

Cuántos pesos pueden pasarse al dólar

17 de octubre de 2026

Con las salidas observadas en los episodios de desconfianza de 2018, 2019, 2023 y 2025, la demanda de dólares por la salida de pesos va de USD 17.800 millones a USD 67.900 millones, frente a reservas brutas de USD 49.700 millones. Esa demanda sale de un universo de \$239 billones, el 24,1% del PIB, que el sector privado podría pasar al dólar y que nunca corre entero: billetes, depósitos y la deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias, que hoy ocupa el lugar que tenían las LEBAC en 2018. Quedan afuera los títulos del Tesoro atados al dólar, cuyos tenedores ya están cubiertos. La deuda en dólares del sector privado y las provincias, USD 164.800 millones, no se suma: se paga con esos mismos pesos, con dólares propios o con exportaciones, aunque su renovación pesa sobre el precio. La columna en dólares también puede correr: los bancos tienen disponible en el día el 49% de los depósitos en dólares, cerca de los niveles más bajos desde 2007, y una salida como la de 2019 sumaría unos USD 18.100 millones que salen de las reservas brutas sin que el precio o la tasa la frenen. El lado del activo muestra quién atiende la corrida: la liquidez de los bancos, los depósitos del Tesoro y, dentro de la banda, el precio y la cobertura con títulos atados al dólar y futuros, antes que las reservas. El sector público ya vendió USD 6.500 millones de esa cobertura a quienes pueden pasarse al dólar, el 3,9% de la demanda potencial, sin contar los títulos en cartera de los bancos, y en 2025 esa vía absorbió USD 6.600 millones con las reservas casi sin cambios.

Índice

1. La pregunta y por dónde medirla.....	2
2. Qué pesos se cuentan.....	3
Lo que no se suma.....	5
3. Cuánto pesan hoy frente a la historia.....	6
4. El cuasidinero cambió de emisor.....	8
5. La deuda en dólares y su riesgo de renovación.....	9
6. La columna en dólares también corre.....	10
7. Lo que muestran los episodios de desconfianza.....	12
8. Cuántos dólares podrían demandarse.....	14
Por qué la corrida se paga primero con precio y con cobertura.....	16
9. La demanda que ya atendió el sector público.....	17
10. La masa de pesos frente a las reservas, en perspectiva.....	19
11. Del lado del activo: quién atiende la corrida y con qué.....	20
Antes del mercado de cambios: los bancos y el Tesoro.....	21
Dentro de la banda: precio y cobertura.....	21
En el techo: las reservas.....	22
12. Conclusiones.....	23

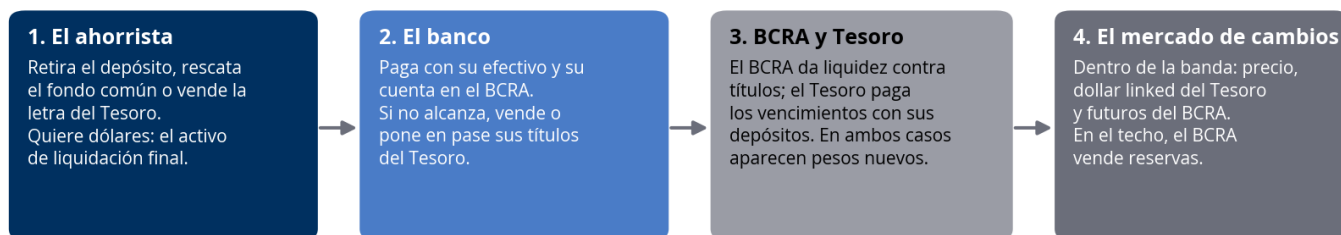
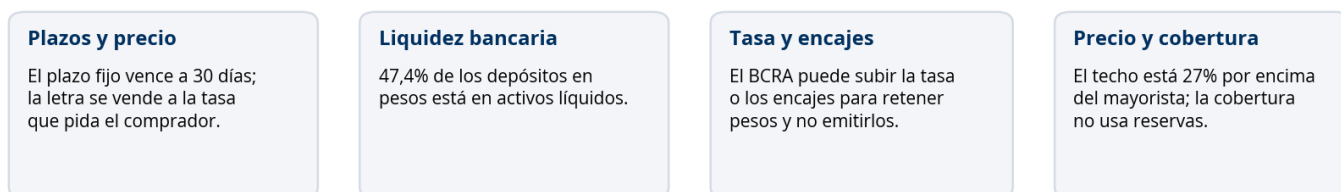
1. La pregunta y por dónde medirla

En un entorno de desconfianza, la pregunta que aparece siempre es cuántos pesos pueden salir a buscar dólares. La respuesta corta es que el tamaño de esa corrida potencial se mide por el lado del pasivo, y que el lado del activo dice quién la atiende y con qué. Las dos miradas se necesitan, pero responden preguntas distintas.

Por qué el pasivo. Todo peso es una promesa de pago. El billete es una promesa del BCRA; el depósito, una promesa de un banco de entregar billetes o saldo en el Central; una letra del Tesoro, una promesa de entregar depósitos al vencimiento. En una economía bimonetaria, el escalón más alto de esa jerarquía es el dólar, que ninguna institución local emite. Una corrida es, entonces, el momento en que los tenedores de promesas en pesos quieren cambiarlas por el activo de liquidación final. Lo que puede correr es lo que el público tiene, y eso son pasivos del sistema: billetes, depósitos y títulos en pesos.

Harry Scherman lo resumió en 1938, en *The Promises Men Live By*: la economía funciona sobre promesas que se aceptan porque se confía en que se van a cumplir. Una corrida es una crisis de esa confianza: los tenedores dejan de creer en una promesa y quieren cambiarla por otra de un escalón superior. Medir cuántos pesos pueden pasarse al dólar es medir cuánta confianza necesita el sistema para sostenerse y qué parte de ella ya tiene respaldo: la liquidez de los bancos, la cobertura que vendió el sector público y, al final, las reservas.

Por qué también el activo. Cuando un ahorrista retira su depósito para comprar dólares, el banco lo paga con su efectivo y su cuenta en el BCRA, y si no alcanza vende o pone en pase sus títulos públicos. Al final de la cadena están el BCRA, que provee los pesos contra esos títulos, y el mercado de cambios. Dentro de la banda cambiaria, la demanda de dólares se resuelve con precio y con la cobertura que ofrecen el Tesoro, con títulos atados al dólar, y el BCRA, con futuros; en el techo, con reservas. El activo de bancos, BCRA y Tesoro muestra cuánta liquidez hay en cada escalón y con qué cuenta el sector público antes de tener que usar reservas.

Gráfico 1
El camino de una corrida: de la promesa en pesos al dólar

Qué frena la corrida en cada paso


Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA.

El informe hace la medición en cuatro pasos. Primero define qué pesos se cuentan y cuáles no, con la misma regla de consolidación que el informe "Jerarquía y elasticidad de los pasivos en Argentina": no se suma lo que financia algo que ya está contado. Después compara ese stock con su propia historia. Luego mide cuánto salió de cada capa en los episodios de desconfianza de 2018, 2019, 2023 y 2025. Por último, aplica esas salidas al stock de hoy, las pasa a dólares al tipo de cambio mayorista y al techo de la banda, y las compara con las reservas.

2. Qué pesos se cuentan

Se cuentan los pesos en manos de quienes pueden decidir pasarse al dólar: el sector privado no financiero y los no residentes. Se ordenan en cuatro capas según lo cerca que están del dinero.

Dinero y depósitos. Billetes en poder del público (\$26,6 billones), depósitos a la vista en cuentas corrientes y cajas de ahorro (\$51,5 billones) y depósitos a plazo (\$73,3 billones). Las dos primeras capas se pueden usar en el día; los plazos fijos, al vencimiento, con un plazo mínimo de 30 días.

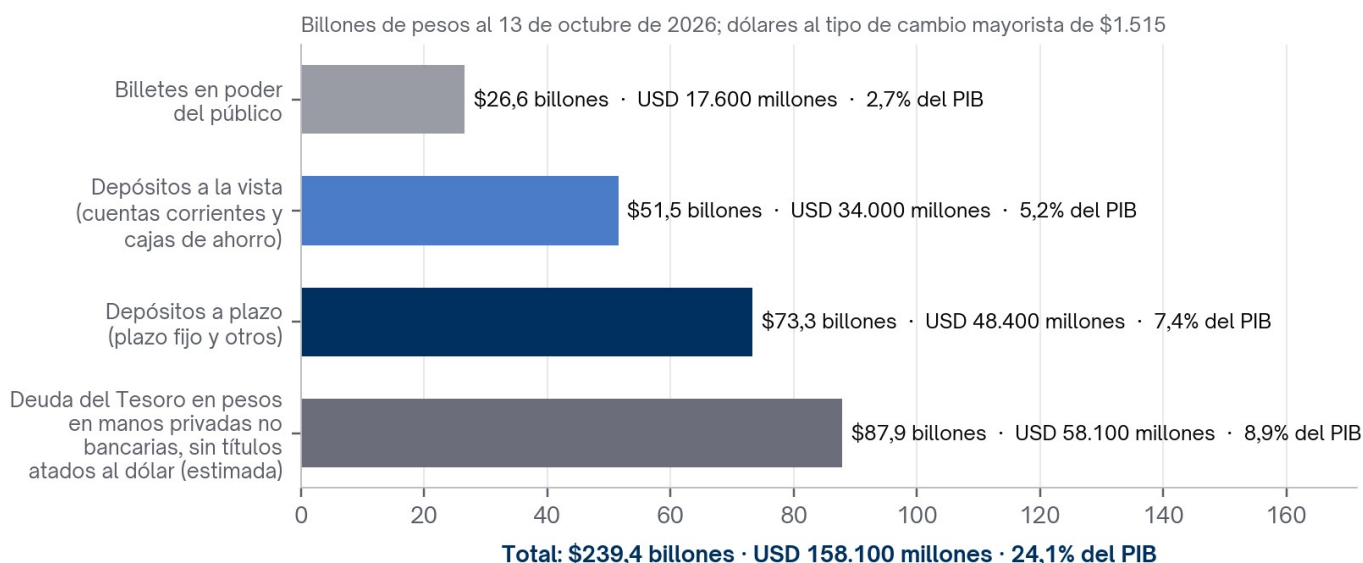
Cuasidinerio del Tesoro. La cuarta capa es la deuda del Tesoro en pesos en manos de empresas, fondos comunes, aseguradoras y no residentes. A fin de agosto, el stock de títulos y letras del Tesoro en pesos sumaba \$347 billones. La estimación propia de quién los tiene parte de ese stock y le descuenta lo que informan el BCRA en su balance, los bancos en sus estados contables y el FGS de la ANSES en sus informes de cartera: el 46% está en el BCRA y el FGS y el 26% en los bancos; el 28% restante, unos \$97 billones, está en manos privadas no bancarias. Una letra se puede vender en el día,

al precio que pague el comprador, o esperar su vencimiento: según el perfil de vencimientos al 30 de junio de 2026, el 32% del stock en pesos vencía antes de fin de 2026. Dentro de esta capa, la tenencia de no residentes es chica: el INDEC registra USD 2.400 millones de deuda del gobierno en pesos en manos del exterior a junio, unos \$3,6 billones.

Los títulos atados al dólar ya están cubiertos. Dentro de esa deuda están los títulos del Tesoro atados al dólar: los dollar linked y los duales que pagan lo que resulte mayor entre la TAMAR y el dólar. Fuera del BCRA y el FGS hay USD 12.000 millones; repartidos entre bancos y privados en proporción a sus tenencias, a los privados no bancarios les corresponden unos USD 6.200 millones (\$9,4 billones al mayorista), de los cuales USD 3.400 millones vencen antes de fin de 2027. Se pagan en pesos, pero su valor en dólares no cae cuando sube el tipo de cambio: funcionan como un sustituto del dólar. Quien los tiene ya está cubierto contra una devaluación y no necesita ir al mercado de cambios para protegerse. Por eso no forman parte de lo que puede correr: son pesos que ya están a salvo. Sin ellos, la cuarta capa suma \$88 billones. Para el Tesoro, el compromiso aparece al vencimiento: si el mayorista llegara al techo de la banda, tendría que pagar unos \$2,6 billones más que al tipo de cambio de hoy, o renovarlos.

Gráfico 2

El universo de pesos del sector privado que podría pasarse al dólar, por capa



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). Tenedores de la deuda del Tesoro: estimación propia a agosto de 2026. PIB a agosto de 2026.

En total, el universo de pesos que el sector privado podría pasar al dólar suma \$239,4 billones, el 24,1% del PIB. Al tipo de cambio mayorista de \$1.515, equivalen a USD 158.100 millones; al techo de la banda, de \$1.927, a USD 124.300 millones. El 67% del total está en los depósitos a plazo y en la deuda del Tesoro, los activos que pagan interés.

No todos los pesos corren. Ese total es un techo teórico: nunca corre entero. Una parte es el dinero que familias y empresas necesitan para pagar (billetes y cuentas a la vista suman el 8,3% del PIB, cerca del mínimo de la serie). Otra está en manos de quienes tienen obligaciones o un horizonte en pesos: empresas que pagan sueldos, impuestos y proveedores, aseguradoras y fondos con compromisos en pesos. Y los pesos que pagan interés se quedan mientras la tasa compense la devaluación esperada. Los que ya buscaron cobertura en títulos atados al dólar quedaron fuera del universo. En ningún episodio reciente salió más que una parte de cada capa: la caída máxima de los depósitos a plazo fue de 32% y la de los billetes, de 23%; sólo las LEBAC en manos no bancarias, en 2018, cayeron 72%. Por eso, para una corrida, la medida relevante es la de los escenarios que se arman más adelante, con las salidas observadas en esos episodios.

Tabla 1. El universo de pesos que podría pasarse al dólar, al 13 de octubre de 2026

Capa	Billones de \$	% del PIB	USD millones al mayorista	USD millones al techo	Cuándo puede salir
Billetes en poder del público	26,6	2,7	17.600	13.800	En el día
Depósitos a la vista	51,5	5,2	34.000	26.700	En el día
Depósitos a plazo	73,3	7,4	48.400	38.100	Al vencimiento (en general, 30 días)
Deuda del Tesoro en pesos en manos privadas no bancarias, sin títulos atados al dólar (estimada)	87,9	8,9	58.100	45.600	En el día, a precio de mercado; al vencimiento, a la par
Total	239,4	24,1	158.100	124.300	

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). Mayorista del 16 de octubre y techo de la banda del 7 de octubre.

Lo que no se suma

Los fondos comunes de inversión son un envoltorio: los de mercado de dinero en pesos administran \$52,2 billones, pero a agosto tenían el 57% de la cartera en plazos fijos y el 25% en cuentas a la vista, que ya figuran como depósitos. Sumar las cuotapartes y los depósitos contaría dos veces los mismos pesos. Lo que el fondo sí cambia es la velocidad: el cuotapartista rescata en el día aunque el fondo tenga un plazo fijo a 30 días, así que una parte de los depósitos a plazo es, en la práctica, tan líquida como la vista. Lo mismo pasa con los fondos de renta fija (\$22,3 billones), cuya cartera son en buena parte títulos del Tesoro y ON ya incluidos en otras capas, y con las cauciones, que financian posiciones en títulos que ya están contados.

Tampoco se suman los títulos del Tesoro en cartera de los bancos ni la deuda del Tesoro con el BCRA y el FGS. Los bancos no compran dólares por cuenta propia con sus pesos, porque la regulación limita su posición en moneda extranjera: corren sus depositantes, y los títulos son el activo con el que el banco les paga. Los pesos del sector público quedan afuera porque el Tesoro sólo compra dólares por decisión de política, para pagar deuda, y eso no es una corrida.

Tampoco se suman los títulos en pesos de empresas: ON, fideicomisos, cheques, pagarés y facturas, que suman \$8,7 billones sin contar las ON dollar linked. Sus tenedores también pueden querer dolarizarse, pero la diferencia con la deuda del Tesoro está en quién pone los pesos cuando el tenedor sale. Si vende el título, el comprador paga con depósitos que ya están contados; si espera al vencimiento, la empresa le paga con sus propios depósitos, que también están contados. Al consolidar el sector privado, el activo de uno es el pasivo de otro: los pesos sólo cambian de dueño. Detrás de la deuda del Tesoro, en cambio, está el sector público consolidado, que puede pagarla con sus depósitos en el BCRA o con pesos que crea el Central al comprarla o tomarla en pase, y esos pesos se agregan a la masa que puede ir al dólar. Las ON dollar linked (\$6,9 billones) quedan afuera por la misma razón: son cobertura cambiaria, pero las empresas las pagan con sus propios depósitos. Los bonos provinciales en pesos (\$4,8 billones) se parecen más a la deuda de las empresas que a la del Tesoro, porque las provincias los pagan con depósitos.

Tabla 2. Lo que no se suma y por qué

Instrumento	Billones de \$	Por qué no se suma
Títulos del Tesoro atados al dólar en manos privadas no bancarias	9,4	Ya cubren a su tenedor contra la devaluación: funcionan como sustituto del dólar.
FCI de mercado de dinero (clases en pesos)	52,2	Su cartera son depósitos y cauciones ya contados. Acelera la salida de los depósitos a plazo.
FCI de renta fija (clases en pesos)	22,3	Su cartera son títulos del Tesoro y ON: ya están dentro de la cuarta capa o son crédito privado.
Cauciones de los FCI de mercado de dinero	7,6	Financian posiciones en títulos ya contados.
Deuda del Tesoro en pesos en bancos	92	Es el activo con el que los bancos pagan a sus depositantes.
Deuda del Tesoro en pesos en el BCRA y el FGS	158	Deuda dentro del sector público.
Títulos privados en pesos (sin ON dollar linked)	8,7	Los paga el emisor con depósitos ya contados: los pesos cambian de dueño sin aumentar.
ON dollar linked	6,9	Las empresas las pagan con depósitos ya contados.
Bonos provinciales en pesos	4,8	Las provincias los pagan con depósitos ya contados, como las empresas.

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a CAFCI, CNV, BCRA, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) y ANSES (FGS). FCI al 16 de octubre; resto, a agosto.

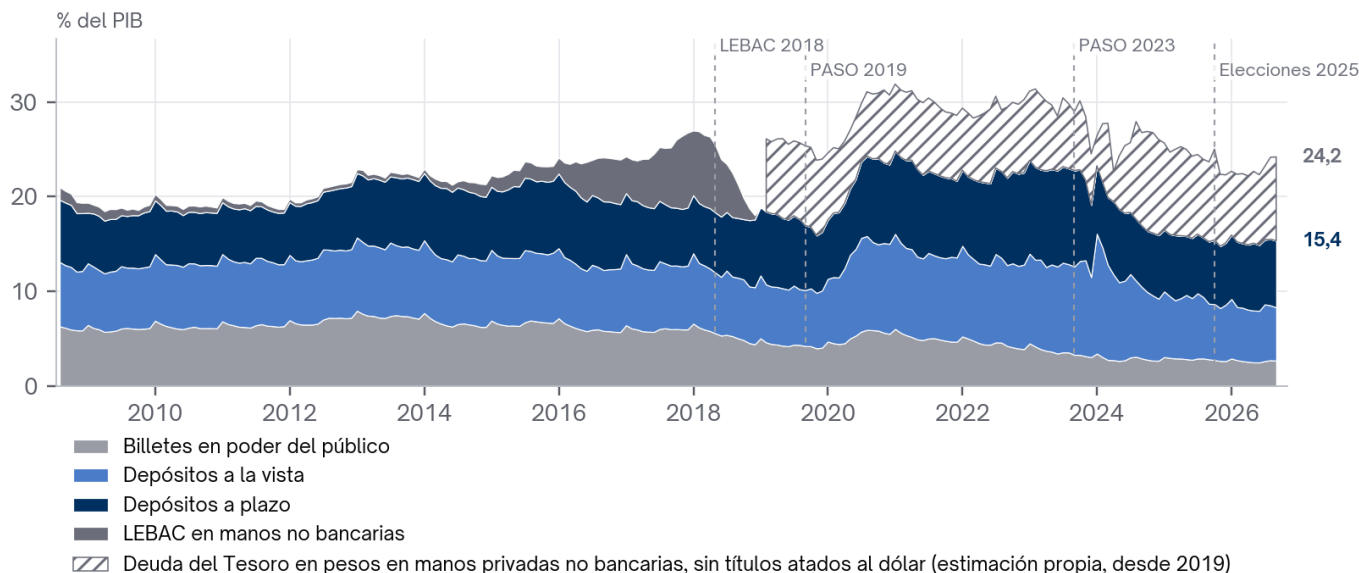
3. Cuánto pesan hoy frente a la historia

Medidos en relación al PIB, los pesos en manos del sector privado están entre los más bajos de las últimas dos décadas. Billetes y depósitos privados en pesos suman el 15,4% del PIB a agosto, contra 20,2% en diciembre de 2017; el mínimo de la serie fue 14,8% en octubre de 2025, en la previa de las

elecciones legislativas. Sumada la deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias sin los títulos atados al dólar, la masa total llega al 24,2% del PIB.

Gráfico 3

Pasivos en pesos en manos del sector privado no financiero, en relación al PIB

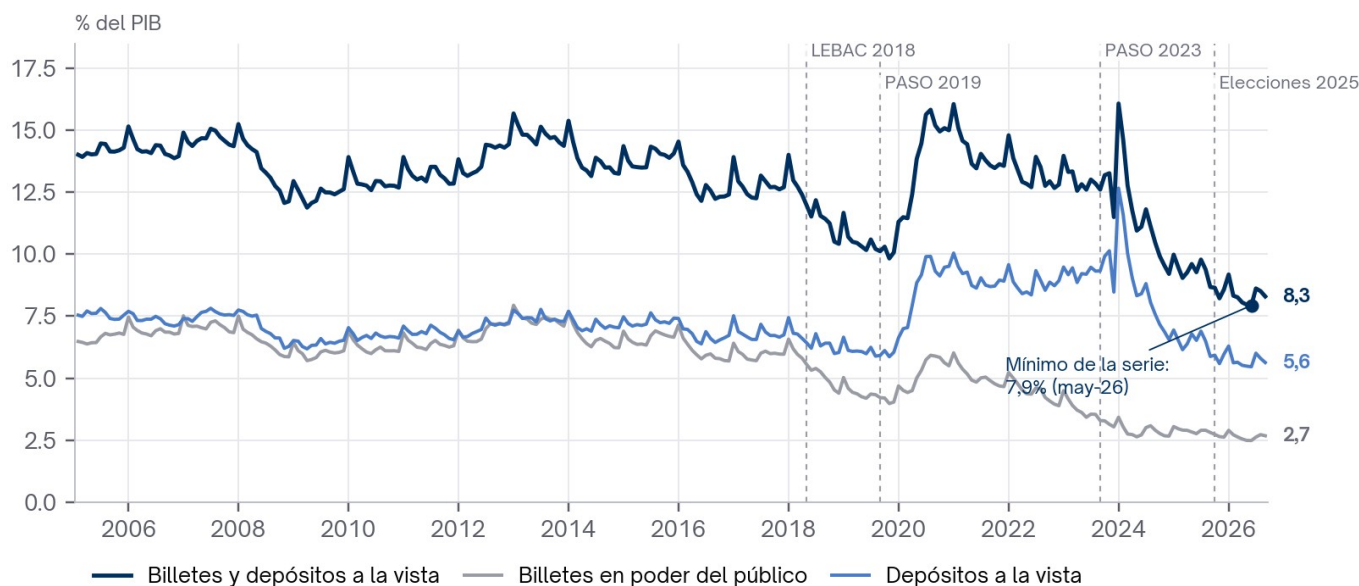


Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). La tenencia bancaria de LEBAC se publica desde julio de 2008. Deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias: estimación propia desde 2019.

El dinero que se usa para transacciones está en su piso. Billetes y depósitos a la vista suman el 8,3% del PIB, muy cerca del mínimo de la serie (7,9% en mayo de 2026) y casi la mitad del 14,0% de 2017. Los billetes solos pasaron del 6,6% al 2,7% del PIB. Parte de esa caída es estructural: los pagos digitales y las billeteras virtuales, que invierten los saldos en fondos de mercado de dinero, reemplazaron al efectivo y a la cuenta a la vista. Por eso billetes y cuentas a la vista ya no alcanzan para medir el dinero que se usa para pagar: una parte está en esos fondos, que se rescatan en el día y colocan buena parte de su cartera en plazos fijos, así que figura entre los depósitos a plazo. Para esta pregunta, lo que importa es que el saldo que sólo sirve para pagar es chico y el grueso de la masa está en activos que pagan interés.

Gráfico 4

Dinero transaccional: billetes y depósitos a la vista en relación al PIB



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA e INDEC.

Eso cambia dónde está el riesgo. Con poco dinero transaccional, la masa que puede salir está en los activos que pagan interés: los depósitos a plazo y la deuda del Tesoro. Son pesos que el tenedor mantiene porque la tasa le compensa el riesgo de devaluación. La variable que los retiene, entonces, es la tasa de interés en pesos frente a la depreciación esperada, más que la necesidad de hacer pagos.

Por eso la demanda de pesos se sigue también con precios, que se mueven antes que las cantidades. Hoy esas señales están tranquilas: en agosto de 2026 el plazo fijo rindió 0,04% mensual por encima de la inflación, contra 1,81% en agosto de 2025, en la previa de las elecciones legislativas, y la devaluación implícita entre la BONCAP y el dollar linked del mismo vencimiento es de 1,79% mensual, cerca de la suba del techo de la banda. Una tasa real que tiene que subir para retener los pesos, una devaluación implícita que se despegue hacia arriba de la suba del techo o una renovación de la deuda del Tesoro por debajo del 100% serían las primeras señales de que la masa empieza a moverse.

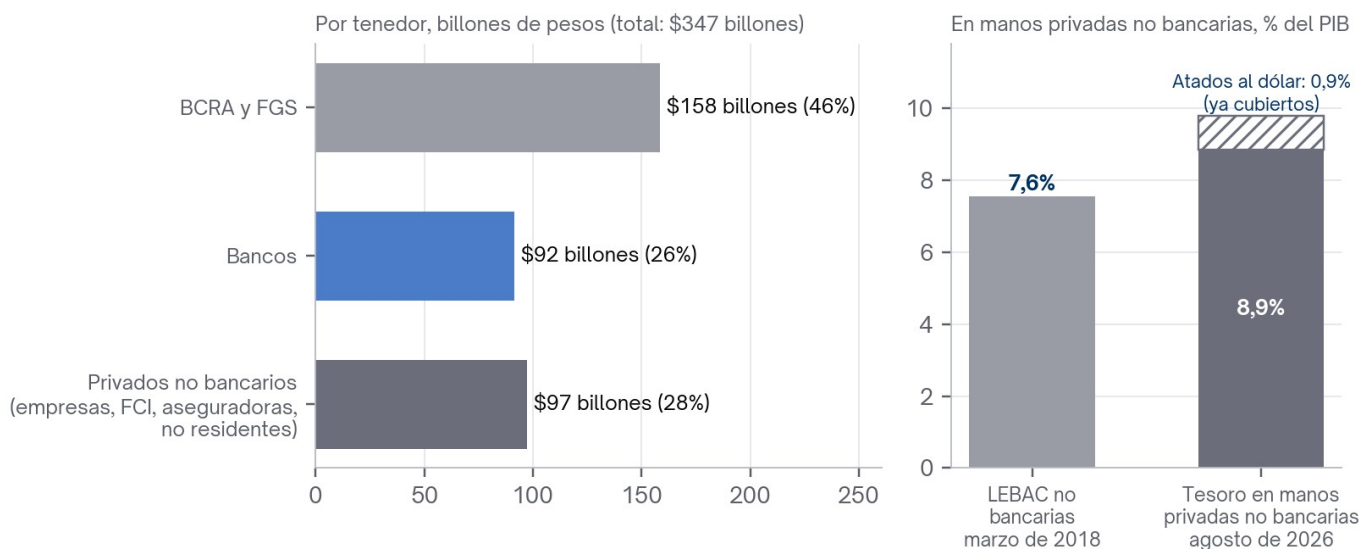
4. El cuasidinero cambió de emisor

Hasta 2018, el cuasidinero remunerado en pesos era deuda del BCRA: las LEBAC. En marzo de 2018 las LEBAC en manos no bancarias sumaban el 7,6% del PIB, y su salida entre abril y diciembre de ese año fue el corazón de la corrida: en seis meses cayeron 72% a precios en pesos de hoy, y el BCRA terminó por eliminarlas. Hoy los pasivos remunerados del BCRA son casi nulos (\$0,23 billones), y ese lugar lo ocupa la deuda del Tesoro en pesos.

La deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias equivale al 9,8% del PIB. Sin los títulos atados al dólar, cuyos tenedores ya están cubiertos, lo que puede correr es el 8,9% del PIB, por encima del 7,6% de las LEBAC no bancarias de 2018. Hay dos diferencias a favor. La primera es que el Tesoro tiene recursos propios para pagarla: sus depósitos en pesos en el BCRA suman \$7,9 billones, con los que puede rescatar parte de los vencimientos sin emisión nueva. La segunda es que una parte está en manos de aseguradoras y fondos con horizonte más largo. La diferencia en contra es que el BCRA y el FGS tienen el 46% del stock, de modo que un mercado secundario sin compradores privados termina, en la práctica, en el balance del sector público.

Gráfico 5

El cuasidinero cambió de emisor



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). Tenedores: estimación propia a agosto de 2026; los privados son el residuo del stock luego de descontar BCRA, bancos y FGS.

5. La deuda en dólares y su riesgo de renovación

A fin de agosto, el sector privado y las provincias debían USD 164.800 millones en dólares: USD 25.500 millones a los bancos locales, USD 37.500 millones en ON, pagarés y fideicomisos, USD 86.900 millones con el exterior (préstamos y crédito comercial) y USD 14.900 millones en bonos provinciales. En un episodio de desconfianza esa deuda se vuelve más difícil de renovar: los bancos dejan de prestar cuando caen los depósitos en dólares, y las empresas y las provincias encuentran el mercado cerrado.

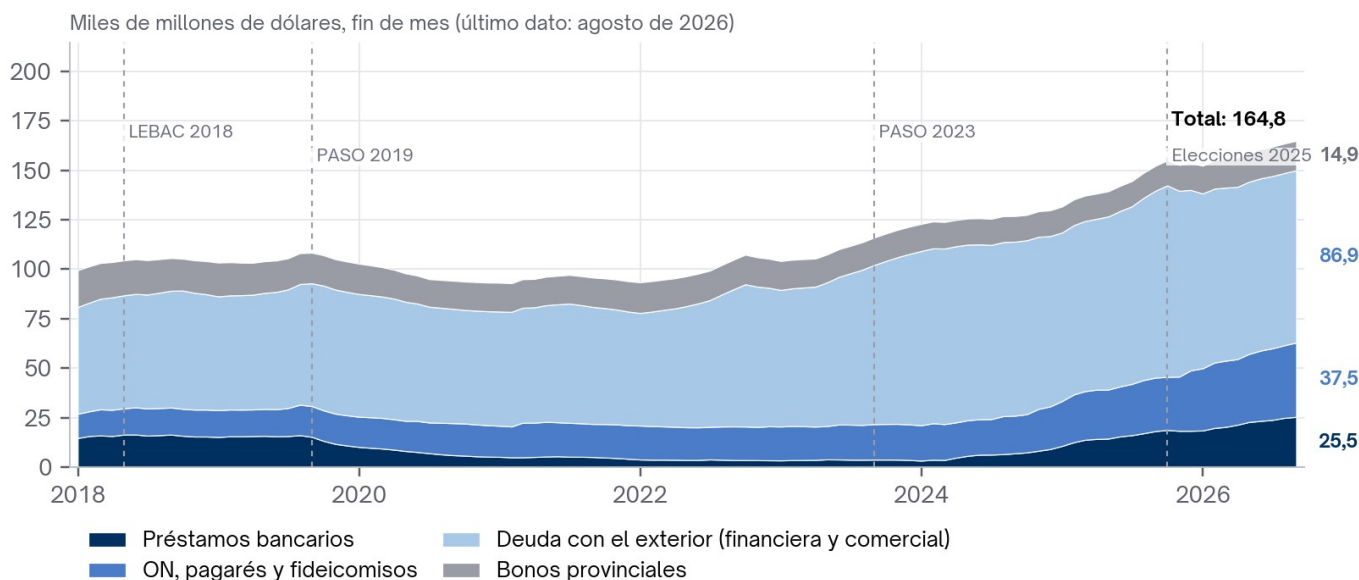
Por qué no se suma. Esos vencimientos no se suman a la demanda de dólares de los escenarios. Quien no consigue renovar paga de tres formas. Puede comprar los dólares con pesos, y esos pesos ya están contados en las capas del universo: las caídas de cada capa en los episodios de desconfianza ya incluyen a las empresas que vendieron pesos para cancelar deuda en dólares. Puede usar dólares que ya tenía,

que cambian de mano dentro del sector privado sin tocar las reservas. O, si exporta, puede cancelar con dólares que deja de vender, y eso es oferta que no llega al mercado de cambios. Sumar los vencimientos a la salida de pesos contaría dos veces la misma demanda.

Dónde pesa. Lo que la deuda en dólares sí cambia es la presión sobre el precio: con menos renovación, en el mercado de cambios aparecen menos dólares y más compradores al mismo tiempo, y el tipo de cambio se acerca más rápido al techo de la banda. Los préstamos bancarios son el canal más rápido. Al 13 de octubre de 2026 suman USD 25.800 millones, contra USD 3.400 millones a fines de 2023, y el 75% son documentos y adelantos de corto plazo, en su mayoría prefinanciación de exportaciones y capital de trabajo, fondeados con depósitos en dólares. En 2019 cayeron 37% entre julio y diciembre (de USD 16.300 millones a USD 10.300 millones). Desde agosto los bancos también pueden prestar dólares a empresas que no los generan, con un tope del 15% de sus depósitos en dólares: si esos préstamos no se renuevan, sus deudores tienen que comprar los dólares en el mercado.

Gráfico 6

Deuda en dólares del sector privado y de las provincias, por tipo



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON). Deuda con el exterior: dato trimestral del BCRA, sin cambios después del último trimestre publicado. Las líneas punteadas marcan la salida de LEBAC de 2018, las PASO de 2019 y 2023 y las elecciones de 2025.

6. La columna en dólares también corre

La jerarquía de los pasivos tiene dos columnas, y en una corrida suben las dos. En la columna en pesos, el ahorrista cambia el depósito o la letra del Tesoro por dólares. En la columna en dólares, el depósito es una promesa del banco de entregar dólares, y el escalón de arriba es el billete en la mano o una cuenta en el exterior. Ese retiro no pasa por el mercado de cambios y no aparece en la masa de pesos,

pero sale de la misma caja: los dólares que los bancos tienen encajados en el BCRA forman parte de las reservas brutas.

Por qué puede ser más peligrosa. En la columna en pesos hay defensas que en la columna en dólares no existen. El BCRA puede darle pesos sin límite a un banco que pierde depósitos; dólares, sólo hasta donde le alcancen las reservas. Dentro de la banda, una salida de pesos se ajusta en parte con el precio: el tipo de cambio sube y cada peso compra menos dólares. Un retiro de depósitos en dólares no tiene un precio que lo frene: el banco debe exactamente los dólares que recibió. Tampoco lo frena la tasa, porque quien teme por la disponibilidad de su depósito no se queda por unos puntos más de interés. Por eso la corrida en dólares puede ser tanto o más peligrosa que la corrida en pesos.

Cuánto respaldo hay. Al 13 de octubre de 2026, los depósitos privados en dólares suman USD 42.300 millones. Los bancos tienen USD 16.300 millones encajados en el BCRA y USD 4.200 millones en efectivo: el 49% de los depósitos está disponible en el día, cerca de los niveles más bajos desde 2007. En julio de 2019, antes de las PASO, esa liquidez cubría el 60%. El resto está prestado: los préstamos en dólares suman USD 25.800 millones, y el 75% son documentos y adelantos de corto plazo, en su mayoría prefinanciación de exportaciones. Desde agosto, además, los bancos pueden prestar dólares a empresas que no los generan, con un tope del 15% de sus depósitos en dólares.

Gráfico 7

Depósitos en dólares del sector privado y su respaldo líquido



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA.

Gráfico 8

Liquidez de los bancos en dólares frente a la salida de depósitos de 2019



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA. Promedios mensuales de datos diarios; el último mes, con los datos disponibles.

Si se repitiera 2019. Entre julio y diciembre de 2019 salió el 43% de los depósitos en dólares: pasaron de USD 32.200 millones a USD 18.400 millones. Los bancos pagaron con los encajes, que cayeron unos USD 7.600 millones, con su efectivo y cobrando préstamos, que bajaron 37%. Con el stock de hoy, una salida de la misma proporción sería de unos USD 18.100 millones, el 88% de la liquidez en dólares de los bancos. Las reservas brutas caerían en esa magnitud aunque las netas casi no cambiaran, pero el margen que quedaría es mínimo.

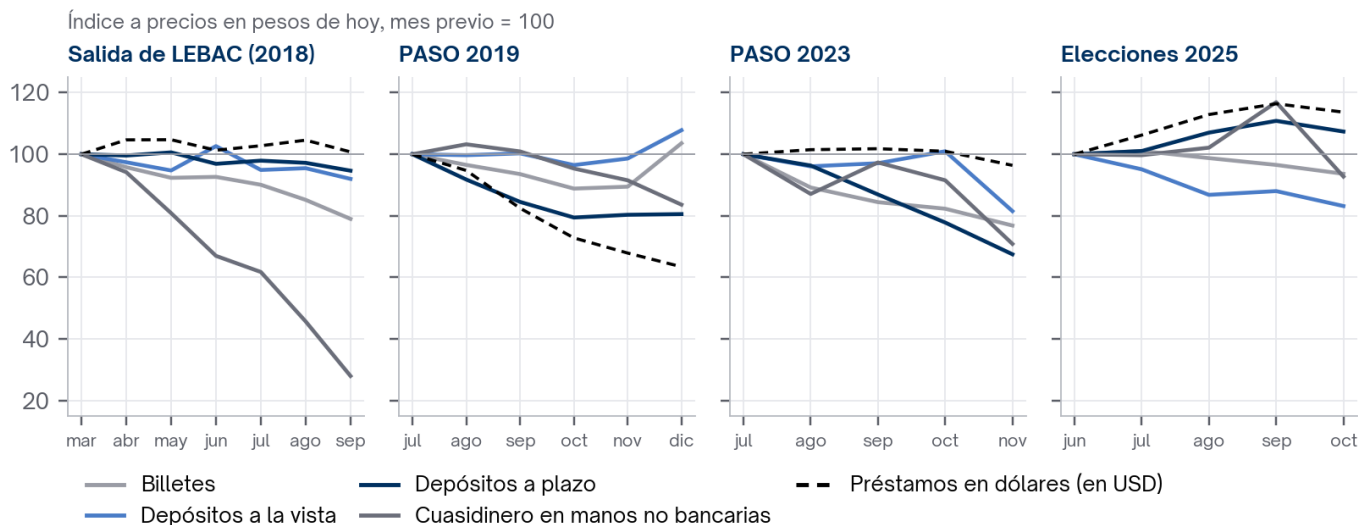
Cuando no alcanza la liquidez. Si los retiros superaran la liquidez, los bancos tendrían que dejar de renovar préstamos en dólares. Los exportadores pagarían con dólares que dejarían de vender en el mercado de cambios, y los deudores que no generan dólares tendrían que comprarlos: en los dos casos, la presión pasa al precio. Lo que los bancos no pudieran cobrar a tiempo lo tendría que poner el BCRA con sus propias reservas. Así, la corrida en dólares termina en la de pesos: le quita oferta al mercado de cambios y reduce las reservas que defienden el techo de la banda. En 2019 las dos corrieron juntas, y cada una aceleró a la otra.

7. Lo que muestran los episodios de desconfianza

Para saber qué parte de cada capa puede salir, se mide cuánto cayó cada una, a precios en pesos de hoy, en los cuatro episodios recientes: la salida de las LEBAC de 2018, las PASO de 2019, las PASO de 2023 y las elecciones de 2025. Se toma la caída máxima dentro de cada ventana, desde el mes previo al episodio.

Gráfico 9

Cómo se movieron los pesos en los episodios de desconfianza



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA e INDEC. Saldos de fin de mes deflactados por IPC; préstamos en dólares, en dólares.

Tabla 3. Caída máxima de cada capa en los episodios de desconfianza

Episodio	Billetes	Vista	Plazo	Cuasi-dinero	Préstamos en USD	Depósitos en USD	Reservas brutas	Mayorista
Salida de LEBAC (mar-18 a sep-18)	-21%	-8%	-5%	-72%	0%	-1%	-21%	+103%
PASO 2019 (jul-19 a dic-19)	-11%	-4%	-21%	-16%	-37%	-43%	-36%	+37%
PASO 2023 (jul-23 a nov-23)	-23%	-18%	-32%	-29%	-4%	-9%	-11%	+31%
Elecciones 2025 (jun-25 a oct-25)	-6%	-17%	0%	-7%	0%	0%	-3%	+21%

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA e INDEC. Pesos a precios de hoy; caída máxima dentro de la ventana respecto del mes previo. Préstamos en dólares: caída máxima en dólares. Depósitos en dólares y reservas: mínimo de la ventana. Mayorista: máximo de la ventana. Cuasidinero: en 2018, LEBAC en manos no bancarias; desde 2019, deuda del Tesoro en pesos en manos privadas no bancarias sin títulos atados al dólar (estimación propia).

2018. En 2018 corrió el cuasidinero: las LEBAC no bancarias cayeron 72%, mientras los depósitos a plazo apenas bajaron 5%. El tipo de cambio se duplicó y el BCRA recibió el apoyo del FMI.

2019. En 2019 corrieron los depósitos: los plazos fijos cayeron 21% a precios en pesos de hoy y los depósitos en dólares, 43% (de USD 32.200 millones a USD 18.400 millones). La deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias cayó 16%: la salida fue menor porque a fin de agosto el Tesoro postergó los vencimientos de letras y los tenedores no pudieron cobrar. Los préstamos en dólares cayeron 37% y las reservas brutas perdieron USD 24.600 millones. La salida terminó con esa postergación y con el control de cambios.

2023. En 2023, con control de cambios, la caída a precios de hoy fue la más grande en todas las capas de depósitos (32% en los plazos fijos) y la deuda del Tesoro en manos privadas cayó 29%, pero buena parte de esa caída se explica por los precios: la inflación mensual se aceleró tras la devaluación de agosto y licuó los saldos.

2025. En 2025, dentro de la banda cambiaria, cayeron los depósitos a la vista (17%) y la deuda del Tesoro en manos privadas (7%), mientras los plazos fijos se mantuvieron gracias a tasas altas. El ajuste se hizo con precio: el mayorista subió 21% y las reservas casi no se movieron. Es el primer episodio con el régimen actual, y muestra cómo funciona la defensa: la tasa retiene los pesos que pagan interés y la banda deja que el precio absorba el resto.

8. Cuántos dólares podrían demandarse

Con esas salidas se arman tres escenarios. Cada uno aplica a las capas del universo las caídas de un episodio y pasa esos pesos a dólares, al tipo de cambio mayorista y al techo de la banda. A eso le suma el retiro de depósitos en dólares del mismo episodio, que no pasa por el mercado de cambios pero sale de las reservas brutas.

Escenario A. Repite 2018: salida masiva del cuasidinero; los depósitos en dólares casi no se movieron.

Escenario B. Repite 2019: salida de depósitos en pesos y en dólares, con la caída que tuvo la deuda del Tesoro en manos privadas hasta la postergación de los vencimientos.

Escenario C. Toma, para cada componente, la peor caída observada en cualquiera de los episodios. Funciona como cota alta.

Tabla 4. Escenarios: salida de pesos por capa (en % y en billones de \$)

Escenario	Billetes	Vista	Plazo	Tesoro privado	Total billones \$
A. Como en 2018	-21% \$5,6	-8% \$4,1	-5% \$3,9	-72% \$63,3	\$77,0
B. Como en 2019	-11% \$3,0	-4% \$1,8	-21% \$15,1	-16% \$14,4	\$34,3
C. Lo peor de cada episodio	-23% \$6,2	-18% \$9,5	-32% \$23,8	-72% \$63,3	\$102,9

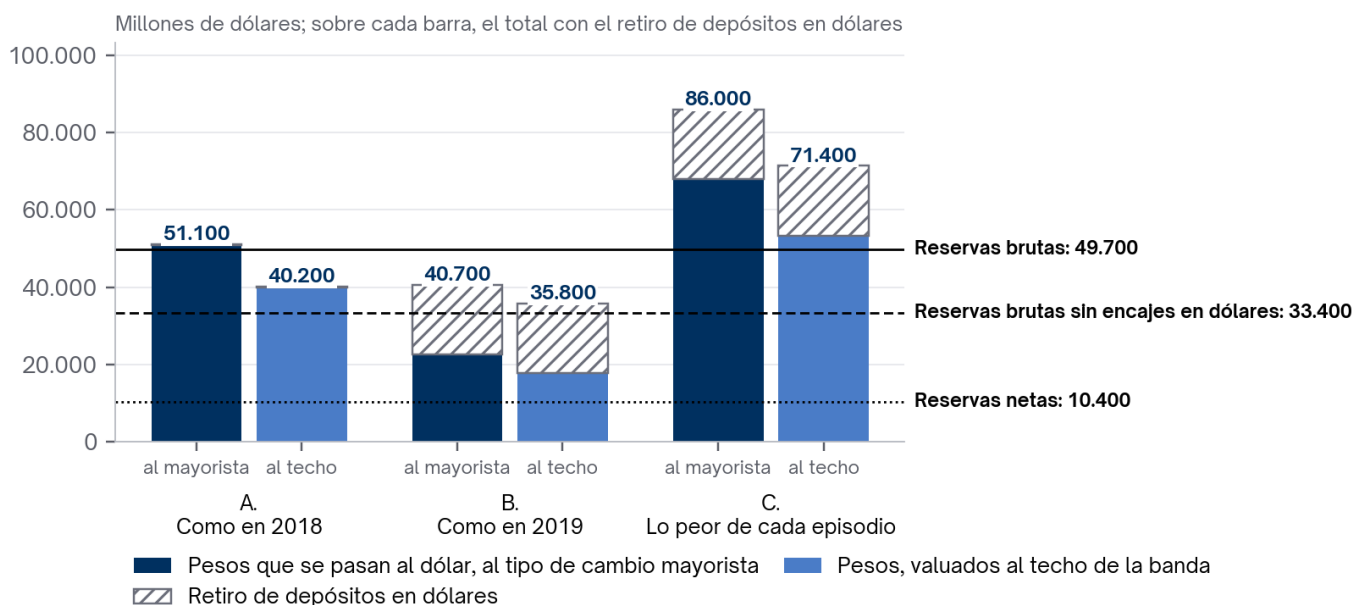
Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). Stocks al 13 de octubre de 2026.

Tabla 5. Escenarios: demanda de dólares (USD millones)

Escenario	Pesos, al tipo de cambio mayorista	Pesos, al techo de la banda	Retiro de depósitos en dólares	Total, con los pesos al techo	% de las reservas brutas
A. Como en 2018	50.800	39.900	300	40.200	81%
B. Como en 2019	22.600	17.800	18.100	35.800	72%
C. Lo peor de cada episodio	67.900	53.400	18.100	71.400	144%

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). Mayorista del 16 de octubre, techo de la banda del 7 de octubre y reservas brutas del 14 de octubre.

La demanda va de USD 17.800 millones, en el escenario B con los pesos valuados al techo de la banda, a USD 67.900 millones, en el escenario C al tipo de cambio de hoy. El escenario A, que repite la salida del cuasidinero de 2018, da USD 50.800 millones al mayorista y USD 39.900 millones al techo. Entre una valuación y la otra, cada escenario se achica 21%: con el techo 27% por encima del mayorista, el mismo monto de pesos compra menos dólares. A eso se suma el retiro de depósitos en dólares: casi nada en el escenario A, porque en 2018 los depósitos en dólares no cayeron, y unos USD 18.100 millones en B y C. Con los pesos al techo, la demanda total llega a USD 35.800 millones en el escenario B, el 72% de las reservas brutas, y a USD 71.400 millones en el C.

Gráfico 10
Dólares que podrían demandarse en cada escenario, frente a las reservas


Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). Reservas netas: cálculo propio al 14 de octubre de 2026.

La comparación con las reservas depende de qué reservas se miran. Las brutas suman USD 49.700 millones, pero USD 16.300 millones son encajes de los depósitos en dólares, que respaldan a otros ahorristas; sin ellos quedan USD 33.400 millones. Las reservas netas, que además descuentan el swap con China, las deudas con organismos internacionales, los pagos de repos y BOPREAL de los próximos

doce meses y los depósitos del Tesoro en dólares, suman USD 10.400 millones. Valuados al techo de la banda, que es el precio al que el BCRA vendería los dólares, el A queda entre las reservas brutas sin encajes y las brutas; el B entra en las reservas brutas sin encajes; el C supera a las reservas brutas. Ninguno entra en las reservas netas.

Tabla 6. De las reservas brutas a las netas, al 14 de octubre de 2026 (USD millones)

Concepto	USD millones
Reservas brutas	49.723
Encajes de los depósitos en dólares	-16.293
Swap con el Banco Popular de China (130.000 millones de yuanes)	-19.408
Obligaciones con organismos internacionales	-126
Repos con bancos internacionales que vencen en doce meses	0
BOPREAL: amortizaciones y cupones de los próximos doce meses	-2.250
Depósitos en dólares del Tesoro en el BCRA	-1.230
Reservas netas	10.416

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA: series diarias, balance semanal al 7 de octubre de 2026 y condiciones de emisión de BOPREAL. El repo de USD 6.000 millones vence en septiembre de 2028.

Los encajes, a su vez, son la primera línea frente al retiro de depósitos en dólares. Si corren las dos columnas a la vez, cada una consume su parte de las reservas: los retiros de dólares, los encajes y el efectivo de los bancos; la salida de pesos en el techo, las reservas sin encajes. En el escenario B se retirarían USD 18.100 millones de depósitos, contra USD 20.500 millones de encajes y efectivo, y saldrían USD 17.800 millones por los pesos, contra USD 33.400 millones de reservas sin encajes. En el escenario C los pesos solos, USD 53.400 millones, ya superan las reservas sin encajes.

En principio, a las reservas se sumaría el swap de USD 20.000 millones acordado con el Tesoro de los Estados Unidos. Pero ese monto se superpone con los vencimientos en dólares del Tesoro y del BCRA en 2027, que según el programa financiero del Tesoro y el cronograma de los BOPREAL suman unos USD 23.700 millones: unos USD 12.000 millones de Bonares y Globales, unos USD 7.500 millones con el FMI y unos USD 4.200 millones de BOPREAL (amortizaciones y cupones). Si el swap se usa para pagar esos vencimientos, no queda disponible para atender una corrida.

Por qué la corrida se paga primero con precio y con cobertura

La demanda de dólares no se traduce uno a uno en pérdida de reservas. Dentro de la banda cambiaria, el BCRA no vende dólares: el tipo de cambio lo fija el mercado. Si aparece más demanda, el precio sube hasta que alguien está dispuesto a vender, como el exportador que adelanta liquidaciones o el inversor que desarma una posición en dólares, y hasta que algunos compradores desisten porque el dólar les resulta caro. Esa suba tiene un segundo efecto: el mismo monto de pesos compra menos dólares. Una

salida de \$10 billones equivale a USD 6.600 millones al mayorista de hoy y a USD 5.200 millones al techo de la banda.

El techo cambia la mecánica. Ahí el BCRA vende todos los dólares que se le pidan a ese precio, y cada peso adicional que sale se convierte en pérdida de reservas. Por eso, para comparar con las reservas, la valuación relevante es la del techo: es el precio al que el BCRA entregaría los dólares. En 2025 el mecanismo funcionó así: el mayorista subió y las reservas casi no se movieron. La otra vía de ajuste es la inflación: parte de los pesos que salen termina en bienes, como mostró 2023, y eso licúa la masa en lugar de convertirla en dólares.

El precio no es la única defensa dentro de la banda. El Tesoro puede licitar todos los títulos atados al dólar que quiera, como cualquier deuda en pesos, y esos títulos absorben pesos igual que una venta de dólares pero sin usar reservas. El BCRA puede vender futuros hasta el límite de USD 9.000 millones que fija la cámara de A3 Mercados: con una posición vendida de USD 278 millones a fin de agosto, le quedan unos USD 8.700 millones de margen, y esos contratos dan cobertura sin mover pesos salvo por las diferencias diarias. Las dos herramientas convierten demanda de dólares al contado en demanda de cobertura. Los escenarios miden la demanda potencial; cuánto de ella llega al contado, y cuánto al techo, depende de estas defensas.

9. La demanda que ya atendió el sector público

Vender reservas no es la única forma de atender una corrida. Quien sale de los pesos busca, ante todo, protegerse de una devaluación, y esa protección el sector público la puede dar sin entregar un dólar: el Tesoro, con títulos atados al dólar (dollar linked y duales que pagan lo que resulte mayor entre la TAMAR y la variación del dólar), y el BCRA, con futuros de dólar que se liquidan en pesos. Cada dólar de cobertura vendido es demanda ya atendida: mientras la cobertura está vigente, su tenedor no necesita ir al mercado de cambios.

A fin de agosto, la cobertura vendida por el sector público suma USD 6.500 millones: USD 6.200 millones en títulos del Tesoro atados al dólar en manos privadas no bancarias y USD 278 millones en futuros vendidos por el BCRA. La cuenta no repite cobertura: los duales figuran una sola vez dentro del stock atado al dólar, y los títulos que tienen el BCRA y el FGS, incluidas las letras dollar linked que el Tesoro le entrega al BCRA, cuentan recién cuando se venden al mercado y pasan a manos privadas.

A esa cifra no se suman los USD 5.800 millones en títulos atados al dólar que están en cartera de los bancos, aunque también son cobertura que vendió el Tesoro: con ellos, el total llegaría a USD 12.300 millones. Los bancos no corren: la regulación limita su posición en moneda extranjera y no compran dólares por cuenta propia con sus pesos. Un título atado al dólar en la cartera de un banco cubre el

balance del banco, no a sus depositantes: los depósitos que lo fondean siguen dentro del universo de pesos y pueden ir al dólar igual. Sumarlo como demanda atendida haría parecer la cobertura 1,9 veces más grande de lo que es. En el gráfico, esa parte se muestra aparte.

Para saber cuánto pesa, hay que compararla con la demanda potencial: el universo de pesos que puede pasarse al dólar, valuado al mayorista, más los pesos que ya se cubrieron con títulos atados al dólar. A fin de agosto son USD 165.500 millones, y el sector público tiene atendido el 3,9% (Gráfico 11).

Gráfico 11

Demanda de cobertura que ya atendió el sector público sin vender reservas



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA (planilla de reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera, partida IV.1.b; hasta junio de 2025, el mismo dato informado al FMI), Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). Futuros: posición neta a fin de mes. Títulos: estimación propia de tenedores; los que están en cartera de los bancos se muestran aparte y no se cuentan como demanda atendida; antes de 2019, stock de mercado con el reparto de enero de 2019; sin las letras colocadas a CAMMESA y a la Provincia de Buenos Aires. Con control de cambios, el tipo de cambio oficial sobrestima la masa en dólares y la proporción no es comparable.

La historia muestra que, cada vez que estuvo disponible, la cobertura hizo parte del trabajo, y que cuando faltó la corrida se pagó con reservas (Tabla 7). En 2018 el BCRA vendió futuros por hasta USD 3.600 millones y el Tesoro colocó títulos atados al dólar: la cobertura vendida pasó de USD 300 millones en marzo a USD 6.300 millones en septiembre, el 9,3% de la demanda potencial. En 2019, en cambio, antes de las PASO el BCRA tenía una posición comprada en futuros de USD 2.100 millones, y la

cobertura neta vendida era de apenas USD 200 millones: la salida se atendió con reservas, que perdieron USD 24.600 millones hasta la postergación de los vencimientos y el control de cambios.

En 2023, con control de cambios, los títulos atados al dólar fueron la vía principal de cobertura: con los futuros, sumaban USD 18.300 millones en octubre, aunque con el tipo de cambio oficial de ese período la proporción no es comparable. En 2025, dentro de la banda, la cobertura volvió a hacer el trabajo: pasó de USD 2.600 millones en junio a USD 9.200 millones en septiembre, con USD 6.800 millones en futuros vendidos. Fueron USD 6.600 millones de demanda atendida sin vender reservas, que en el episodio cayeron USD 1.100 millones, mientras el mayorista subía 21%.

Tabla 7. Cómo se atendió cada episodio: cobertura vendida por el sector público y reservas

Episodio	Cobertura al inicio (USD M)	Máximo del episodio (USD M)	Cobertura nueva (USD M)	Máximo, en % de la demanda potencial	Caída de reservas brutas (USD M)	Suba del mayorista
Salida de LEBAC (2018)	300	6.300	6.000	9,3%	12.700	103%
PASO 2019	200	3.000	2.800	3,4%	24.600	37%
PASO 2023, con control de cambios	16.500	18.300	1.800	13,1%	2.600	31%
Elecciones 2025	2.600	9.200	6.600	6,3%	1.100	21%
Hoy (fin de agosto)	6.500			3,9%		

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). Cobertura: títulos del Tesoro atados al dólar en manos privadas no bancarias y posición neta del BCRA en futuros de dólar; sin los títulos en cartera de los bancos. Ventanas: marzo a septiembre de 2018, julio a diciembre de 2019, julio a noviembre de 2023 y junio a octubre de 2025. Reservas: caída del inicio al mínimo de la ventana; en 2018, con el primer desembolso del FMI de por medio.

Hoy el margen es amplio. Volver a la proporción de septiembre de 2025 supondría vender unos USD 3.900 millones más de cobertura, y llegar a la de 2018, unos USD 8.900 millones. El BCRA tiene USD 8.700 millones de margen en futuros y el Tesoro no tiene tope para licitar títulos atados al dólar. Como referencia, la cobertura nueva del episodio de 2025 equivale al 37% de la demanda de dólares por la salida de pesos del escenario B, valuada al techo de la banda. El límite está en el costo, que se paga en pesos: al vencimiento de los títulos, en el caso del Tesoro, y en las diferencias diarias de los futuros, en el del BCRA.

10. La masa de pesos frente a las reservas, en perspectiva

Una forma sintética de seguir este riesgo es dividir los pesos que pueden pasarse al dólar, convertidos al tipo de cambio oficial, por las reservas brutas. Con billetes y depósitos privados, el indicador está en 2,0 veces, bajo para la serie. Al sumar la deuda del Tesoro en manos privadas, sin los títulos atados al dólar, sube a 3,2 veces, por encima de las 2,4 veces de marzo de 2018, cuando la masa incluía las LEBAC no bancarias. Valuado al techo de la banda, el indicador baja a 2,5 veces.

Gráfico 12

Pesos que pueden pasarse al dólar en relación a las reservas brutas



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS). En los períodos de control de cambios el tipo de cambio oficial sobrestima el poder de compra en dólares de los pesos y el indicador no es comparable.

El indicador tiene un límite: en los años de control de cambios, el tipo de cambio oficial estaba por debajo del que pagaba el mercado, y la relación se inflaba sin que eso significara más riesgo, porque los pesos no tenían acceso al oficial. Con el régimen actual, sin restricciones para personas desde abril de 2025, el tipo de cambio oficial es el relevante. Por eso la comparación válida es con 2016-2019, el otro período con acceso libre. Hoy la relación supera a la de fines de 2017 (2,8 veces) y también supera a la de la previa de la corrida de 2018 (2,4 veces); el máximo de 2016, cuando las reservas recién empezaban a recomponerse, fue de 4,0 veces. La diferencia con 2017 la explica la deuda del Tesoro en manos privadas.

11. Del lado del activo: quién atiende la corrida y con qué

Una corrida pasa por tres instancias antes de tocar las reservas. Primero, los bancos, que devuelven los depósitos con su liquidez. Después, el Tesoro, que paga su deuda con sus depósitos en el BCRA. Por último, el mercado de cambios: dentro de la banda, el ajuste lo hacen el precio y la cobertura que ofrecen el Tesoro y el BCRA. Recién en el techo de la banda la demanda de dólares se atiende con reservas.

Antes del mercado de cambios: los bancos y el Tesoro

Los bancos. Antes de que un retiro de depósitos llegue al mercado de cambios, pasa por los bancos. El 47,4% de los depósitos en pesos está en activos líquidos: efectivo, cuentas en el BCRA (\$18,2 billones) y títulos que se pueden vender o poner en pase. Con esa liquidez, los bancos podrían devolver casi la mitad de los depósitos sin pedirle pesos al Central. El resto obligaría al BCRA a proveer liquidez contra títulos, y esos pesos nuevos son los que irían al mercado de cambios.

El Tesoro. La deuda del Tesoro en manos privadas no pasa por los bancos. Si sus tenedores no renuevan, el Tesoro paga con sus depósitos en el BCRA (\$7,9 billones, cerca del 9% de la capa privada) o con pesos nuevos. Por eso cada licitación es un termómetro: una tasa de renovación por debajo del 100% durante varias semanas es la señal temprana de que el cuasidinero empieza a correr. En 2019, la salida terminó con la postergación de los vencimientos.

Dentro de la banda: precio y cobertura

El precio. El techo de la banda está 27% por encima del mayorista. Hasta ese punto el BCRA no vende dólares: la demanda adicional sube el precio, y cada peso que sale compra menos dólares, sin costo en reservas.

El Tesoro, con títulos atados al dólar. Quien busca protegerse de una devaluación puede comprar dólares o un título del Tesoro atado al dólar. El Tesoro puede licitar todos los títulos atados al dólar que el mercado demande, igual que cualquier otra deuda en pesos: no hay un tope de cantidad, y en principio toda la masa de pesos que busca cobertura podría canalizarse hacia ellos en lugar de ir al contado. Cada peso que pasa a esos títulos deja de formar parte de lo que puede correr: su tenedor ya tiene la cobertura que iba a buscar en el dólar. El efecto monetario es el mismo que el de una venta de dólares: el comprador entrega pesos, que quedan en la cuenta del Tesoro y salen de circulación. La diferencia es que no se usan reservas. El límite está en el costo, que aparece al vencimiento y se paga en pesos: si el tipo de cambio sube, el Tesoro paga más. Sobre el stock actual en manos privadas, de USD 6.200 millones, con el mayorista en el techo pagaría unos \$2,6 billones más que al tipo de cambio de hoy, y ese costo crece con cada título nuevo que coloca. Además de licitarlos, el Tesoro le entrega al BCRA letras dollar linked para que también pueda venderlas en el mercado secundario: la última entrega, en septiembre, fue de USD 2.000 millones.

El BCRA, con futuros de dólar. El BCRA puede ofrecer cobertura sin entregar dólares ni absorber pesos: vende contratos de dólar futuro, y el comprador queda protegido sin ir al contado. El único efecto monetario es la liquidación diaria de diferencias: si el tipo de cambio futuro sube, el BCRA paga en pesos la diferencia a los compradores; si baja, la cobra. Lo que importa para una corrida es cuánto puede llegar a vender. Argentina Clearing y Registro, la cámara de A3 Mercados, le fija un límite de USD

9.000 millones de posición abierta; con USD 278 millones vendidos a fin de agosto, el margen disponible es de unos USD 8.700 millones. En el último episodio de desconfianza el BCRA usó buena parte de ese margen: a fin de septiembre de 2025 su posición vendida llegó a USD 6.800 millones. El límite económico está en el costo: con una posición grande, una suba del tipo de cambio obliga a pagar diferencias con pesos nuevos, que se suman a la masa que puede ir al dólar.

Las dos coberturas funcionan mientras el mercado confíe en que la banda se sostiene. Si los tenedores esperan que el tipo de cambio supere el techo, la cobertura se encarece, la demanda vuelve al contado y el ajuste pasa a las reservas.

En el techo: las reservas

El BCRA. En el techo, el BCRA vende reservas a ese precio. Las brutas suman USD 49.700 millones, de los cuales USD 16.300 millones son encajes de depósitos en dólares; en principio también estaría disponible el swap de USD 20.000 millones con el Tesoro de los Estados Unidos, que se superpone con los vencimientos en dólares de 2027. Las compras de este año, USD 15.200 millones, muestran el camino inverso: el BCRA compra dólares con pesos nuevos, y la mayor parte de esos pesos vuelve al Tesoro y al Central, porque el público los usa para comprar sus títulos, en lugar de quedar como billetes o depósitos.

Los depósitos en dólares. Los encajes no están libres: respaldan USD 42.300 millones de depósitos en dólares, con una liquidez del 49%, cerca de los niveles más bajos desde 2007. Un retiro como el de 2019 usaría el 88% de los encajes y el efectivo de los bancos, y lo que excediera esa liquidez saldría de las reservas propias del BCRA.

Tabla 8. Con qué se atiende una corrida

Respaldo	Monto	Referencia
Reservas brutas del BCRA	USD 49.700 M	14 de octubre de 2026
Encajes de depósitos en dólares	USD 16.300 M	Respaldan depósitos en dólares
Reservas brutas sin encajes	USD 33.400 M	
Reservas netas (cálculo propio)	USD 10.400 M	14 de octubre de 2026
Swap con el Tesoro de los Estados Unidos	USD 20.000 M	Se superpone con vencimientos en dólares de 2027
Cobertura ya vendida: títulos del Tesoro y futuros del BCRA	USD 6.500 M	3,9% de la demanda potencial, a fin de agosto; sin USD 5.800 M en cartera de los bancos
Títulos atados al dólar que puede licitar el Tesoro	Sin tope	Como cualquier deuda en pesos; absorben pesos
Margen del BCRA para vender futuros	USD 8.700 M	Límite de USD 9.000 M en A3; vendidos USD 278 M
Liquidez de los bancos en dólares	49% de los depósitos	Encajes y efectivo; cerca de los niveles más bajos desde
Liquidez de los bancos en pesos	47,4% de los depósitos	Efectivo, cuentas en el BCRA y títulos
Depósitos del Tesoro en pesos en el BCRA	\$7,9 billones	9% de la deuda en pesos en manos privadas, sin títulos atados al dólar
Distancia del mayorista al techo de la banda	27%	Mayorista \$1.515; techo \$1.927

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA (series diarias, balance y planilla de reservas internacionales; posición en futuros a fin de agosto), Secretaría de Finanzas (MECON) y Argentina Clearing y Registro (A3 Mercados).

12. Conclusiones

La masa de pesos y lo que puede correr. El universo de pesos que el sector privado podría pasar al dólar suma \$239,4 billones, el 24,1% del PIB, sin contar los títulos del Tesoro atados al dólar, que ya cubren a sus tenedores. Nunca corre entero: el dinero transaccional está cerca del mínimo de la serie y en ningún episodio reciente los depósitos a plazo cayeron más de 32%. El 67% del universo está en depósitos a plazo y en deuda del Tesoro, los activos que pagan interés y que retiene la tasa.

El cuasidinero es del Tesoro. La deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias equivale al 9,8% del PIB. De ese total, USD 6.200 millones son títulos atados al dólar, un sustituto del dólar que ya cubre a sus tenedores; sin ellos, lo que puede correr es el 8,9% del PIB, por encima del 7,6% de las LEBAC no bancarias antes de la corrida de 2018. En aquella corrida salió el 72% de las LEBAC; en las elecciones de 2025, el 7% de la deuda del Tesoro en manos privadas. La renovación en cada licitación es la primera señal de una salida.

La columna en dólares también corre. Los depósitos privados en dólares suman USD 42.300 millones, y los bancos tienen disponible en el día el 49%, cerca de los niveles más bajos desde 2007. Una salida como la de 2019 se llevaría unos USD 18.100 millones, el 88% de esa liquidez, y saldría de las reservas brutas sin pasar por el mercado de cambios. A diferencia de la corrida en pesos, no la frenan el precio ni la tasa, y el BCRA sólo puede asistir a los bancos con reservas.

La deuda en dólares pesa sobre el precio. El sector privado y las provincias deben USD 164.800 millones en dólares. Sus vencimientos no se suman a la demanda, porque se pagan con pesos ya contados, con dólares propios o con exportaciones, pero en un episodio de desconfianza cuesta más renovarlos: llegan menos dólares al mercado y el tipo de cambio se acerca más rápido al techo de la banda.

Los escenarios. Con las salidas de los episodios anteriores, la demanda de dólares por la salida de pesos va de USD 17.800 millones a USD 67.900 millones, frente a reservas brutas de USD 49.700 millones, USD 33.400 millones sin encajes y unos USD 10.400 millones netos. Con el retiro de depósitos en dólares de 2019, la demanda total con los pesos al techo llega a USD 35.800 millones en el escenario B y a USD 71.400 millones en el C.

La confianza y sus respaldos. Una corrida es una pérdida de confianza en una promesa, y cada promesa tiene hoy su propio respaldo: los depósitos en dólares, una liquidez del 49% en el día; la deuda del Tesoro en manos privadas, la renovación en cada licitación y \$7,9 billones del Tesoro en el BCRA; la masa de pesos, el precio dentro de la banda, la cobertura ya vendida y, en el techo, las reservas.

Las reservas no son la única defensa. El sector público ya atendió, sin vender reservas, USD 6.500 millones de demanda de cobertura con títulos atados al dólar y futuros, el 3,9% de la demanda potencial. No se cuentan los USD 5.800 millones en títulos atados al dólar que están en cartera de los bancos, que cubren el balance de los bancos y no a quienes pueden pasarse al dólar. En 2025 esa vía absorbió USD 6.600 millones mientras las reservas casi no se movían; en 2019, con el BCRA comprado en futuros y poca cobertura en el mercado, la salida costó USD 24.600 millones de reservas.

Las defensas. Los bancos tienen en activos líquidos el 47,4% de los depósitos en pesos y el Tesoro, \$7,9 billones depositados en el BCRA. Hasta el techo de la banda, que está 27% por encima del mayorista, el ajuste lo hacen el precio y la cobertura: el Tesoro puede licitar sin tope títulos atados al dólar, que absorben pesos, y el BCRA tiene margen para vender unos USD 8.700 millones de futuros, que sólo mueven pesos por las diferencias diarias. En el techo, las reservas, con el swap de USD 20.000 millones superpuesto con vencimientos en dólares de 2027 por unos USD 23.700 millones.

AVISO LEGAL

El presente informe ha sido preparado por el equipo de Research & Estrategia de Becerra Bursátil S.A. (ALyC Integral, Registro CNV N° 177) con fines exclusivamente informativos. Su contenido no constituye ni debe interpretarse como una oferta, invitación o recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor negociable, instrumento financiero ni activo de ninguna naturaleza.

La información utilizada en la elaboración de este informe ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables y de acceso público. No obstante, Becerra Bursátil S.A. no garantiza la exactitud, integridad, vigencia ni idoneidad de dicha información para propósito alguno. Las opiniones, estimaciones y proyecciones incluidas en este informe corresponden a la fecha de su elaboración y están sujetas a modificación sin previo aviso.

Los rendimientos pasados de cualquier activo o cartera mencionados en este informe no constituyen garantía ni indicación de resultados futuros. Toda inversión en instrumentos financieros conlleva riesgos y puede resultar en la pérdida total o parcial del capital invertido. El inversor debe evaluar, por sí mismo o con asesoramiento profesional adecuado, la conveniencia de cada operación en función de sus objetivos, horizonte temporal, tolerancia al riesgo y situación patrimonial.

Este informe es de distribución exclusiva para clientes y contrapartes de Becerra Bursátil S.A. Queda prohibida su reproducción, redistribución, retransmisión o publicación, total o parcial, sin autorización previa y por escrito de Becerra Bursátil S.A.



RESEARCH & ESTRATEGIA

Gonzalo Decándido

Jefe de Research y Estrategia
gdecandido@bbsa.com.ar

Ignacio Franco

Analista de Research
ifranco@bbsa.com.ar