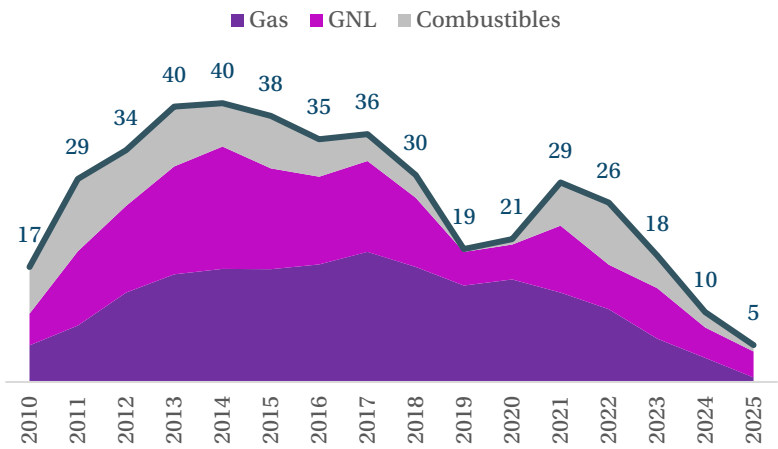
En millones de dólares.



2026* dato estimado. Fuente: elaboración propia. Datos de INDEC.

La habilitación del Gasoducto Presidente Néstor Kirchner (rebautizado luego como Perito Moreno por la gestión libertaria) permitió dar un salto en la sustitución de gas importado por producción de origen nacional proveniente de Vaca Muerta. También incidieron, aunque en menor medida, factores climáticos y la contracción de la actividad industrial y comercial de los últimos años, lo que se tradujo en una menor demanda eléctrica en comparación con períodos anteriores.

Gráfico 16. Importaciones anuales de gas y de combustibles para centrales térmicas
En millones de metros cúbicos equivalentes diarios.

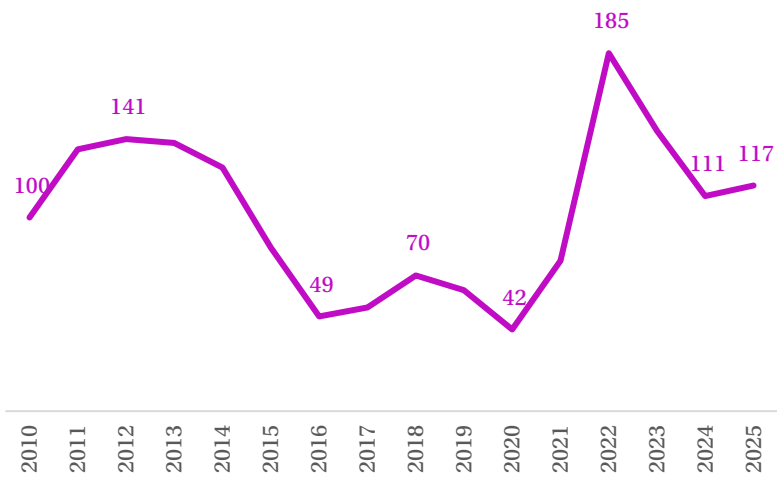


Fuente: elaboración propia. Datos de Secretaría de Energía.

Esta contracción de las importaciones durante los últimos tres años coincidió con una disminución en el índice de precios de las compras efectivamente realizadas, un factor que amplificó el impacto de la reducción física sobre la balanza energética.

Gráfico 17. Índice de precios de las importaciones energéticas

Año 2010=100, ponderado por poder calorífico



Fuente: elaboración propia. Datos de Energía, BCRA e INDEC.

En síntesis, la contracción de las importaciones de combustibles y gas fue un factor de enorme relevancia en la reversión del balance sectorial, aunque su protagonismo fue variando a lo largo del proceso. Durante 2024, el fuerte recorte de las compras externas funcionó como el principal dinamizador de la recuperación cambiaria del sector. A partir de 2025, en cambio, el motor del superávit se desplazó, en parte, hacia la expansión de las exportaciones de crudo. Con todo, el achicamiento previo de la factura de importación —que en solo dos años se redujo a menos de un tercio en términos físicos y pasó de demandar más de 3.000 millones de dólares a poco más de 800 millones— fue clave en este proceso.

5. Los dólares que Vaca Muerta se lleva

Como hemos explicado y observado en diferentes publicaciones¹, una parte considerable del excedente de divisas generado por el comercio exterior energético termina fuera de las fronteras nacionales. Las compañías exportadoras —no solo del sector energético, sino de cualquier rama con acceso preferencial al mercado de cambios y elevadas tasas de rentabilidad— administran una diversidad de mecanismos financieros que les permiten dolarizar y transferir al exterior una porción significativa de sus ganancias. Estas rentas son captadas finalmente por sus casas matrices o por las propias firmas locales a través de sociedades constituidas en jurisdicciones de baja o nula tributación.

La elección de estos instrumentos se adapta de forma dinámica a las transformaciones en la regulación del mercado de cambios. A lo largo de las últimas dos décadas, es posible identificar cuatro vías principales de extranjerización de excedentes utilizadas por el sector, cada una con un protagonismo marcado en distintas etapas: en primer lugar, la tradicional remisión de utilidades y dividendos de las corporaciones extranjeras a sus casas matrices (2006-2011); en segundo término, la contratación de servicios empresariales con firmas vinculadas del exterior (2011-2016); luego, la formación de activos externos (FAE) y otros mecanismos de adquisición de divisas y títulos en moneda extranjera (2018-2019); y, finalmente, el pago de intereses

¹ Ver Kofman, M (2025) *Energía, economía y poder: Una mirada crítica del problema energético*. CLACSO.

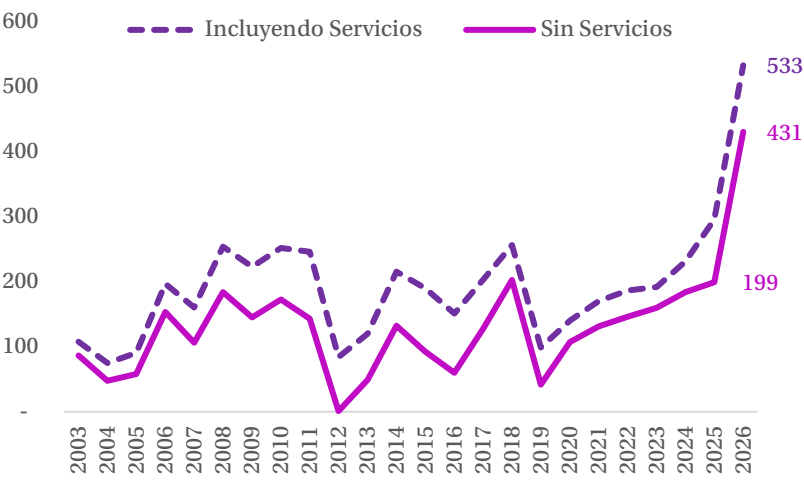
por deudas financieras contraídas con empresas del propio grupo económico (2020-2024).

Los pagos de intereses continuaron siendo un factor clave para explicar la salida de divisas al exterior por parte de las empresas energéticas durante 2025 y los primeros meses de 2026. Sin embargo, en el último período otros elementos cobraron protagonismo. Por un lado, se registró un fuerte flujo de salida asociado a la repatriación de capitales de operadores internacionales que abandonaron el mercado local y percibieron el pago por la venta de sus activos directamente en cuentas del exterior. Por el otro, a partir de diciembre de 2025, se produjo el retorno del clásico mecanismo de exteriorización de excedentes: la remisión de utilidades y dividendos a las casas matrices.

Estos factores configuraron una notable aceleración en la salida de divisas por parte de las empresas del sector en los últimos años, con un salto particularmente pronunciado en los valores exteriorizados en 2026. Sin considerar el egreso por contratación de servicios empresariales de diversa índole, el flujo neto hacia el exterior promedió los 431 millones de dólares mensuales durante los primeros cinco meses de 2026, una cifra que más que duplica el registro mensual de 2025, que se ubicaba en 199 millones. Esta salida de divisas asciende a 533 millones de dólares mensuales si se incorpora el costo de los servicios empresariales: una opaca cuenta del balance cambiario que registra transacciones con prestadoras externas de servicios que, frecuentemente, resultan ser firmas vinculadas o las propias casas matrices.

Gráfico 18. Exteriorización de excedentes del sector

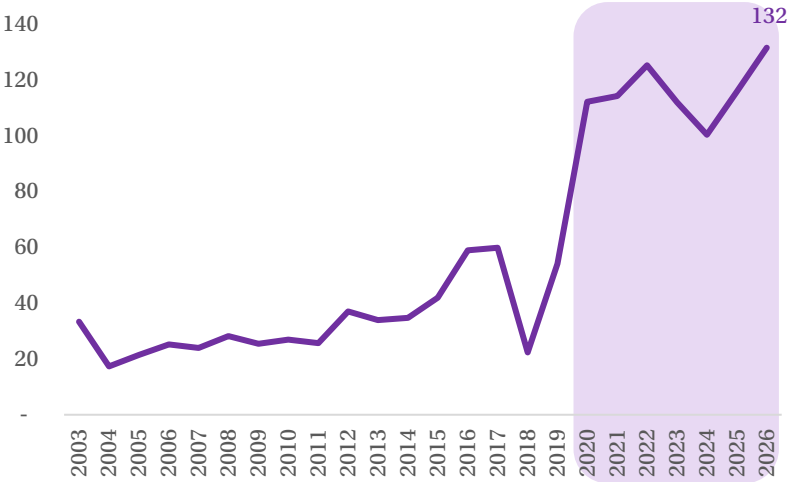
En millones de dólares mensuales.



Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

Al desagregar la composición de esta salida de divisas a través de los diferentes mecanismos señalados, se evidencia el papel central que siguen cumpliendo los pagos de intereses por la deuda externa corporativa. Desde 2020, este concepto constituye un factor clave que explica un egreso constante, superior a los 100 millones de dólares mensuales. En 2026, esta cuenta registró un incremento, alcanzando una salida mensual promedio de 132 millones de dólares.

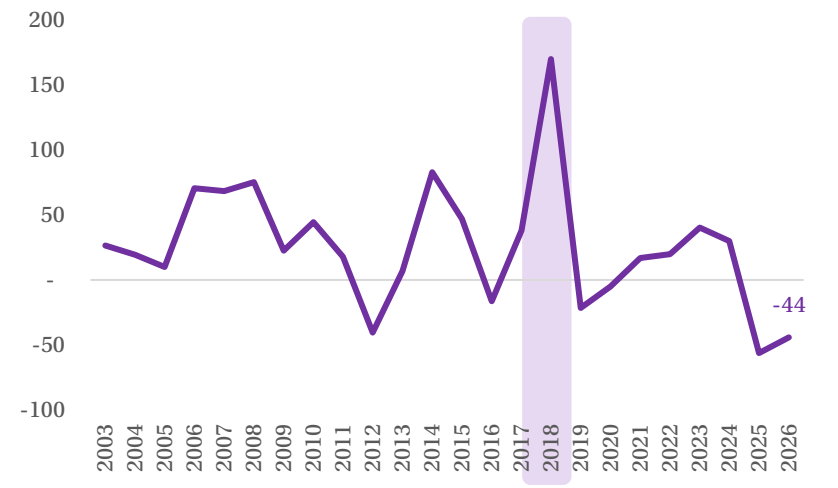
Gráfico 19. Pérdida de divisas por pagos de intereses
En millones de dólares mensuales.



Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

Otro mecanismo clave es la Formación de Activos Externos (FAE), donde se registra el resultado neto de la compraventa de divisas en billetes y de otros activos en moneda extranjera. Hacia mediados de la gestión de Macri (2015-2019), este fue el instrumento predilecto de las compañías. Sin embargo, perdió relevancia con la reimplantación de los controles cambiarios y, en la actual etapa de flexibilización, las firmas priorizan otras vías de salida, operando en el mercado de cambios como vendedoras netas de divisas en lugar de compradoras.

Gráfico 20. Pérdida de divisas por formación de activos externos netos (FAE)
En millones de dólares mensuales.

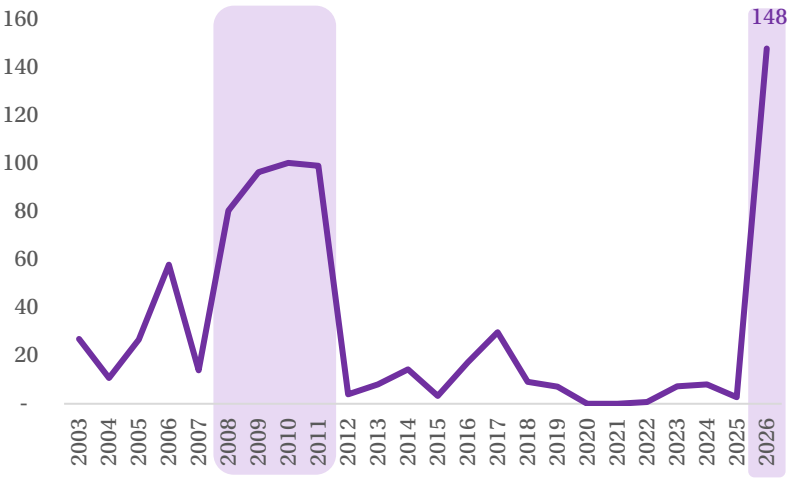


Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

Un tercer mecanismo de dolarización de los excedentes es la remisión de utilidades a las casas matrices. Este canal, de enorme relevancia durante la primera década del milenio, fue uno de los factores clave que —debido al volumen de los giros que realizaba Repsol— terminó desencadenando la renacionalización de YPF. Tras la flexibilización cambiaria de abril de 2025, se restableció la autorización para remitir dividendos correspondientes a los ejercicios contables de ese año. El impacto de esta medida ya es evidente: entre marzo y mayo de 2026, las empresas petroleras giraron un total de 739 millones de dólares a sus casas matrices.

Gráfico 21. Pérdida de divisas por giro de utilidades y dividendos

En millones de dólares mensuales.

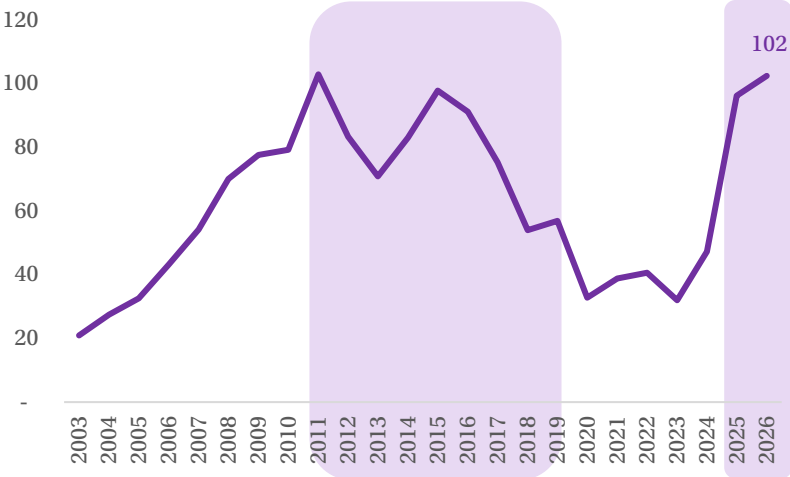


Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

El cuarto mecanismo de dolarización de excedentes consiste en la contratación de diversos servicios con firmas radicadas en el exterior. Se trata de un rubro opaco del balance cambiario que suele encubrir transacciones intrafirma diseñadas para fugar excedentes y erosionar la base imponible en nuestro país, trasladando las ganancias a guaridas fiscales de nula o baja tributación. Esta vía se había activado inicialmente en 2011, con la introducción de los controles de cambio, y mantuvo un peso significativo hasta su desregulación en 2016. En los últimos dos años, sin embargo, estos flujos volvieron a cobrar fuerza, llegando a explicar un egreso mensual cercano a los 100 millones de dólares.

Gráfico 22. Pérdida de divisas por servicios empresariales y otros

En millones de dólares mensuales.



Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA

A todos estos mecanismos se suma un factor adicional que, en el último año y medio, implicó un drenaje de nada menos que 3.169 millones de dólares. Se trata de la repatriación de capitales —registrada en el balance cambiario del BCRA bajo el rubro de inversión extranjera directa, pero con signo negativo—. Este flujo de salida se explica por el retiro de algunos grandes operadores globales del mercado local y la posterior absorción de sus activos por parte de firmas que profundizaron su presencia en Vaca Muerta.

Desde el inicio del gobierno de Milei, la dolarización de excedentes por parte de las compañías del sector ha demostrado ser, una vez más, una constante estructural de la operatoria

petrolera. Bajo la gestión libertaria, esta dinámica se acentuó como consecuencia directa de la liberalización del mercado de cambios y de la intensificación de la actividad extractiva. En el transcurso de estos 30 meses, las firmas dolarizaron excedentes por un total de 6.944 millones de dólares, una cifra que asciende a 9.191 millones si se contabiliza el egreso de divisas por la contratación de servicios empresariales en el exterior.

Considerando que el superávit comercial del sector alcanzó los 12.404 millones de dólares durante dicho período, se puede afirmar que la dolarización de excedentes absorbió entre el 60% y el 70% del saldo positivo generado por la actividad.

6. Divisas que llegan para salir: la deuda externa de las energéticas

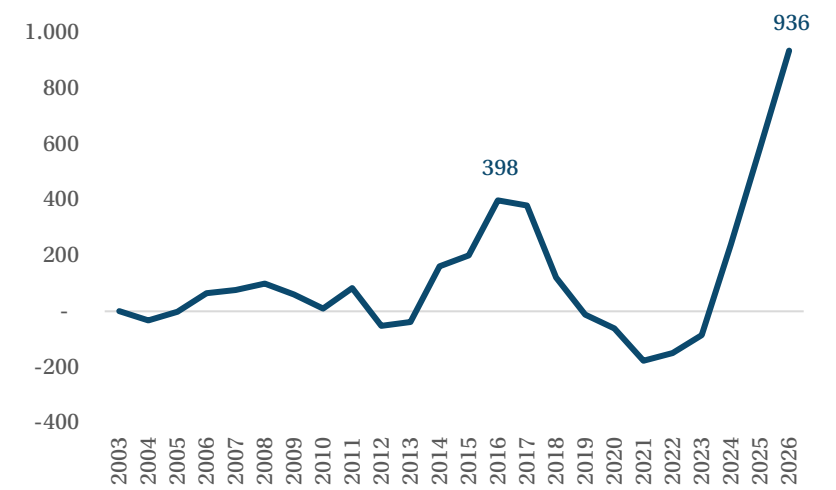
Tanto o más importante que el incremento del flujo de divisas comerciales provenientes de la exportación de *shale* de Vaca Muerta fue el aporte de dólares financieros que las empresas del sector ingresaron a la economía a través de su endeudamiento externo: el stock de deuda externa de las petroleras se expandió de manera exponencial en los últimos años.

El endeudamiento externo, tal como planteamos en el primer apartado de este documento, funciona como el respirador artificial del modelo económico libertario, con la deuda privada como protagonista. De los 22.617 millones de dólares que el sector privado ingresó al país por esta vía, 14.441 millones —es decir, casi el 64% del total— fueron aportados por las empresas energéticas.

De este modo, el sector se consolida como el actor determinante de la coyuntura actual: sin este flujo de divisas financieras, el esquema cambiario vigente se habría derrumbado hace tiempo.

Un proceso similar se registró durante los primeros dos años de la gestión de Macri. En ese entonces, las empresas del sector llegaron a ingresar casi 400 millones de dólares mensuales mediante créditos del exterior. Tras un período intermedio en el que ese flujo se revirtió —caracterizado por la cancelación de capital adeudado y una tímida reducción del stock de deuda—, a partir de 2024 la tendencia volvió a dispararse. Durante ese año, el financiamiento externo aportó un promedio de 239 millones de dólares mensuales. En 2025, estos ingresos treparon a 585 millones de dólares al mes y, finalmente, en los primeros cinco meses de 2026, el endeudamiento neto de las firmas generó un flujo mensual promedio de 936 millones de dólares.

Gráfico 23. Endeudamiento neto del sector energético
En millones de dólares mensuales.



Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

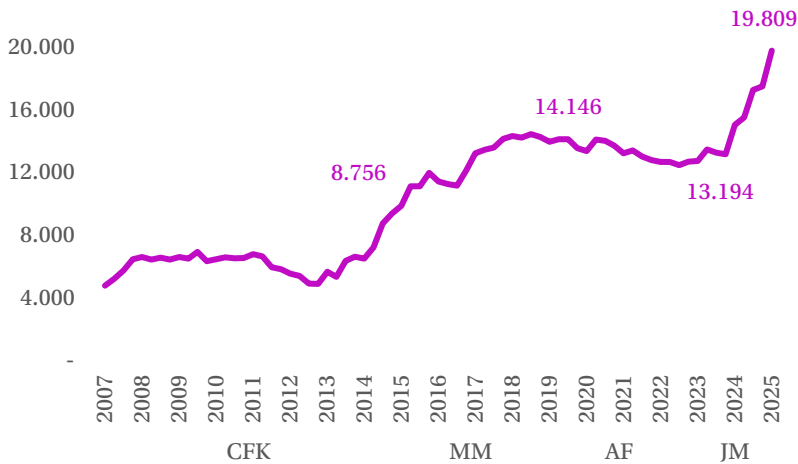
Hacia adelante, este fuerte ingreso de divisas por endeudamiento complejiza la sostenibilidad externa de la economía. El capital ingresado eventualmente deberá ser reembolsado y, mientras las obligaciones permanezcan vigentes, el devengamiento de intereses generará un flujo constante y creciente de divisas hacia el exterior.

Según el informe de deuda externa privada del BCRA, al cierre de 2025 el stock de pasivos externos del sector de petróleo y gas ascendía a 19.809 millones de dólares. El 97% de este volumen corresponde a obligaciones de carácter financiero —en contraste con otras ramas donde prevalece el endeudamiento comercial ligado a la prefinanciación de operaciones de compraventa—, lo

que representa el 36% de la deuda financiera externa total de todo el sector privado.

Gráfico 24. Stock de deuda del sector petrolero

En millones de dólares.

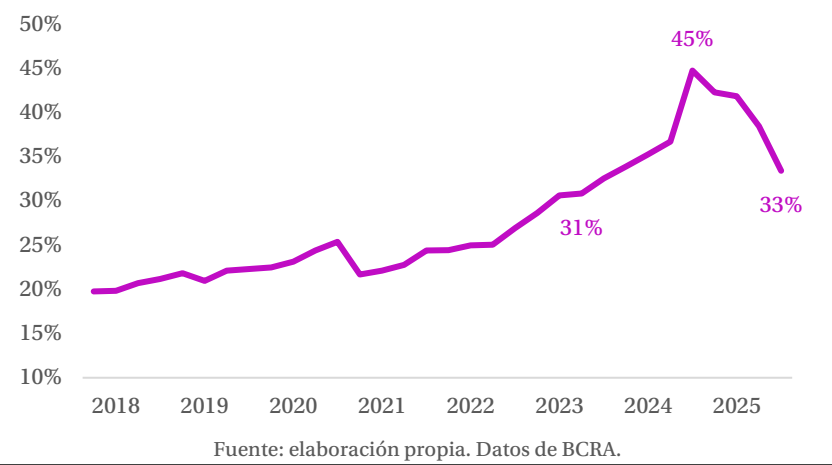


Fuente: elaboración propia. Datos de BCRA.

Uno de los procesos característicos del sector en la última década fue el crecimiento del componente intrafirma dentro de su deuda externa. Esta participación pasó del 20% en 2017 al 33% en 2023, alcanzando un pico del 45% en 2024. Si bien durante 2025 esta proporción retrocedió al 33% —explicada por un fuerte incremento del financiamiento en el mercado de capitales mediante la emisión de obligaciones negociables—, el sesgo hacia el endeudamiento vinculado sigue siendo elevado. De hecho, en términos acumulados durante la gestión libertaria, cuatro de cada diez dólares tomados en el exterior por las empresas petroleras fueron contraídos con sus propias casas matrices.

Gráfico 25. Deuda intrafirma en el total de la deuda sectorial

En % del total de la deuda.



7. El tren del desarrollo

Si la restricción externa y la escasez de divisas eran históricamente los grandes obstáculos para la expansión nacional, ¿qué salió mal para que el formidable crecimiento de Vaca Muerta y de sus exportaciones coincidiera con una de las peores décadas de nuestra historia económica? Mientras se desarrollaba este megaproyecto, los ingresos reales —tanto salariales como previsionales— sufrieron un derrumbe de entre el 20% y el 40% según la actividad; se destruyeron cientos de miles de puestos de trabajo registrados, la industria se hundió en una crisis profunda y la recaudación tributaria se contrajo un 25% en términos reales. En paralelo, el Estado retrajo drásticamente su

cobertura sobre las necesidades básicas de la población mediante el desfinanciamiento de la educación, la salud, la seguridad y la infraestructura vial, sanitaria y habitacional, y la inflación de la última década triplicó su velocidad respecto a 2015. Como correlato, el frente externo dista de haber alcanzado un equilibrio: el BCRA depende crecientemente del endeudamiento financiero externo para sostener su nivel de reservas.

Hasta aquí, la narrativa dominante presenta a Vaca Muerta como un proyecto virtuoso y exitoso en medio de una economía en crisis permanente; una suerte de oasis en un desierto de frustraciones y desaciertos macroeconómicos. Sin embargo, más allá de esta lectura superficial, Vaca Muerta constituye el núcleo de un proyecto económico y político estructurado para profundizar la desigualdad, precarizar los ingresos y fragilizar el empleo de las mayorías. Lejos de ser un motor de desarrollo económico, este gigantesco yacimiento no convencional funciona hoy como el engranaje clave de un modelo de país diseñado para concentrar la riqueza y el poder en cada vez menos manos.

Detrás de Vaca Muerta y de los flujos comerciales y financieros que moviliza, opera una verdadera comunidad de negocios conformada por los actores dominantes de la economía local. El beneficio de estas divisas no se limita a las empresas operadoras del yacimiento: el circuito de apropiación se ramifica hacia múltiples sectores corporativos —por lo general, los más concentrados— y hacia un selecto grupo de personas humanas con una elevada capacidad de acumulación de excedentes.

Todavía persiste un consenso abrumador respecto a que Vaca Muerta está llamada a funcionar como la locomotora que impulsará el desarrollo de nuestra economía. Sin embargo, mientras la colosal máquina se ensamblaba y se ponía en marcha, nadie pareció advertir si estaba —o no— efectivamente acoplada a la larga hilera de vagones.

8. Fuentes consultadas

- Banco Central de la República Argentina
- CAMMESA
- ENARGAS
- ENARSA
- INDEC y organismos de estadísticas y censos provinciales.
- Oficina de Presupuesto del Congreso.
- Oficina Nacional del Presupuesto.
- Secretaría de Energía de la Nación