

Equipo de Research:

Artaza Germán

Devecchi Di Bella
Nicolás

Fernandez Agustin

Pelle Mateo
Alejandro

Quintero Santiago

Torrillo Vito

UADE

FIN LAB

Carry Trade en Argentina

El motor del carry trade

El gran negocio no fue solo la tasa, sino la apreciación del peso (cayó un 10% en términos reales). Todo sostenido por el ancla fiscal y el BCRA comprando más de USD 9.600 millones.

Previsibilidad cambiaria

El nuevo esquema de bandas le da tranquilidad al mercado. Hoy existe un "colchón" del 25% hasta que el dólar llegue a su techo, lo que quita el apuro por dolarizarse.

Migración de la liquidez

El dinero transaccional (M2) cayó casi un 13% porque los pesos vuelan hacia los fondos Money Market. Ante esto, el BCRA usa la tasa casi exclusivamente para contener al dólar.

Impacto en la economía real

Sostener esta calma financiera tiene su costo. Mantener tasas altas para blindar el tipo de cambio encarece los créditos, trasladando el esfuerzo hacia las empresas y el sector productivo.

Alertas para lo que viene

El segundo semestre pondrá a prueba el modelo: habrá menos dólares del agro, las reservas netas siguen negativas y el mercado empezará a mirar de reojo las elecciones de 2027.

Del concepto al trade: el carry en Argentina 2026

Durante el transcurso del 2026, las colocaciones en pesos han superado en rentabilidad —medida en dólares— a la mayoría de los activos disponibles en el mercado. Dicho escenario responde al éxito del carry trade, estrategia financiera que registra actualmente su rendimiento en divisas más elevado en 23 años.

La mecánica es simple: vender dólares, invertir los pesos en instrumentos de renta fija local y luego recomprarlos. El retorno no se mide en pesos sino en dólares: la tasa nominal importa, pero es la evolución del tipo de cambio durante ese período lo que define el resultado final. No es la primera vez que Argentina protagoniza este fenómeno. En 2018, las Lebacs ofrecían tasas muy altas que favorecían el carry, hasta que en pocas semanas el dólar pasó de \$20 a \$40, destruyendo el retorno de quienes no salieron a tiempo. La lección fue clara: en el carry, el tipo de cambio lo es todo.

El panorama actual muestra un contexto y bases distintas. Qué hace viable a este modelo, qué lo sostiene y hasta cuando puede durar es lo que analiza este informe.

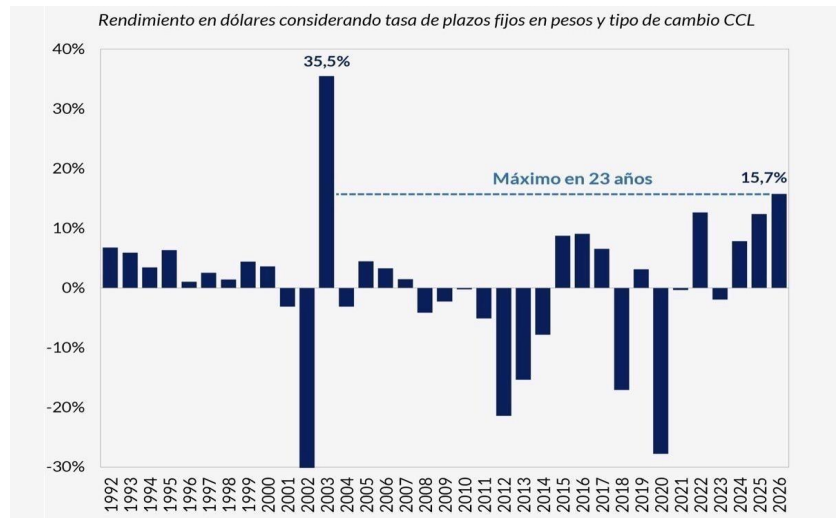
Contexto que hizo viable el carry.

Ancla fiscal y acumulación de reservas.

Detrás de los retornos del carry en 2026 hay un conjunto de condiciones que, por primera vez en mucho tiempo, funcionaron en simultáneo. El punto de partida fue el ancla fiscal: el Sector Público acumula superávit primario en 26 de los últimos 28 meses, con un resultado de 1,4% del PIB en los últimos doce meses. Ese historial elimina la necesidad de emisión para financiar al fisco — la fuente histórica de destrucción del carry en Argentina.

Sobre esa base, el BCRA construyó credibilidad cambiaria mes a mes: las compras en el MULC acumularon USD 9.100 mm al 29 de mayo, impulsadas por una cosecha gruesa récord de 163,2 millones de toneladas, un 21,25% por encima de la campaña anterior.

Carry Trade Acumulado en cinco meses de cada año



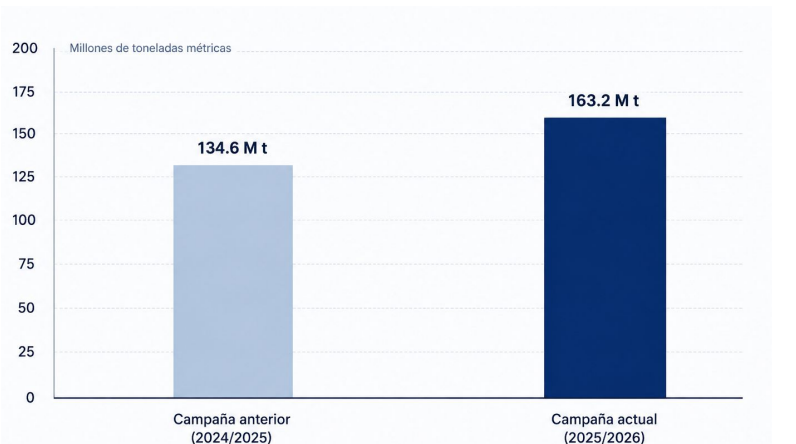
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BCRA

Evolución del Balance Fiscal del Estado (2004 - 2025)



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Producción Total de Granos en Argentina



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca de la Nación

Apreciación real, desinflación y bandas cambiarias.

El motor del carry en 2026 no son las tasas nominales: es la apreciación real del peso. El TCRM cayó más de un 10% en lo que va del año —de ~95 en diciembre a ~84 en junio—. Este movimiento es clave para entender el retorno del carry en 2026: no fue la tasa nominal lo que generó la ganancia en dólares, sino la caída del tipo de cambio en términos reales.

El esquema de bandas completó el marco: con el oficial en \$1.430 y el techo en \$1.757, el inversor opera con casi un 23% de recorrido antes de que el BCRA tenga que intervenir — distancia que actúa como señal psicológica de estabilidad y reduce el incentivo de dolarizar.

El IPC desaceleró de 3,4% en marzo a 2,6% en abril — primera baja en 11 meses — con alta frecuencia de mayo apuntando a 2,0%-2,3%. Una señal alentadora, aunque un dato que no consolida una tendencia.

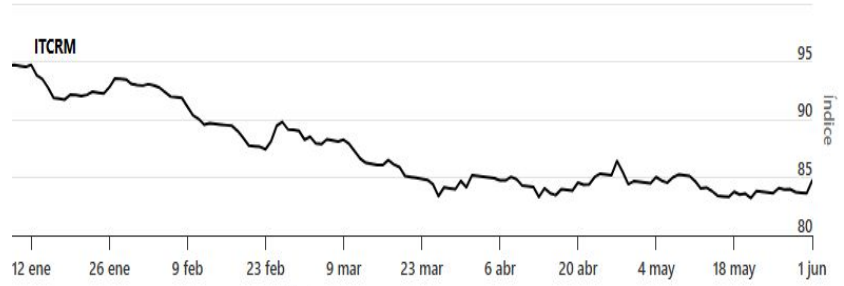
Todo esto opera dentro de un marco donde todavía existen restricciones cambiarias, las cuales contienen la demanda de dólares y le dan al esquema el tiempo necesario para consolidarse. Sin ellas, la presión cambiaria aparecería antes de que cualquiera de estas anclas pudiera sostenerse — el cepo no es un detalle del programa, es una de sus condiciones de existencia. El propio BCRA fue explícito: levantarlo no es prioritario.

Validación externa y lo que sigue.

El flujo hacia activos en pesos se vio fuertemente respaldado por dos factores clave: la aprobación de la segunda revisión del FMI con un desembolso de USD 1.000 millones y el superávit comercial récord de USD 2.711 millones alcanzado en abril.

Las condiciones estuvieron dadas y la estrategia funcionó. El próximo paso es analizar los mecanismos que hoy sostienen este equilibrio, la política monetaria y los riesgos que podrían ponerlo a prueba de cara al segundo cuatrimestre.

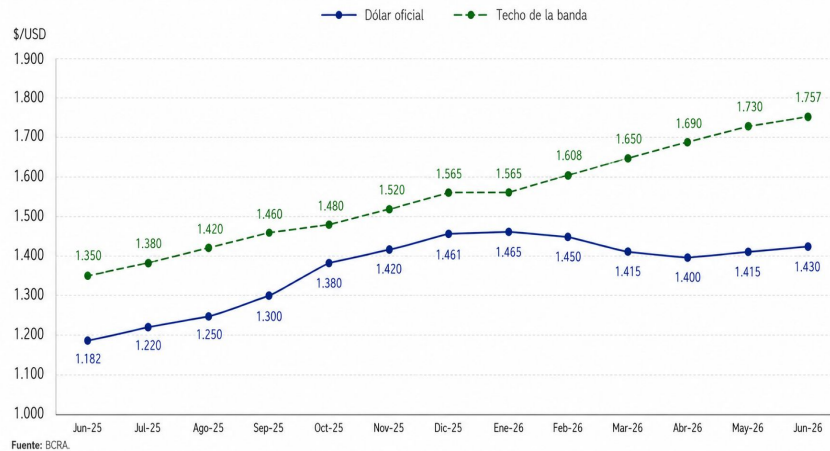
Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM)



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BCRA

Evolución del dólar oficial y del techo de la banda cambiaria

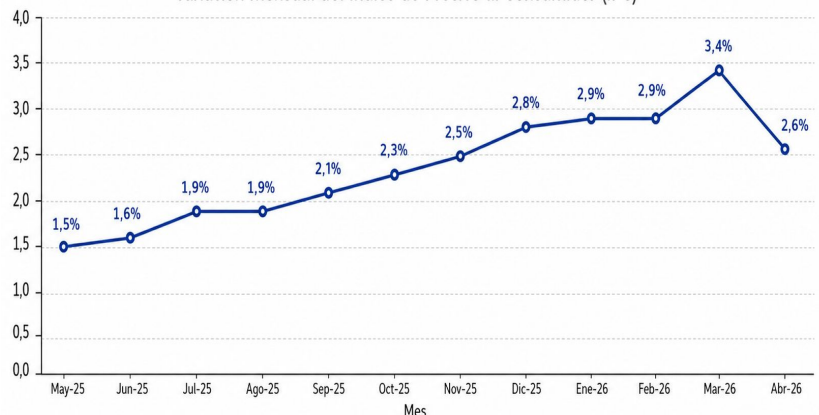
Valores mensuales – Junio 2025 a Junio 2026



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BCRA

IPC Nacional de Argentina

Variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC)



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a INDEC

Liquidez y Política Monetaria

Para entender cómo el BCRA mantiene la estabilidad macrofinanciera, es clave analizar su gestión de la liquidez. La autoridad monetaria sostiene una tasa de interés endógena que se calibra dependiendo de los agregados monetarios — en la práctica, no responde a una meta de inflación sino al tipo de cambio: se determina para mantener el dólar estable y el incentivo de quedarse en pesos vigente. Según el Informe Monetario Diario del BCRA, el M2 Transaccional Privado, experimentó una contracción del 12,7%, alcanzando aproximadamente \$56,9 billones.

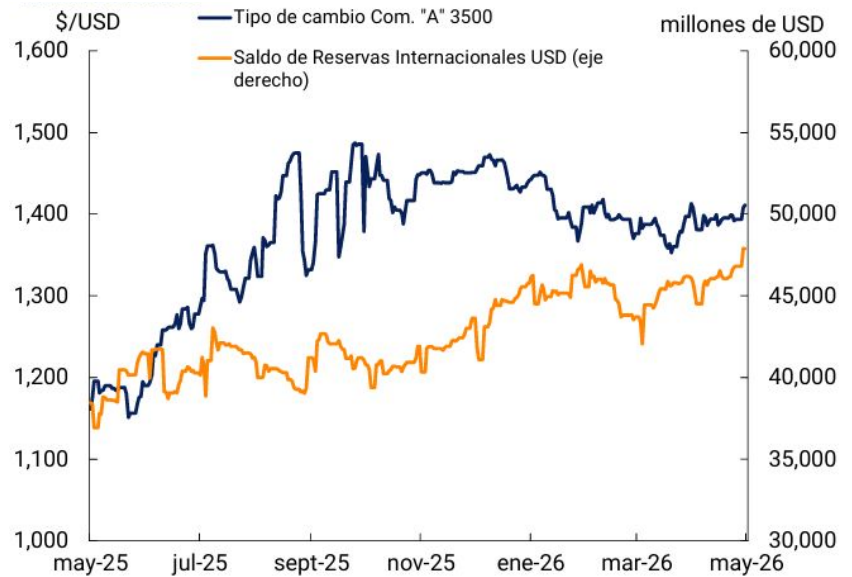
Esta contracción de dinero transaccional responde a un cambio en la estructura: los pesos se trasladan con rapidez hacia billeteras virtuales y fondos Money Market en busca de liquidez remunerada. Lejos de ser una señal de alarma, esta dinámica es funcional al esquema: la liquidez se canaliza hacia instrumentos remunerados que sostienen la demanda de pesos y mantienen las tasas en el piso del corredor.

Para el inversor de carry trade esto es central. Si el dólar se mantiene estable, el inversor termina con más dólares de los que tenía al principio. Para que esa estrategia funcione y no aumente la demanda de dólares, lo que haría disparar el precio, el BCRA tiene que ofrecer tasas lo suficientemente atractivas. En otras palabras, la tasa de interés se determina hoy para tranquilizar al dólar.

Esta estrategia quedó bajo la lupa internacional recientemente. El FMI propuso reformar el BCRA y avanzar hacia un sistema cambiario más flexible. Frente a esto, el equipo económico defendió el modelo actual, sosteniendo que el ancla monetaria facilitó una desinflación rápida y señalando que la fragilidad actual de la tasa de interés local hace que sea ineficaz pasar a metas inflacionarias.

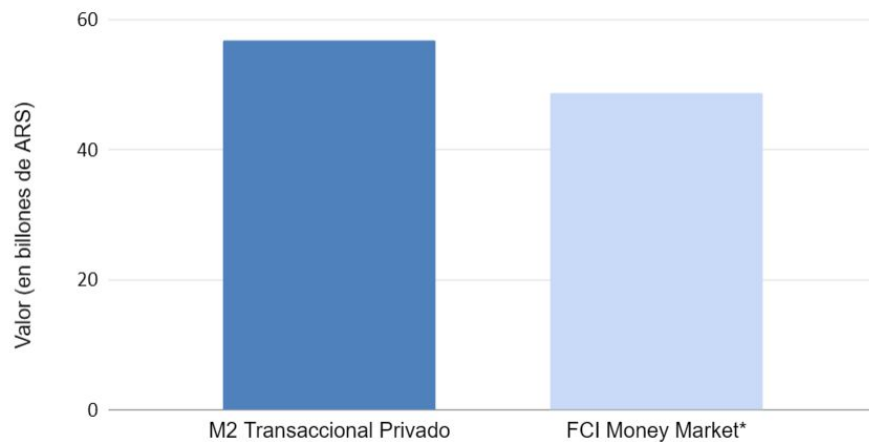
Lo que sigue es la dinámica cambiaria: cómo el BCRA administra el tipo de cambio dentro de las bandas, qué herramientas usa y qué señales manda el mercado sobre la sostenibilidad del esquema.

Tipo de Cambio de Referencia - Reservas Internacionales



Fuente: Informe Monetario Diario del BCRA.

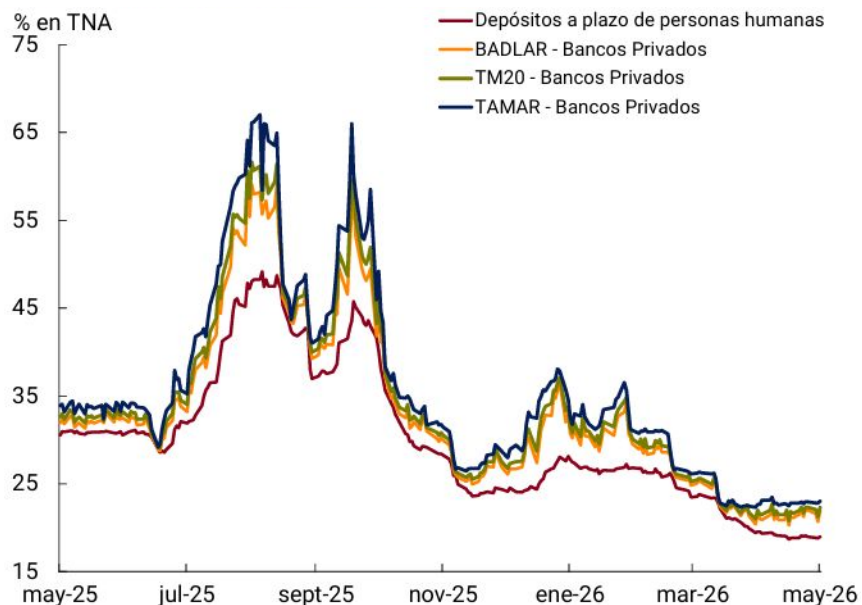
La migración de la liquidez: Crecimiento de los Money Market



*El FCI corresponde a datos diarios al 29 de mayo de 2026, como suma de Mercado de Dinero Peso Argentina.

Fuente: Club de Finanzas UADE en base a CAFCI.

Tasas de Interés por Depósitos en Pesos



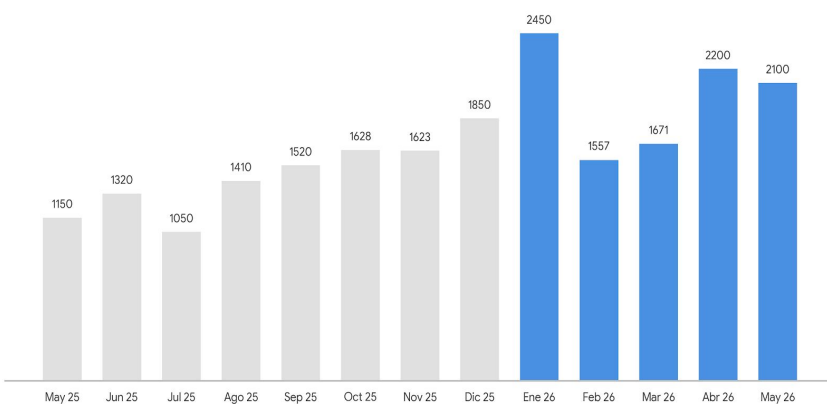
Fuente: Informe Monetario Diario del BCRA

Dinámica Cambiaria y MULC

Para el carry, el tipo de cambio lo es todo. La tasa nominal puede ser atractiva, pero si el dólar se mueve en la dirección equivocada el retorno desaparece. Sostener el tipo de cambio estable dentro de las bandas es, en la práctica, sostener el carry. Durante el tramo enero-mayo 2026 eso se logró gracias a una combinación de factores que vale entender en detalle. La cosecha gruesa récord de 163,2 millones de toneladas, entre otros factores, siendo este el más relevante, generó una liquidación sostenida que le permitió al BCRA acumular 96 ruedas consecutivas de compras, cerrando mayo con un saldo de USD 9.800 mm en el año — el 96% de la meta anual acordada con el FMI con siete meses por delante. El promedio diario fue de USD 100 mm, cuatro veces el piso del 5% exigido por el organismo, con picos de USD 457 mm el 1 de abril y USD 447 mm el 28 de mayo. Esa acumulación es la que le da credibilidad al esquema — y sin credibilidad, el carry no existe.

Compras de Divisas del BCRA

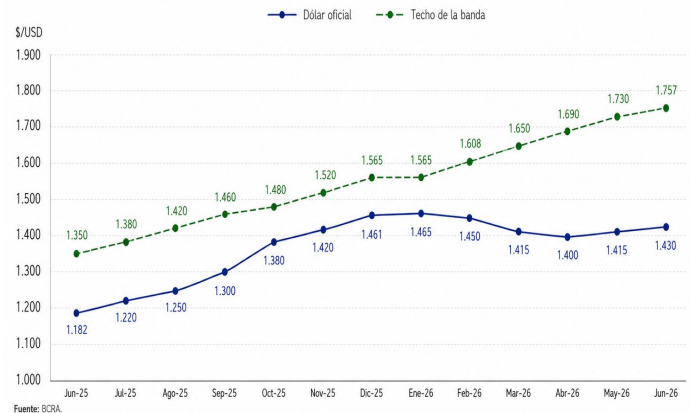
En millones de dólares (Mayo 2025 - Mayo 2026).



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BCRA.

Evolución del dólar oficial y techo de la banda cambiaria

Valores mensuales – Junio 2025 a Junio 2026



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BCRA.

Ese flujo tuvo un soporte adicional en el frente comercial. Abril marcó un récord histórico de USD 2.711 mm de superávit — con exportaciones de USD 8.914 mm y un superávit energético de USD 1.402 mm solo en el mes. Esa combinación de agro y energía es la que le da al BCRA la munición para comprar en el MULC y sostener el tipo de cambio dentro de la banda con comodidad. Al 30 de mayo el dólar mayorista opera en \$1.408 con el techo en \$1.757 — una distancia del 24,8% que le da al inversor un rango predecible y reduce el incentivo de dolarizar. En paralelo, el Tesoro estiró la duración promedio de sus licitaciones, reduciendo la presión sobre las tasas cortas y dándole mayor previsibilidad al carry en el tramo medio de la curva.

Mirando un poco más al horizonte, no todo el panorama es holgado. Hay ciertos riesgos a tener en cuenta, por ejemplo, la liquidación del agro tiene su pico estacional en mayo-junio y después cae — y con ella, la principal fuente de oferta de divisas que sostiene las compras del BCRA durante el primer semestre. Al mismo tiempo, la demanda de dólares empieza a crecer estructuralmente: el giro de utilidades al exterior sumó USD 1.321 mm en el primer cuatrimestre más USD 223 mm en mayo, y la dolarización de carteras se duplicó en abril respecto a meses previos. Otro punto es que el tipo de cambio real multilateral acumula una apreciación de más del 10% en el año, ubicándose en mínimos de los últimos diez años. Ninguna de estas señales representa una alarma en el corto plazo, pero sí plantean preguntas sobre la sostenibilidad del equilibrio de cara al segundo semestre — preguntas que el final del informe desarrolla en detalle. Sin embargo, antes de evaluar los riesgos del segundo semestre, es necesario detallar qué otras herramientas desplegó el BCRA para anclar el tipo de cambio.

Herramientas para Anclar el Tipo de Cambio (FX)

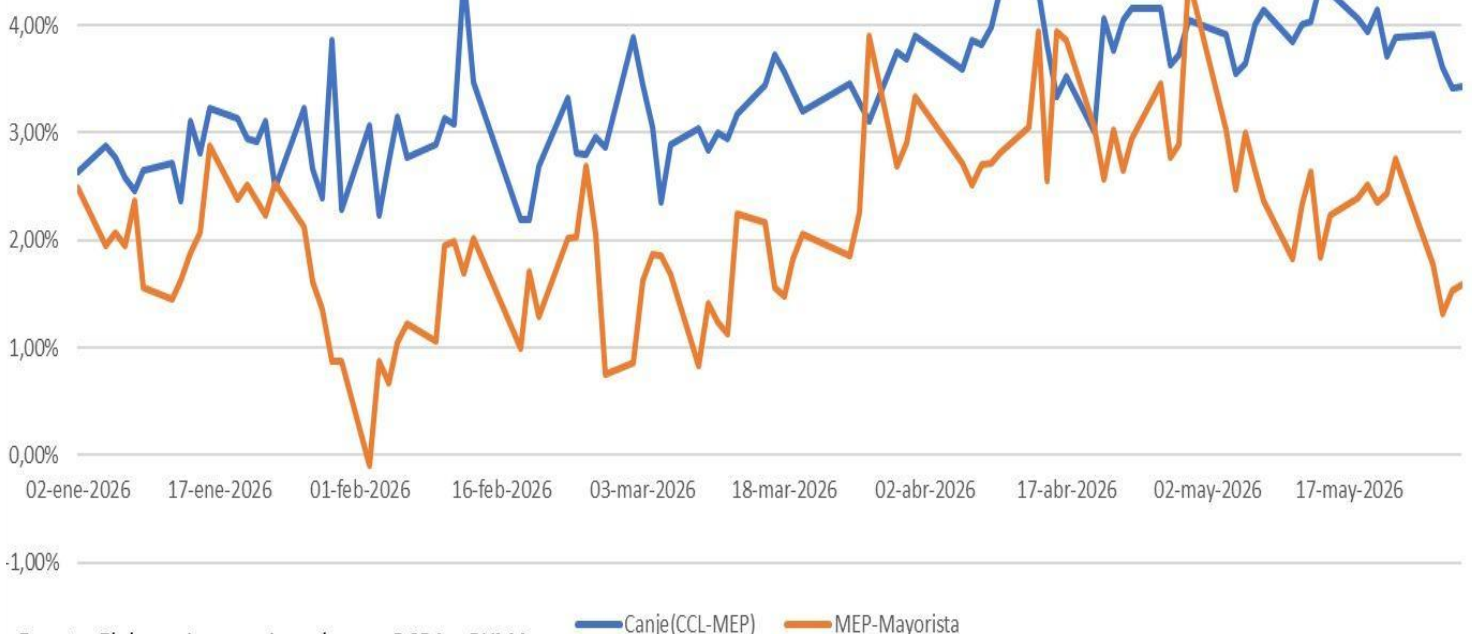
La primera intervención es la venta de bonos dólar-linked (TZV26) en el mercado secundario. La mecánica es precisa: cada venta absorbe pesos que podrían presionar el tipo de cambio, ofreciendo a los inversores cobertura cambiaria dentro del sistema sin necesidad de comprar dólares spot — y utilizando recursos del Tesoro, no reservas brutas. En lo que va de 2026 se vendieron cerca de USD 1.400 millones de VN, y cuando el arsenal se agotó, el Tesoro reaprovisionó al Central canjeando Lecaps en cartera por USD 1.500 millones de VN adicionales, sin costo fiscal ni monetario.

La segunda es la posición vendida en futuros de Rofex. A diferencia del dólar-linked, aquí sí se fija un precio futuro del dólar: al comprometerse a vender a precio pactado, los inversores que buscan cobertura encuentran precio sin necesidad de comprar dólares spot hoy. Esta intervención alineó la devaluación esperada en torno al 23% TNA — en sintonía con la TAMAR y por debajo de la inflación — garantizando que el carry con cobertura siga ofreciendo retornos positivos en dólares.

La tercera es la intervención vía operaciones REPO. Al fijar un piso de tasa del 20% TNA, el BCRA le ofrece a los bancos con exceso de pesos una alternativa rentable dentro del sistema: prestarle al Central a tasa garantizada. Eso retira liquidez antes de que esos pesos presionen las tasas a la baja — lo que erosionaría el carry — o migren directamente hacia el dólar, presionando el tipo de cambio.

El resultado de estas tres herramientas operando en simultáneo es lo que muestra el gráfico: las brechas cambiarias — tanto CCL-MEP como MEP-Mayorista — se mantuvieron contenidas dentro del corredor desde enero de 2026, sin tendencia alcista sostenida y sin presiones de demanda relevantes en el mercado oficial.

Evolución brecha cambiaria y spreads en dólares financieros
(Spreads en términos porcentuales)



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BCRA y BYMA.

Las herramientas se utilizaron y funcionaron durante el primer cuatrimestre. Pero su efectividad depende de condiciones que no son permanentes — y es ahí donde el análisis se vuelve más exigente. A continuación el informe pone el foco en los riesgos del carry: primero a través de un modelo propio para evaluar el riesgo de devaluación, y después en los factores que podrían poner a prueba el equilibrio de cara al segundo semestre.

¿Cuán lejos está una devaluación?

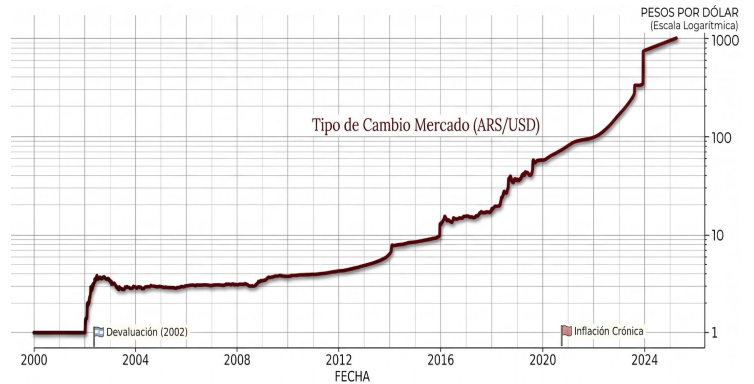
Un modelo para medirlo

Sostener el carry implica convivir con riesgos que no siempre son visibles en el retorno. Una devaluación abrupta, un desarme masivo de posiciones o tasas reales negativas pueden destruir en días lo que se acumuló en meses. A eso se suma el costo sobre la economía real: para mantener el esquema el BCRA debe convalidar tasas elevadas que encarecen el crédito y castigan la inversión productiva. En este informe nos enfocamos en el riesgo que consideramos central: el riesgo de devaluación.

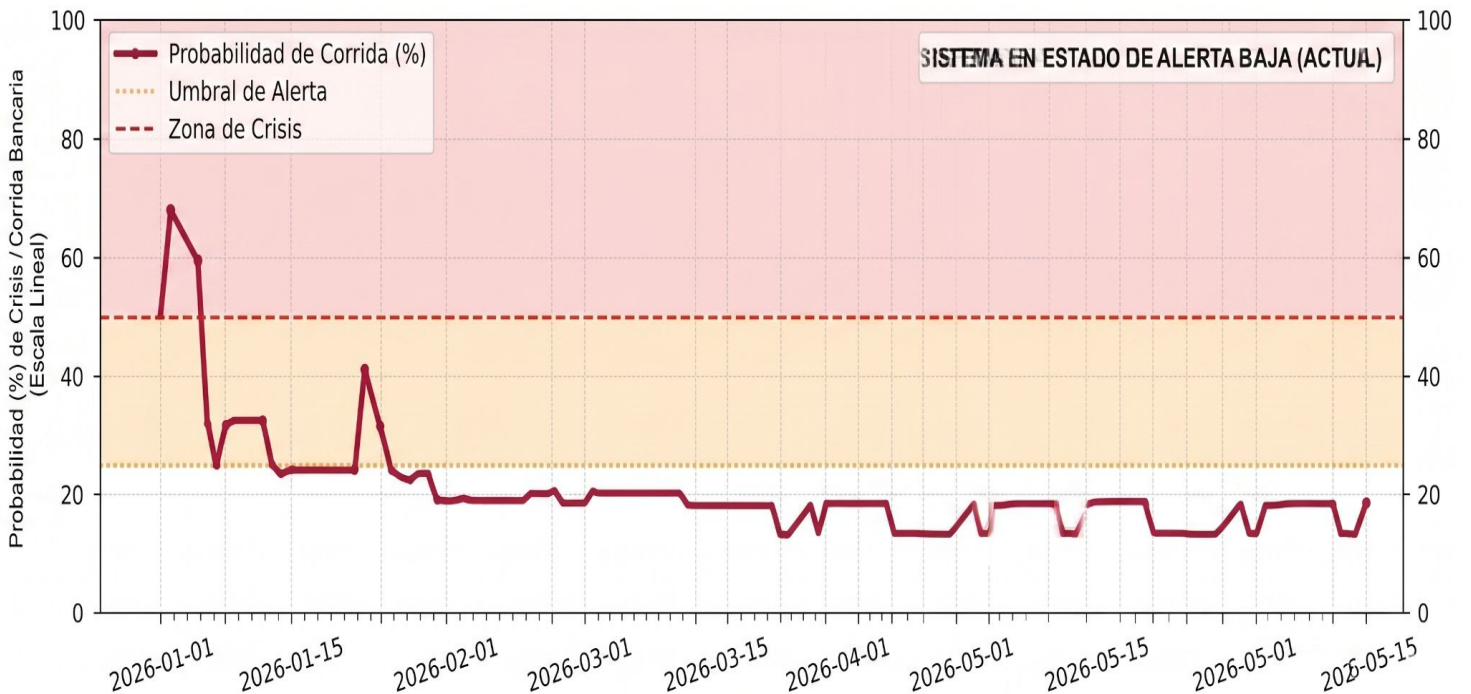
Para cuantificarlo desarrollamos un modelo de Machine Learning — Light GBM — entrenado en situaciones históricas donde Argentina sufrió una devaluación del peso frente al dólar. El modelo aprende cuáles fueron los factores más relevantes en cada episodio y los usa para estimar la probabilidad actual de que ocurra un salto cambiario. Definimos una devaluación como un movimiento brusco del tipo de cambio con un $Z > 3$ — el modelo detectó 85 casos desde el año 2000 a la actualidad. Las variables de entrenamiento incluyen resultado fiscal, ITCRM, BADLAR privada, reservas brutas, base monetaria y balanza comercial, entre otras.

El modelo arroja hoy una probabilidad de calma cambiaria del 86,53% y de devaluación del 13,47%. La variable más relevante es el ITCRM — cuán caro está Argentina respecto a sus socios comerciales. Con el TCRM en 84 al 22 de mayo, el peso se ubica en mínimos de los últimos diez años, en niveles similares a los previos a las correcciones cambiarias de 2015-2016 y 2023. En los 85 episodios históricos de devaluación que el modelo identificó, el TCR apreciado estuvo presente en la mayoría — es la señal más pesada del modelo y hoy está activa. Sin embargo, las cifras positivas en resultado fiscal y reservas brutas están compensando esa presión y conteniendo la probabilidad dentro de zona de alerta baja. El gráfico de monitoreo diario lo confirma: el sistema se mantuvo por debajo del umbral de crisis durante todo 2026, con la probabilidad de devaluación controlada — aunque la señal del TCR es un recordatorio de que el equilibrio no es incondicional, y que hay otras variables a considerar.

Cronología del Tipo de Cambio en Argentina (2000-2026)



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a datos históricos del BCRA y MAE.



Fuente: Club de Finanzas UADE mediante modelo de Machine Learning (LightGBM) alimentado con datos del BCRA, INDEC y el Ministerio de Economía de la Nación.

Riesgos y sostenibilidad del carry post cosecha

El carry funcionó en el primer semestre sobre una base de condiciones excepcionales. El segundo semestre las pone a prueba. Variables a considerar:

La primera es la estacionalidad del agro: el pico de liquidación de la cosecha gruesa ocurre en mayo-junio y después cae significativamente. Esa merma reduce la oferta de divisas en el momento en que el BCRA más la necesita para sostener las reservas y el tipo de cambio — y sin ese flujo, el equilibrio cambiario que sostuvo el carry durante el primer semestre se vuelve más difícil de mantener. Históricamente el segundo trimestre concentra el grueso de las compras, mientras que en el tercero cae, por eso es una variable a considerar.

La dolarización de carteras es la segunda señal a monitorear. En abril aumentó respecto a meses previos. Otro punto a considerar es la evolución de la brecha MEP-CCL. Por ahora está controlada, pero no bajó, esta ha anticipado anteriormente el principio del desarme.

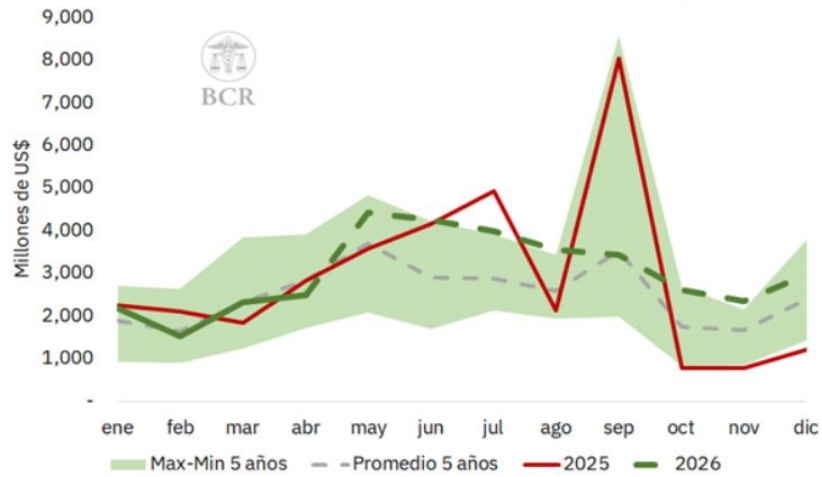
El riesgo electoral empieza a asomarse. La confianza en el gobierno acumulo seis meses de caída consecutiva y a medida que el ciclo de 2027 se acerque, el mercado empezará a incorporar esa incertidumbre. La volatilidad en ese tramo es casi inevitable.

A eso se suman las tasas globales elevadas, que comprimen el apetito por emergentes y encarecen el refinanciamiento soberano. Teniendo en cuenta esto y el panorama en general, no se puede pasar por alto los vencimiento de deuda del año que viene, convirtiéndose en un riesgo estructural del programa.

Finalmente, las reservas netas siguen negativas, pese al récord en brutas. El BCRA presenta cierta debilidad para defender el techo de la banda si la presión aumenta, afectando al programa.

El carry de 2026 tuvo sus ganadores. Lo que sigue es más exigente, menos anclas excepcionales, más variables abiertas y un segundo semestre que no tiene garantías.

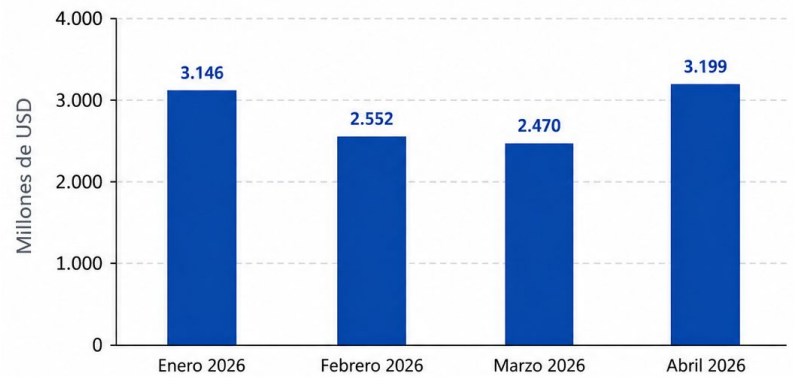
Liquidación mensual de divisas del agro



Fuente: Bolsa de Comercio de Rosario

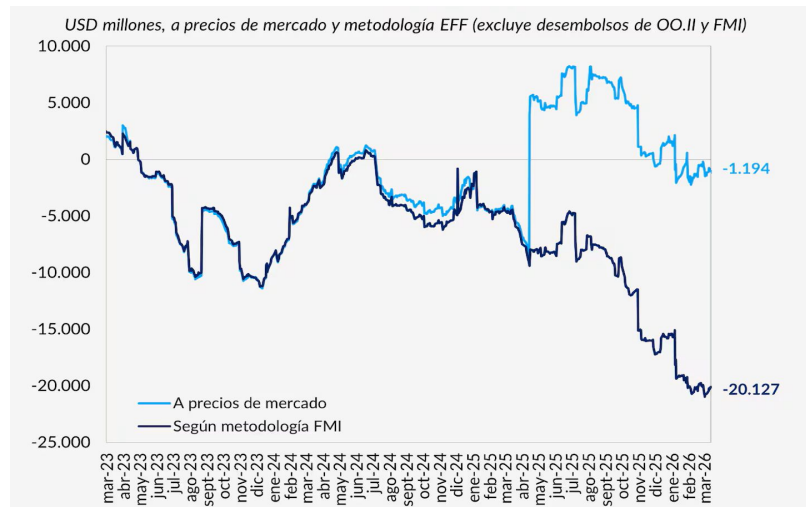
Compras netas de moneda extranjera de personas humanas

Primer cuatrimestre 2026 (millones de USD)



Fuente: Informe de evolución del mercado de cambios y balance cambiario (BCRA)

Evolución de las Reservas Netas



Fuente: GMA Capital con base en BCRA



Club de Finanzas UADE

Miembros:

Artaza Germán

Devecchi Di Nicolas Ezequiel

Fernandez Agustin

Pelle Mateo Alejandro

Santiago Quintero

Torrillo Vito

Tomás D´Acciavo

Nazareno Taus

Nicolás Pisi

Rocco Abalsamo

Rocco Rodriguez

Pablo Gustavo Salina

Director de Carrera Lic. en Finanzas

Karina Elizabeth Díaz

Club Advisor

Información Importante

• Este informe no constituye bajo ningún concepto una recomendación o asesoramiento en materia de inversiones. La rentabilidad pasada no garantiza rentabilidades futuras. Las inversiones están expuestas a las oscilaciones del mercado y a los factores de riesgo correspondientes.

• Este informe ha sido elaborado de buena fe, a partir de fuentes consideradas fiables, pero no infalibles.