

EL MAPA DEL DOLAR: QUIEN TRAE Y QUIEN SE LO LLEVA

Flujos de divisas bajo la gestión Milei: superavit, organismos y
atesoramiento masivo

Fecha: Viernes 5 de Junio de 2026

Audiencia: Board / C-Suite / Inversores

Fuente: BCRA / La Nación. Elaboración propia en base a diversas fuentes.

KARTAL Consulting | kartal.com.ar

EL NUMERO QUE LO DICE TODO



El modelo de divisas de Argentina se sostiene sobre tres patas: superavit comercial en caida, deuda con organismos multilaterales y represion financiera sobre empresas — mientras los argentinos se llevaron mas dolares de los que entro el comercio exterior.

Insights Clave

- **La fuente mas grande de salida supera a la mas grande de entrada:** El atesoramiento privado (USD 39.032M) es mayor que todo el superavit comercial 2024-2026 (USD 38.462M). El modelo no genera divisas netas por comercio — las recoloca.
- **Los organismos multilaterales son el verdadero colchon:** USD 20.168M del FMI, BM, BID y CAF tapan el hueco que deja el mercado de credito privado cerrado. Sin esa linea, el balance de reservas seria estructuralmente deficitario.
- **Las empresas reemplazaron al Estado como deudor en dolares:** USD 18.586M en ONs y titulos privados: las firmas emiten barato gracias a la represion financiera sobre personas juridicas, no por merito propio de mercado.
- **La IED sigue ausente — la pieza faltante del modelo:** Ni la inversion directa extranjera ni los flujos de portafolio aparecen como fuente relevante. La estabilizacion no esta atrayendo capital productivo todavia.
- **La "sobra de dolares" es una ilusion regulatoria:** La demanda privada esta reprimida por el cepo. Cuando se libere, el equilibrio cambiario dependera de si la IED ya llego — o no.

Implicancia directa: evaluar exposicion a activos en pesos antes de que la liberacion del cepo cambiario revele el verdadero equilibrio del mercado de divisas.

LOS NUMEROS QUE MUEVEN EL TABLERO

Situacion actual

Desde diciembre de 2023, la gestion Milei enfrenta un desafio estructural: reconstruir reservas en un contexto de mercado de credito privado internacional cerrado (riesgo pais nunca por debajo de 480 puntos) y demanda privada de dolares historicamente alta. Entre enero de 2024 y abril de 2026, el

sistema paso por tres fases: ajuste cambiario fuerte en 2024 con superavit comercial record; salida masiva de capitales privados en 2025 con el levantamiento parcial del cepo; y recomposicion de reservas del BCRA en 2026 superando USD 10.000M de compras netas.

Datos y cifras clave

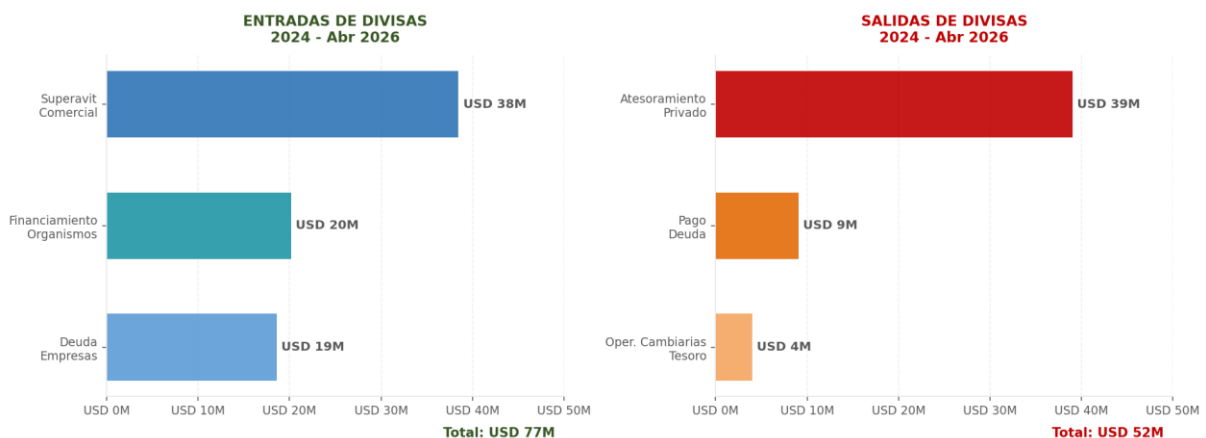
Indicador	Valor	Periodo / Fuente
Superavit comercial 2024	USD 18.899M	2024 / BCRA
Superavit comercial 2025	USD 11.286M	2025 / BCRA
Superavit comercial 2026 (ene-abr)	USD 8.277M	ene-abr 2026 / BCRA
Superavit comercial acumulado	USD 38.462M	2024-abr 2026 / BCRA
Financiamiento organismos internacionales	USD 20.168M	2024-2026 / FMI, BM, BID, CAF
Emision deuda privada empresas (ONs)	USD 18.586M	2024-2026 / BCRA
Atesoramiento privado total	USD 39.032M	2024-abr 2026 / BCRA
Atesoramiento privado 2025	USD 32.340M	2025 / BCRA
Atesoramiento privado 2026 (ene-abr)	USD 9.006M	ene-abr 2026 / BCRA
Pagos deuda externa	USD 9.057M	2024-2026 / Elaboracion propia
Oper. cambiarias Tesoro	USD 3.985M	2024-2025 / BCRA
Compras BCRA en 2026	+USD 10.000M	ene-abr 2026 / BCRA
Riesgo pais minimo gestion	+480 puntos basicos	2024-2026 / JP Morgan EMBI

Antecedentes relevantes

El cepo cambiario vigente desde 2019 generalmente reprime la formacion de activos externos. Sin embargo, el levantamiento parcial del cepo en 2025 explica el salto en atesoramiento: USD 32.340M en un solo ano. El acuerdo con el FMI por USD 20.000M adicionales firmado en 2025 es la pieza clave que sostiene el nivel de reservas ante esa salida masiva. Sin el paraguas multilateral, el BCRA hubiera perdido reservas netas en forma significativa.

QUIEN GANA, QUIEN PIERDE, QUIEN FINANCIA

Balance de Flujos de Divisas Argentina – Gestion Milei



El grafico de balance revela la estructura completa del mercado de divisas argentino: las entradas suman USD 77.216M pero las salidas totalizan USD 52.074M — y el atesoramiento privado por si solo (USD 39.032M) casi iguala toda la entrada comercial acumulada.

LA TRAMPA QUE NADIE VE

Impacto macroeconomico

El equilibrio del mercado cambiario argentino 2024-2026 no es virtuoso: es administrado. El superavit comercial, que fue la fuente tradicional de divisas, cayo de USD 18.899M en 2024 a un ritmo de USD 8.277M en solo cuatro meses de 2026 — pero aun anualizado, muestra una tendencia de compresion. La diferencia la cubren los organismos multilaterales (FMI, BM, BID, CAF) con USD 20.168M: sin ese financiamiento, el modelo no cierra.

El dato mas revelador es el atesoramiento: USD 39.032M de argentinos comprando dolares en veintiocho meses. No es fuga de capitales en sentido estricto — es conversion de ahorros en moneda extranjera ante la persistente desconfianza sobre la estabilidad del peso. El BCRA pudo absorber esa presion en 2026 (compras netas +USD 10.000M) porque el cepo residual contiene parte de la demanda. Cuando ese cepo caiga, el mercado descubrira el precio real de equilibrio.

Impacto sectorial y empresarial

Las empresas con acceso al mercado de capitales son las grandes ganadoras: emitieron USD 18.586M en ONs y titulos a tasas que solo son posibles por la represion financiera sobre personas juridicas — es decir, las mismas firmas no pueden comprar dolares libremente para atesorar, pero pueden endeudarse en dolares baratos. Este arbitraje regulatorio genera una transferencia implicita desde el sistema cambiario hacia los grandes emisores corporativos.

Los exportadores, en cambio, enfrentan un superavit comercial que se comprime: el salto de 2024 (USD 18.899M) era en parte reflejo del tipo de cambio alto post-devaluacion inicial. Con la apreciacion real acumulada, ese superavit tiende a achicarse. Si la IED no llega para compensar, la presion sobre el tipo de cambio sera creciente.

Drivers clave

Driver 1: Represion financiera dual

El cepo contiene la demanda de dolares de personas fisicas y juridicas, creando la ilusion de estabilidad. Es el principal soporte del modelo — y su principal vulnerabilidad. Cuando se levante, el ajuste puede ser abrupto si la IED no llega antes.

Driver 2: Paraguas multilateral como sustitucion de mercado privado

El riesgo pais por encima de 480 puntos mantiene el mercado de credito privado internacional cerrado para el soberano. Los organismos llenan ese vacio — pero con costo politico (condicionalidades) y limite en el tiempo.

Driver 3: Atesoramiento como termometro de confianza

Los USD 32.340M de 2025 son el mayor indicador de desconfianza en el peso. Mientras ese numero no baje estructuralmente, el cepo no podra levantarse sin un salto cambiario.

Driver 4: Ausencia de IED como techo del modelo

Sin inversión extranjera directa que diversifique las fuentes de divisas, el modelo depende de flujos de deuda (organismos + corporativos) que son ciclicos y reversibles.

Driver 5: Superavit comercial en caída estructural

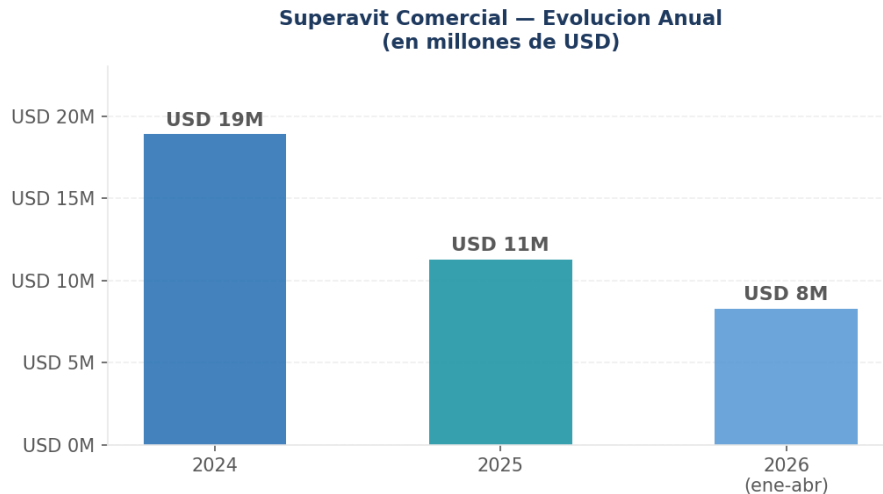
La apreciación real del tipo de cambio erosiona la competitividad exportadora. El superavit de 2024 fue excepcional; la tendencia de 2025-2026 es de compresión.

Escenarios 2026-2027

Escenario	Probabilidad	Condicion clave	Impacto cambiario
Base	50%	Cepo se levanta gradualmente con IED llegando	Tipo de cambio sube 10-20%, reservas se sostienen
Optimista	25%	IED acelera + riesgo país perfora 400 pb	Apreciación real adicional, reservas crecen
Adverso	25%	IED no llega + cepo se levanta por presión política	Salto cambiario brusco, pérdida de reservas

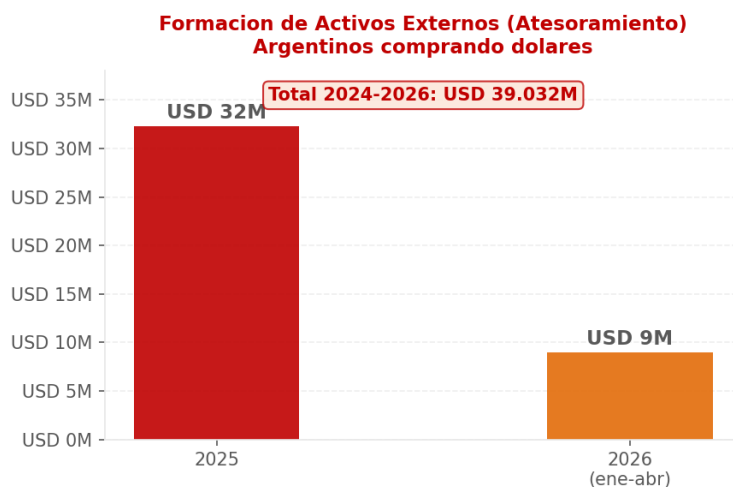
Nota: Probabilidades son estimativas cualitativas. No constituyen proyección econométrica formal.

Evolucion del Superavit Comercial



Fuente: BCRA. 2026 corresponde a enero-abril.

Formacion de Activos Externos (Atesoramiento)



Fuente: BCRA / Elaboracion propia en base a diversas fuentes. 2026 = ene-abr.

EL MOMENTO PARA ACTUAR

Para inversores y empresas

- **Posicion en ONs corporativas en dolares:** El carry trade cambiario-crediticio existe mientras el cepo esta vigente. La ventana de emision barata en dolares tiene fecha de vencimiento implicita.
- **Exposicion a pesos:** Cada mes sin levantamiento del cepo es un mes donde la brecha potencial entre tipo de cambio oficial y equilibrio acumula presion. Reducir plazos de activos en pesos.
- **Sectores exportadores:** La compresion del superavit comercial anticipa menor liquidacion de divisas. Las empresas exportadoras con costos en pesos se benefician del tipo de cambio alto actual — esa ventaja se erosiona con la apreciacion real.

Para el sector financiero

- **Valuacion de carteras en pesos:** Si el escenario adverso se materializa, las carteras en pesos sufren una depreciacion real significativa. Stress test con escenario de devaluacion 30-50%.
- **Riesgo crediticio corporativo en dolares:** Las ONs emitidas bajo represion financiera pueden tener stress de repago si el acceso al mercado cambiario se normaliza y los costos operativos en dolares suben.

Ventana de tiempo

Horizonte	Accion
Urgente (semanas)	Monitorear compras BCRA semanales y nivel de reservas brutas
Mediano plazo (meses)	Evaluar duracion de posiciones en pesos y ONs corporativas
Estructural (anos)	La llegada o ausencia de IED determinara la sostenibilidad del modelo

CINCO MOVIDAS CONCRETAS

PRIORIDAD ALTA — Esta semana

1. Reducir duration de activos en pesos a no mas de 90 dias si el BCRA pierde mas de USD 2.000M de reservas netas en una semana.

-> **Trigger:** Salida masiva de reservas senalaria levantamiento inminente del cepo con ajuste cambiario.

-> **Criterio de exito:** Posicion cubierta antes de que el tipo de cambio oficial supere 5% la banda cambiaria vigente.

2. Emitir ONs en dolares si la empresa tiene ingresos en moneda extranjera o activos exportables como colateral.

-> **Trigger:** La ventana de tasas bajas por represion financiera es la mas favorable en una decada.

-> **Criterio de exito:** Cerrar emision antes de que el riesgo pais perfore 480 pb al alza o el cepo se levante.

PRIORIDAD MEDIA — Proximos 30-90 dias

3. Incrementar posicion en activos dolarizados o indexados (CEDEAR, activos en el exterior) entre 15-25% del portafolio.

-> **Trigger:** La "sobra de dolares" es artificial; cuando el cepo cae, la demanda reprimida se libera.

-> **Criterio de exito:** Rebalancear cuando la participacion en pesos del portafolio cae por debajo del 40% por apreciacion del activo.

MONITOREAR — Activar si se confirma escenario adverso

4. Monitorear el dato mensual de formacion de activos externos: si en un mes supera USD 3.000M, activar reduccion de riesgo.

-> **Trigger:** Un salto en el atesoramiento mensual senalaria corrida cambiaria anticipatoria.

-> **Criterio de exito:** Alerta activada si el dato mensual de atesoramiento supera 3x el promedio de los ultimos 6 meses.

5. Si la IED no supera USD 5.000M anuales antes de fin de 2026, reducir exposicion a activos argentinos de largo plazo al 50% del portafolio actual.

-> **Trigger:** La ausencia de IED confirma que el modelo no esta atrayendo capital productivo — solo especulativo.

-> **Criterio de exito:** IED anualizada inferior a USD 5.000M segun datos BCRA del cuarto trimestre 2026.

Supuestos:

- El cepo cambiario permanece vigente al menos hasta Q3 2026.
- El acuerdo con el FMI se mantiene sin incumplimientos de metas fiscales.
- La inflacion no supera el 3% mensual sostenido (que aceleraria la dolarizacion de portfolios).

LO QUE PUEDE SALIR MAL

Riesgo	Probabilidad	Impacto	Mitigacion
Levantamiento abrupto del cepo sin IED	Media	Alto	Mantener posicion dolarizada como cobertura

Incumplimiento de metas FMI	Baja	Muy Alto	Monitorear datos fiscales mensuales del Tesoro
Caida del superavit comercial por apreciacion real	Alta	Medio	Rotar hacia exportadores con costos dolarizados
Suba de tasas globales que encarezca la deuda corporativa	Media	Medio	Emitir ONs en ventana actual, no esperar
Conflicto politico que paralice la agenda de desregulacion	Media	Alto	Diversificar geograficamente una parte del portafolio

VARIABLES A MONITOREAR

- **Compras netas del BCRA (semanal):** Alerta si pierde mas de USD 500M en una semana
- **Atesoramiento mensual (BCRA):** Alerta si supera USD 3.000M/mes
- **Riesgo pais (JP Morgan EMBI):** Alerta si perfora 600 pb al alza (senalaria crisis de confianza)
- **IED acumulada 2026 (BCRA trimestral):** Alerta si el acumulado a septiembre no supera USD 3.000M
- **Spread tipo de cambio oficial vs paralelo:** Alerta si supera 15% de manera sostenida

LIMITES DEL ANALISIS

Este analisis se basa en datos disponibles al 5 de junio de 2026. Los datos de atesoramiento son acumulados y no permiten desagregar por tipo de instrumento (billetes fisicos vs transferencias). Las probabilidades de escenario son estimativas cualitativas basadas en contexto macro general. La informacion sobre IED es parcial — el dato completo requiere la publicacion del balance cambiario del BCRA con rezago de 60-90 dias.

"Argentina sigue sin resolver su pregunta mas profunda: puede generar divisas genuinas — o solo administrar su escasez."
Agop Karagoz — Director, Kartal Consulting