

Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

 @cien.centro

 @cien_centro

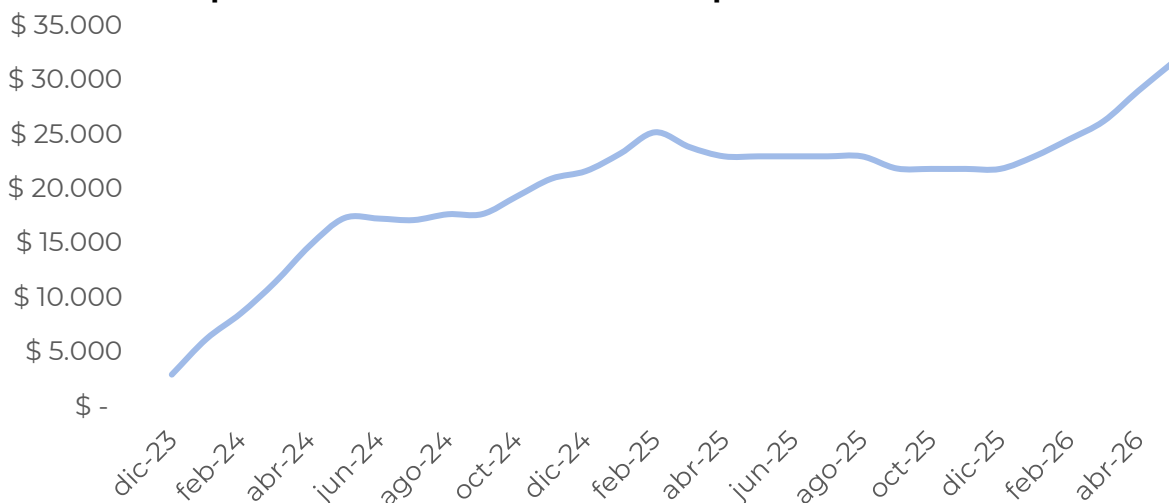
Lluvia de dólares

Causas y riesgos

junio de 2026

A partir de enero, el BCRA volvió a comprar reservas en el mercado de cambios (MULC) a buen ritmo: en enero, superó los USD 50 millones promedio por rueda, mientras que en abril y mayo alcanzó los USD 140 millones promedio por rueda. En lo que va de junio, el promedio diario de compras cayó a USD 80 millones, pero continúa siendo un valor elevado.

Gráfico 1: compra neta de reservas acumulada por mes



Fuente: BCRA

Se trata de un ritmo de compras que supera el del período 2003-2007, en pleno *boom* de *commodities* y solo lo supera 2024, año en el que el Gobierno calendarizó el pago de importaciones (lo que implicó una caída muy pronunciada de las importaciones base caja). De este modo, al 17 de junio, la compra neta de divisas

alcanzó los USD 10.743 millones en lo que va del año. Desde el 2 de enero, no hubo ningún día que el BCRA no haya comprado reservas.

Esto contrasta con la dinámica observada desde febrero de 2025, especialmente entre septiembre y octubre, cuando el BCRA no compraba reservas y solo intervenía en el MULC, mediante ventas, si el dólar oficial alcanzaba el techo de la banda.

La moderación de las tensiones cambiarias durante estos últimos meses también se refleja en la reducción de la tasa promedio de los plazos fijos mayoristas (TAMAR), la cual se redujo del 65% anual en octubre a menos del 22% en junio, así como en la reducción del riesgo país, el cual llegó a los 425 puntos básicos este mes de junio, el menor valor en ocho años.

¿Cómo se explica la acumulación de reservas? Por la mejora del saldo de la cuenta corriente y los ingresos por cuenta financiera, esto último estrictamente ligado a la política monetaria.

1. Cuenta Corriente

La cuenta corriente surge de sumar el saldo comercial con el resto del mundo, el pago neto de factores al exterior (intereses, salarios y dividendos) y las transferencias netas entre residentes y no residentes. Su signo es de enorme relevancia para la macroeconomía, ya que expresa si el país se está endeudando o desendeudando en términos netos.

Durante los ciclos de atraso cambiario, es usual observar una dinámica de cuenta corriente negativa financiada con cuenta financiera positiva, tal y como sucedió en la Argentina de Milei entre junio de 2024 y marzo de 2026, periodo en el que la cuenta corriente cambiaria fue deficitaria todos los meses excepto en junio, julio y septiembre de 2025.

No obstante, en los primeros meses de 2026, la cuenta corriente viene experimentando una mejora en relación al mismo periodo de 2025 sin que haya mediado una devaluación. Particularmente en abril, el saldo de la cuenta corriente fue positivo en USD 1.333 millones.

La tabla 1 compara el saldo de la cuenta corriente cambiaria de los primeros 4 meses de 2026 contra el mismo periodo en 2025. Allí se ve claramente que de un déficit de USD 4.656 millones en el primer cuatrimestre de 2025, el saldo mejoró a un superávit de USD 211 millones, lo que constituye un aumento de USD 4.866 millones. Este se explica, principalmente, por una mejora de saldo exportador neto de bienes (USD 6.604 millones) y, en menor medida, por una mejora del saldo de la cuenta de servicios (USD 1.303 millones).

Al interior de la cuenta de bienes, las exportaciones aportaron USD 3.776 millones más que en el primer cuatrimestre de 2025, mientras que las importaciones demandaron USD 2.828 millones menos. Este comportamiento se explica, por el

lado de las importaciones, por el estancamiento económico del último año, que afecta particularmente la importación de bienes intermedios y de capital demandados por la industria. Por el lado de las exportaciones, se destacan el desempeño del campo y la maduración de los proyectos de exploración energética y mineros. El sector energético, que era deficitario hasta hace unos años, acumula un superávit de USD 10.000 en los últimos 12 meses.

Tabla 1: cuenta corriente cambiaria en millones de dólares (enero-abril)

Subcuenta	2025	2026	Diferencia	Incidencia
Total Bienes	2.052	8.656	6.604	135,7%
Cobro de exportaciones	24.701	28.477	3.776	77,6%
Pago de importaciones	22.649	19.821	-2.828	58,1%
Servicios	-4.185	-2.882	1.303	26,8%
Ingreso primario	-2.547	-5.598	-3.051	-62,7%
Ingreso secundario	24	35	10	0,2%
Cuenta Corriente cambiaria	-4.656	211	4.866	

Fuente: BCRA

Esta mejora en el saldo de la cuenta corriente ocurre además en el marco de un empeoramiento de la cuenta Ingreso Primario en USD 3.051 millones. El aumento de los ingresos de divisas por factores comerciales más que compensa el incremento de la demanda de divisas para pago de intereses de deuda y giro de utilidades y dividendos.

El incremento del saldo comercial es una buena noticia para una economía cuyo principal obstáculo para el crecimiento sostenido es la restricción externa. No obstante, algunos de los determinantes de esta última, tales como los abultados vencimientos de deuda durante los próximos años, exceden en gran medida al saldo positivo de la cuenta corriente. A diferencia de otros periodos, esta economía no puede depender únicamente de un superávit de cuenta corriente para garantizar el cierre del sector externo, sino que su desempeño va a estar fuertemente influenciado por los ingresos y egresos de cuenta financiera.

2. Cuenta financiera

Durante los cuatro primeros meses del año, la Cuenta Financiera generó un ingreso neto de USD 2.138 millones. Esto contrasta fuertemente con el período comprendido entre mayo y septiembre de 2025, momento en el que la Cuenta Financiera acumuló egresos de divisas por USD 7.628 millones, siendo septiembre el mes con mayores salidas.

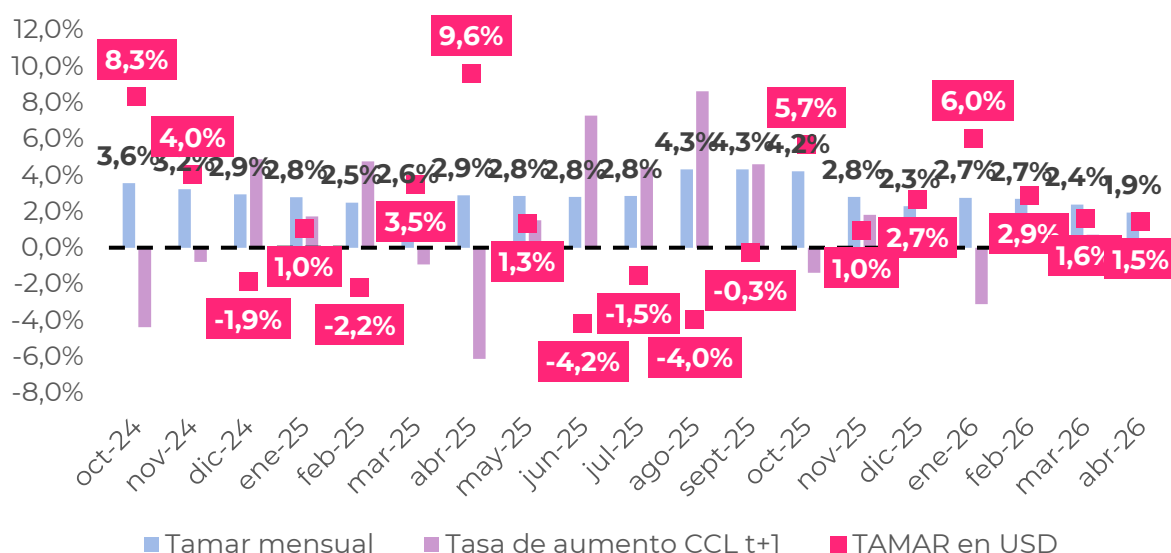
¿Qué cambió desde entonces? El factor por lejos más relevante fue la Formación de Activos Externos del sector privado no financiero, la cual se redujo en términos netos de un promedio mensual de USD 4.651 millones entre mayo y octubre a USD 1.991 millones a partir de noviembre. Es decir, el ritmo de dolarización de carteras

disminuyó de manera considerable, aliviando la presión sobre la cuenta financiera y sobre el mercado cambiario.

Por detrás de este comportamiento, se encuentra la acentuada reducción de las expectativas de devaluación desde octubre. La expectativa sobre la evolución futura del tipo de cambio resulta clave porque incide directamente sobre el rendimiento esperado de los activos en pesos medido en dólares. Cuando disminuye la expectativa de depreciación, mejora el retorno esperado de las colocaciones en moneda local expresado en dólares, lo que vuelve relativamente más atractivos los activos en pesos y reduce los incentivos a dolarizar carteras, fomentando lo que se denomina *carry trade*.

A modo ilustrativo, el gráfico 2 expone la evolución de la tasa TAMAR (rendimiento de los plazos fijos en pesos) comparada con el incremento del dólar CCL. Entre septiembre y abril, la TAMAR promedio mensual se redujo del 4,2% al 1,9%, pero, dada la menor tasa de devaluación, su valor medido en dólares creció del -0,3% al 1,5% mensual. En términos generales, antes de las elecciones la tasa de interés era negativa en dólares, mientras que luego se volvió positiva.

Gráfico 2: tasa TAMAR mensual comparada con la tasa de aumento del dólar CCL

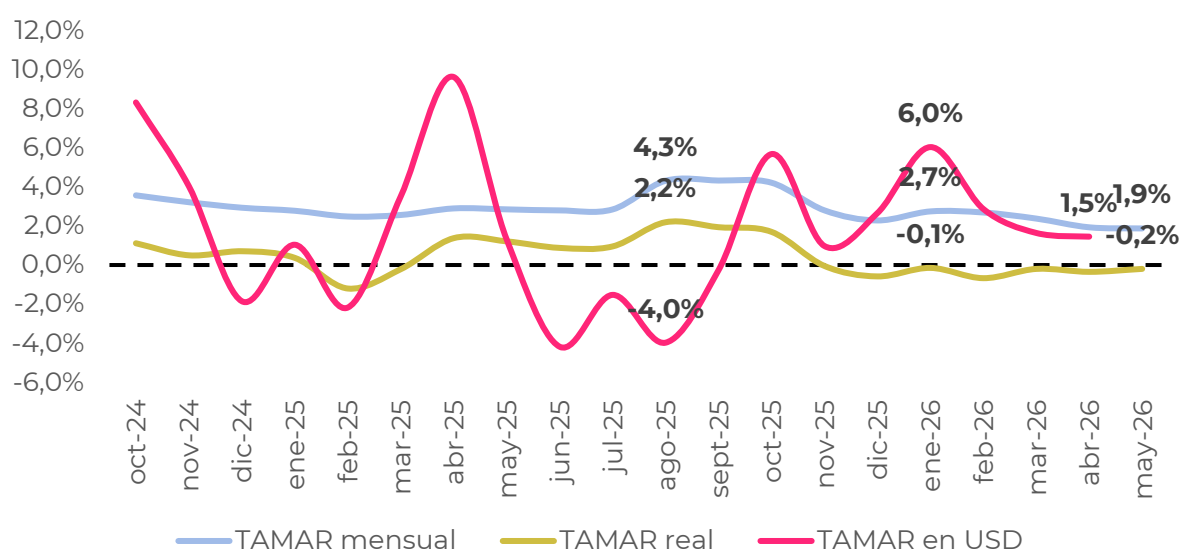


Fuente: BCRA y Ámbito Financiero

Además, como muestra el gráfico 3, la tasa de interés actual combina dos rasgos relevantes: es elevada medida en dólares, pero baja en términos reales, es decir, en comparación con la inflación. Desde diciembre, la TAMAR se ubica en terreno negativo frente a la inflación, a diferencia de lo ocurrido antes de las elecciones, cuando la tasa era positiva en términos reales pero negativa medida en dólares.

En conjunto, los gráficos muestran que, pese a la fuerte reducción de la tasa de interés nominal desde las elecciones, la estabilidad cambiaria volvió a habilitar un esquema de *carry trade*. Esto no sólo desincentiva la dolarización de carteras (FAE), sino que también incentiva a las empresas a endeudarse en dólares: si la expectativa es que el tipo de cambio se mantendrá relativamente estable, esta alternativa resulta ex ante más barata que el financiamiento en pesos. Una empresa compara tomar deuda en pesos al 30% anual o tomar deuda en dólares al 6-9% con expectativa de devaluación baja. Por eso, en los últimos meses se observó un fuerte crecimiento de la emisión de obligaciones negociables (ONs) y de la toma de préstamos bancarios en moneda extranjera por parte del sector privado no financiero.

Gráfico 3: Tasa TAMAR medida en dólares y contra inflación



Fuente: BCRA, Ámbito Financiero e INDEC

Este canal resulta especialmente relevante porque, en muchos casos, la normativa cambiaria exige que los dólares obtenidos mediante estas operaciones sean vendidos en el mercado de cambios para que luego las empresas puedan acceder al MULC al momento de cancelar capital e intereses. En la práctica, las empresas toman deuda en dólares y los convierten a pesos para financiar su operatoria o invertir en activos financieros locales. De esta forma, el endeudamiento privado no solo incrementa los ingresos registrados en la cuenta financiera, sino que además genera una oferta adicional de divisas en el mercado de cambios, contribuyendo a sostener la estabilidad cambiaria.

En resumen, la menor expectativa de depreciación desincentivó la dolarización de carteras y favoreció los ingresos netos por cuenta financiera. A su vez, esos ingresos contribuyeron a incrementar la oferta de divisas en el MULC, reforzaron la estabilidad cambiaria y terminaron, en la práctica, validando las propias expectativas de baja depreciación.

Este proceso parece haberse desencadenado a partir de una combinación de factores: la victoria del oficialismo en las elecciones legislativas, la mejora de la cuenta corriente y la modificación de la política cambiaria desde enero.

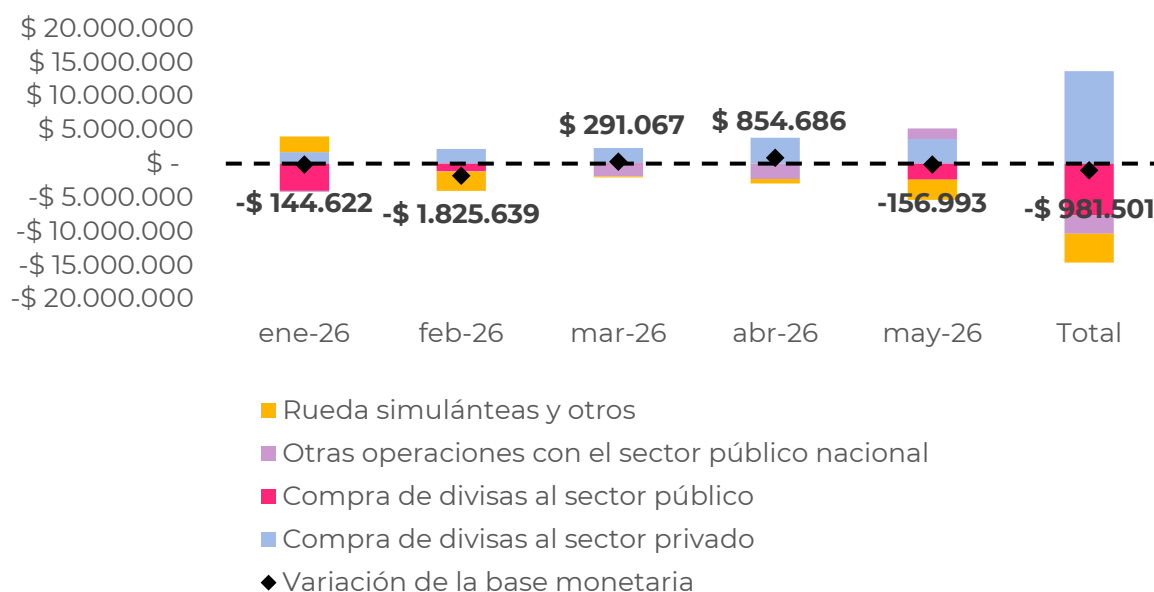
3. Modificaciones en la política cambiaria

A partir de enero, el BCRA realizó las siguientes modificaciones en la política cambiaria:

- Las bandas de flotación dejaron de ajustar al 1% mensual para ajustar en función de la inflación registrada dos meses atrás, lo que permitió que la banda superior se alejara de la cotización del dólar oficial, generando espacio para que el BCRA compre divisas.
- Se anunció que el BCRA empezaría a comprar reservas por USD 10.000 millones para 2026 (objetivo alcanzado el 3 de junio) que podrían estirarse a USD 17.000 millones.
- Dado que la compra de divisas por parte del BCRA implica la emisión de pesos, anunciaron también que estos servirían para remonetizar la economía en el marco de un incremento de la demanda de dinero, lo cual implicaría incrementar la base monetaria de 4,2% a 4,8% del PBI.

La decisión de recomponer reservas constituye, en principio, una modificación positiva de la política económica. Una mayor acumulación de divisas mejora las expectativas de pago de la deuda pública externa, contribuye a reducir el riesgo país y puede moderar las expectativas de devaluación. En ese sentido, la intervención compradora del BCRA opera como una señal de fortalecimiento del balance externo y de mayor capacidad para administrar tensiones cambiarias.

Gráfico 4: variación de la base monetaria



Fuente: BCRA

Sin embargo, es importante remarcar que la compra de divisas no se tradujo, hasta el momento, en una expansión efectiva de la base monetaria. Como muestra el gráfico 4, el BCRA esterilizó buena parte de los pesos emitidos por la adquisición de reservas. De hecho, desde el 1 de enero la base monetaria se redujo en \$981.501 millones durante los cinco primeros meses del año.

De esta manera, existe una diferencia relevante entre el esquema anunciado y la dinámica observada. Mientras el discurso oficial planteaba que la compra de reservas serviría para acompañar un proceso de remonetización, en la práctica el BCRA mantuvo una política monetaria contractiva mediante operaciones de esterilización.

Esta estrategia responde a la necesidad de evitar una caída más pronunciada de la tasa de interés, ya que una baja excesiva podría deteriorar las condiciones que sostienen el carry trade. Al esterilizar mediante operaciones de mercado abierto, el BCRA le pone un piso a la tasa de interés, preserva el atractivo relativo de las colocaciones en pesos, incentiva los ingresos por cuenta financiera y, por esa vía, refuerza el proceso de acumulación de reservas.

4. Los riesgos del sector externo

Indudablemente, la acumulación de reservas, la reducción del riesgo país y de la tasa de interés en pesos son factores que indican que las tensiones del sector externo se moderaron desde septiembre. Además, el hecho de que parte de esta mejora se fundamente en una mejora del saldo comercial es una señal favorable: podríamos estar ante una dinámica diferente a otros procesos en los que un nivel similar de tipo de cambio real implicaba una cuenta corriente deficitaria, es decir, caracterizados por estar sustentados únicamente en la cuenta financiera, como sucedió en 2024 o 2017.

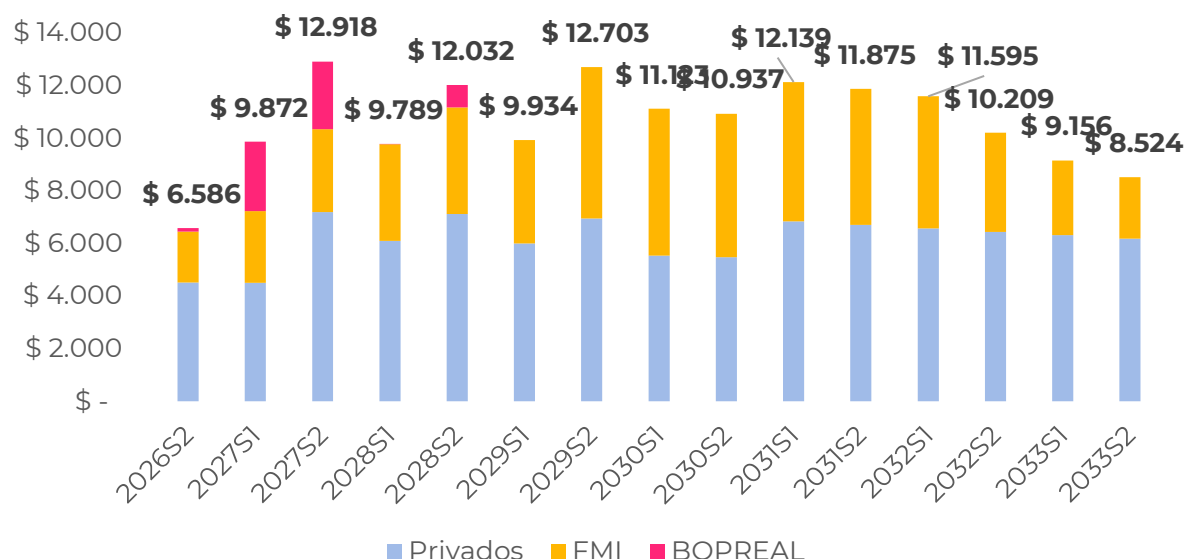
No obstante, la macroeconomía actual dista de estar exenta de riesgos. El principal es el abultado perfil de vencimientos de deuda pública en moneda extranjera previsto para los próximos años.

En el segundo semestre de este año, los pagos ascienden a USD 6.586 millones, un monto ampliamente superior al saldo de la cuenta corriente. De todas formas, el gobierno tiene prácticamente garantizados los dólares para afrontar estos vencimientos, ya que en los últimos meses volvió a colocar deuda en dólares en el mercado local (bonares). Se trata del AO27 y el AO28, instrumentos que vencen en 2027 y 2028, respectivamente, y que le permitieron al Tesoro reunir al tesoro más de USD 3.600 millones de dólares. Además, la gestión económica afirma tener comprometidos préstamos por parte de entidades financieras internacionales, para los cuales negoció garantías con distintos organismos. Si bien dichos dólares

ingresarían después del vencimiento de julio, le permitirían al gobierno recomponer las reservas utilizadas para afrontar el pago.

El panorama para 2027 luce más desafiante: los vencimientos alcanzan USD 22.790 millones. Esta exigencia financiera se mantiene en niveles elevados hasta el final del próximo gobierno, con una moderación recién más clara a partir de 2033.

Gráfico 5: perfil de vencimientos de deuda pública en moneda extranjera



Fuente: 1816

Este perfil de vencimientos difícilmente pueda financiarse únicamente con el resultado de la cuenta corriente, salvo bajo un escenario de muy bajo crecimiento económico que limite la demanda de importaciones. Si bien las exportaciones podrían continuar creciendo y contribuir a cubrir una parte de los pagos, el cronograma de deuda impone la necesidad de acceder a los mercados internacionales para refinanciar los vencimientos o, alternatively, avanzar hacia una reestructuración soberana.

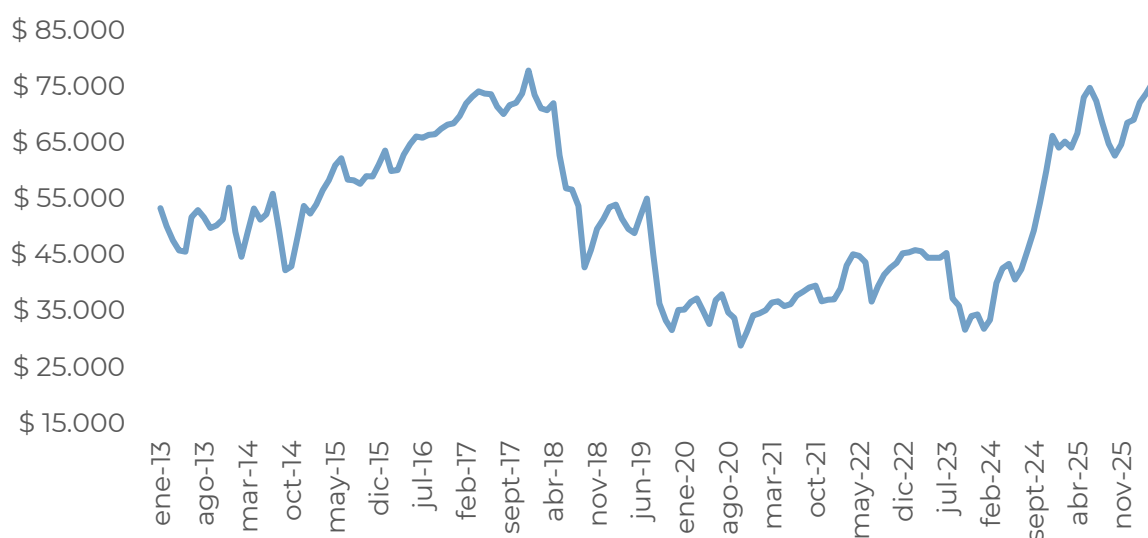
El Gobierno eligió la primera estrategia: reducir el riesgo país y recuperar el acceso al crédito internacional. Si bien se encuentra cerca de lograrlo, resulta clave analizar las condiciones bajo las cuales eventualmente consiga emitir nueva deuda. En particular, los plazos de colocación serán determinantes. Una emisión de corto plazo podría permitir cubrir los vencimientos inmediatos, pero al costo de incrementar los compromisos de pago de los años siguientes, agravando el problema de refinanciamiento futuro.

Además, esta estrategia requiere ya sea sostener un riesgo país bajo durante un período prolongado. Se trata de un objetivo que luce desafiante en un contexto político en el que la propia narrativa oficial en torno al triunfo de la oposición en las próximas elecciones nacionales puede contribuir a reinstalar dudas sobre el pago de los compromisos frente a un eventual cambio de signo político. Probablemente el gobierno apunte a realizar una emisión de deuda relevante en 2026, que supere

los vencimientos de este año, a efectos de acumular reservas que sirvan para pagar la deuda durante 2027 en caso de que finalmente se materialice un empeoramiento de las condiciones financieras.

En definitiva, el esquema actual sigue descansando sobre una baja expectativa de depreciación. Esa expectativa, a su vez, depende en buena medida de que el Gobierno logre acceder de manera sostenida a los mercados internacionales de crédito. Si no lo consigue, o si logra acceder pero luego ese financiamiento se interrumpe, las expectativas de devaluación podrían reaparecer rápidamente. En ese escenario, volverían los egresos de divisas por cuenta financiera, como ocurrió durante el proceso electoral.

Gráfico 6: depósitos del sector privado dolarizados al CCL



Fuente: BCRA y Ámbito Financiero

Este último canal es particularmente relevante porque, como muestra el gráfico 6, los depósitos del sector privado medidos al dólar CCL se ubican en niveles máximos, cercanos a los observados en diciembre de 2017. Esto implica que existe un amplio volumen de activos en pesos pasible de transformarse en demanda de divisas si se deterioran las expectativas cambiarias. En otras palabras, aun con una política monetaria contractiva, el margen para un aumento de la demanda de divisas sigue siendo significativo.

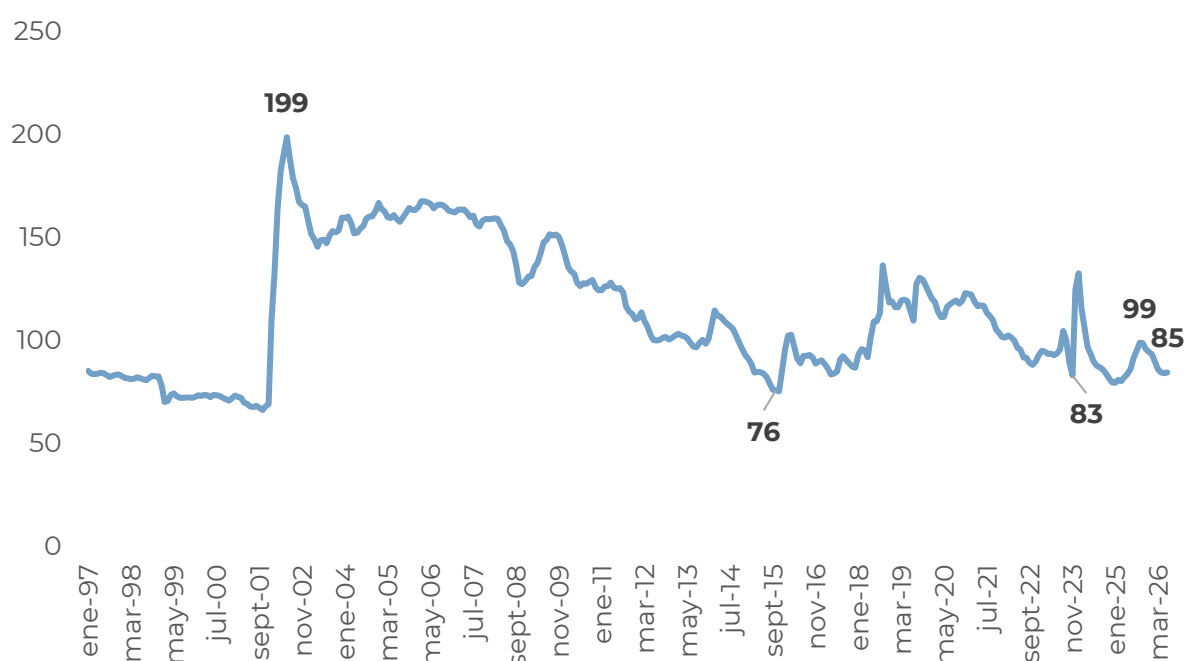
Mientras la tasa TAMAR continúe superando la tasa de depreciación esperada, los incentivos a mantener posiciones en pesos seguirán vigentes y los depósitos del sector privado podrían continuar creciendo. Sin embargo, esa misma dinámica constituye una fuente de vulnerabilidad, ya que a mayor stock de colocaciones en pesos acumulado bajo una lógica de carry trade, mayor puede ser la presión cambiaria ante un cambio brusco en las expectativas, en lo que la literatura reconoce como *Sudden Stop*.

5. Conclusión: ¿atraso cambiario o tipo de cambio de equilibrio?

Actualmente, el índice de tipo de cambio real multilateral indica que el tipo de cambio real se encuentra apenas un 1,3% por encima del nivel promedio de noviembre de 2023 y un 11,8% por encima del promedio de noviembre de 2015, dos momentos en los que, a raíz de la existencia de controles cambiarios y posteriores devaluaciones, los analistas no dudaban de hablar de atraso cambiario. Al mismo tiempo, se encuentra un 3% por debajo de diciembre de 2017 y un 14% por debajo de septiembre de 2025, al momento del rescate del Tesoro de los Estados Unidos.

Sin embargo, a la par de un tipo de cambio real históricamente bajo, se registra un saldo exportador inusualmente alto. Solamente en mayo alcanzó USD 3.504 millones contra USD -573 millones en noviembre de 2023, USD -788 millones en diciembre de 2017 y USD -701 millones en noviembre de 2015. De este modo, a contramano de la exposición de un nivel bajo de tipo de cambio real, los datos de comercio exterior revelarían que el tipo de cambio real que equilibra la balanza comercial argentina ha disminuido en el último tiempo, producto tanto de la menor absorción interna, causada por el deterioro del salario, como del mayor dinamismo exportador energético.

Gráfico 7: Índice del tipo de cambio real multilateral



Fuente: BCRA

No obstante, es importante marcar dos contrapuntos. En primer lugar, la estabilidad del tipo de cambio no depende únicamente del saldo comercial, sino del acceso al mercado internacional de crédito. Si el gobierno logra refinanciar

todos los vencimientos indefinidamente, este tipo de cambio es caro, mientras que si perdiera todo acceso, sería barato.

En segundo lugar, el desarrollo del sector exportador basado en recursos naturales no soslaya el hecho de que este tipo de cambio real combinado con el actual nivel de apertura comercial es dañino para los sectores industriales tradicionales intensivos en empleo. A este proceso donde la emergencia de un nuevo sector exportador, en este caso sería petrolífero, genera una mejora del intercambio comercial que reduce el tipo de cambio real dando lugar a un empeoramiento de la competitividad de la industria frente al consumo importado, la literatura lo denomina enfermedad holandesa.

En un escenario como el descrito, atravesado además por el abandono de la política industrial y la obra pública en nombre de la eficiencia económica y el superávit fiscal, la pregunta pasa por las consecuencias a largo plazo del deterioro del sector industrial. En definitiva, en una ventana de entre diez y treinta años, la demanda global de petróleo va a disminuir en favor de otras energías renovables, lo que puede impactar negativamente sobre el saldo comercial argentino si la política económica no logra apuntalar otros sectores productivos.

Entonces, si bien el tipo de cambio que equilibra la cuenta corriente puede haberse apreciado en relación a años previos y existe la posibilidad de que el gobierno acceda efectivamente al mercado crediticio, disipando así las expectativas de devaluación, ello no implica que el actual nivel de tipo de cambio y apertura sea neutro en términos de desarrollo económico. La cuestión central no pasa únicamente por la sostenibilidad financiera del tipo de cambio, sino también por qué tipo de patrón productivo contribuye a determinar en el largo plazo.