

Informe de Política Monetaria

Junio de 2026



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Junio de 2026

Contenidos

Pág. 3 | Visión Institucional

Pág. 4 | I. Desarrollos macroeconómicos recientes

Pág. 17 | II. Precios

Pág. 22 | III. Política Monetaria

Pág. 31 | Recuadro 1: Diagnóstico macro y micro: Perspectivas complementarias

Pág. 36 | Recuadro 2: Equilibrio externo: expectativas cíclicas vs. cambios estructurales

Pág. 38 | Recuadro 3: Ahorro doméstico, crédito bancario e inversión privada

Pág. 43 | Recuadro 4: Balance del BCRA: mejoras cuantitativas y cualitativas

Pág. 47 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

Visión Institucional

A partir del lanzamiento de la [Fase 4 del programa de estabilización](#) y con el objetivo de fortalecer la transparencia y la comunicación del esquema monetario, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) retomó la publicación trimestral de su Informe de Política Monetaria (IPOM). La publicación adopta la práctica habitual de los principales bancos centrales en materia de comunicación.

A través del IPOM, el BCRA comparte su diagnóstico sobre la situación macroeconómica nacional e internacional, presenta su evaluación de las perspectivas a futuro y explica de manera sistemática las decisiones de política monetaria adoptadas con el fin de cumplir su objetivo de estabilidad de precios. El informe se estructura en capítulos dedicados al contexto macroeconómico, a la evolución de los precios y al accionar de la política monetaria, complementados con recuadros temáticos y apartados técnicos que profundizan el análisis cuantitativo de temas específicos. Este enfoque facilita una mejor comprensión de la relación entre la política monetaria, la formación de expectativas del sector privado y el equilibrio macroeconómico general.

A diferencia de otras experiencias de estabilización, el programa vigente permitió avanzar de manera sostenida en la corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos heredados, cumpliendo los contratos preexistentes. El establecimiento del equilibrio fiscal, la eliminación del financiamiento monetario al Tesoro, la corrección de distorsiones en los precios relativos y el saneamiento del balance del Banco Central contribuyeron a reducir la inflación y permitieron liberar el mercado cambiario. La consistencia de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias adoptadas permitió la convergencia de la economía a su equilibrio de corto plazo, mientras que la perspectiva de reformas estructurales refuerza las expectativas en torno a su sostenibilidad de largo plazo. En este orden, el BCRA seguirá avanzando sobre la normativa que facilite el desarrollo eficiente y prudente del régimen de competencia de monedas.

El BCRA ha adoptado un régimen de control de los agregados monetarios como ancla de la evolución nominal de la economía, flexibilizando el mercado cambiario y de tasas. Esta decisión es consistente con experiencias exitosas de estabilización similares para economías en desarrollo. También toma en cuenta las particularidades de una economía caracterizada por una transición postcrisis y altamente dolarizada, en la cual los mecanismos de transmisión de la tasa de interés, el tipo de cambio y la cantidad de dinero difieren de los observables en economías en estado estacionario. El BCRA seguirá perfeccionando el régimen monetario, orientando sus esfuerzos a mejorar la eficiencia operativa de los mercados domésticos y a fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria, con el fin de impulsar el desarrollo del sistema financiero.

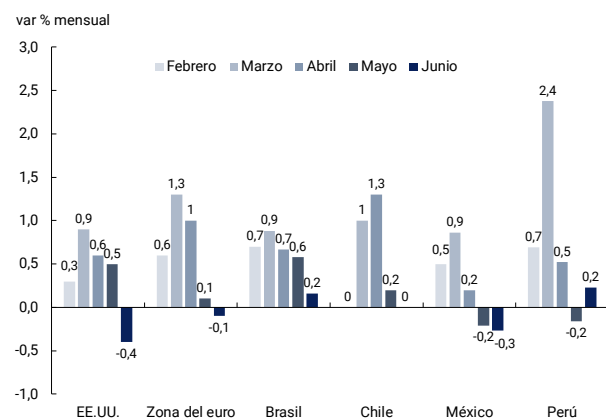
Bajo este marco, la política monetaria buscará que la oferta de dinero acompañe de cerca la recuperación de la demanda real de dinero. El BCRA considera que están dadas las condiciones para priorizar el abastecimiento de la demanda de dinero a través de la compra de divisas, facilitando el objetivo de acumulación de reservas internacionales. En la persecución del mandato de su carta orgánica, el Directorio del BCRA velará por preservar la estabilidad de precios, utilizando todas las herramientas de política monetaria a su disposición. El Poder Ejecutivo ha presentado en Congreso Nacional un proyecto de reforma de la Carta Orgánica que, de aprobarse, contribuiría a la efectividad de los esfuerzos que en este sentido lleva a cabo el BCRA y a la credibilidad de sus decisiones monetarias futuras.

I. Desarrollos macroeconómicos recientes

I.1. Condiciones internacionales para la Argentina

1. El conflicto en Medio Oriente continuó siendo el factor más importante en materia de inflación internacional y volatilidad de los mercados financieros globales. El impulso inflacionario inicial derivado del aumento del precio del petróleo mermó en el segundo trimestre de 2026 debido a que en ese momento el conflicto parecía que iba a durar menos de lo previsto inicialmente (ver Gráfico I.1.1). Aun así, las proyecciones de inflación global del FMI fueron revisadas al alza: de una inflación de 4,1% en 2025, a una proyección de 4,7% para 2026 (en enero de 2026, preconflicto, se esperaba que la inflación fuese de 3,8% durante el año). Pese al retroceso del precio internacional del petróleo crudo, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 2, 10 y 30 años se incrementaron —con el tramo largo de la curva de rendimientos superando 5,25%— mientras los mercados de futuros de la tasa de *Fed Funds* de la Reserva Federal de EE.UU. descuentan un aumento de 0,25 p.p. en lo que resta de 2026. Esta aparente disociación obedece a que el shock de oferta energético coexiste con un impulso de demanda vinculado al ciclo tecnológico global —en particular la inversión en inteligencia artificial—, que sostiene la actividad y reduce el margen para acomodar el shock de precios. El dólar multilateral, por su parte, mostró una marcada volatilidad con una apreciación de casi 2% desde mediados de mayo (ver Gráfico I.1.2).

Gráfico I.1.1 | Inflación en países seleccionados en 2026



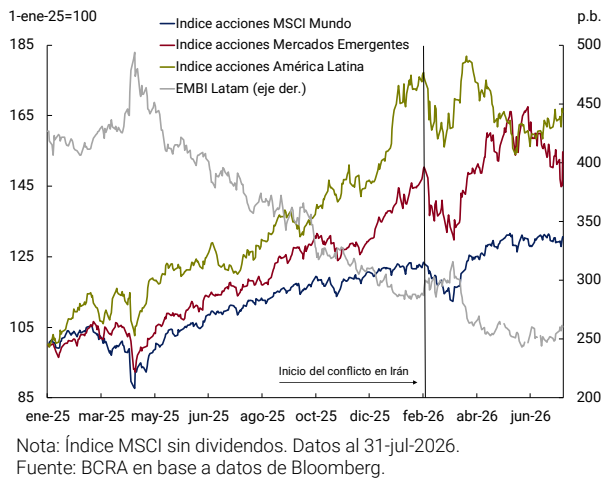
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Gráfico I.1.2 | Tasas de interés de EE.UU. y dólar



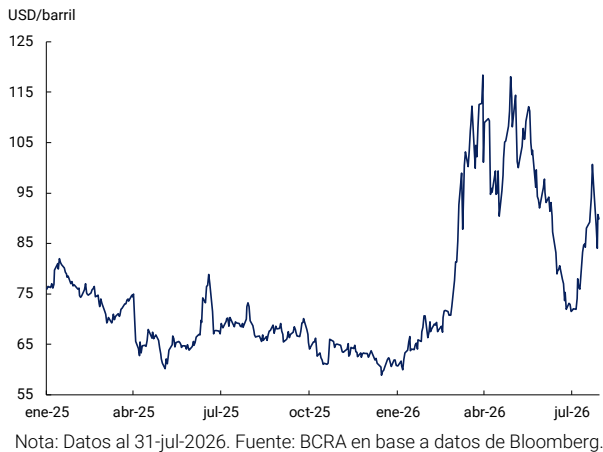
2. Las condiciones de liquidez para las economías emergentes exhibieron alta volatilidad tras el shock geopolítico en Medio Oriente, aunque la aversión al riesgo resultó transitoria. En los últimos meses el desempeño de los precios de los activos financieros se tornó marcadamente volátil: el índice de acciones de mercados emergentes acumuló una suba de 18,6% desde comienzos de 2026 hasta fines de julio, aunque retrocedió cerca de 7,6% desde su máximo del 22 de junio; el de América Latina, con una ganancia acumulada en el año de 14%, opera cerca de 9% por debajo de su máximo de abril. En paralelo, los *spreads* soberanos se comprimieron: el EMBI Latam se ubicó en torno a 260 puntos básicos (p.b.) a fines de julio, unos 48 p.b. por debajo de los niveles de comienzos de año (ver Gráfico I.1.3). Aun así, un endurecimiento abrupto de las condiciones financieras globales por nuevos focos de tensión o movimientos hacia activos de refugio continúa siendo un factor de vulnerabilidad externa para la Argentina, más allá de los significativos determinantes idiosincrásicos de las condiciones financieras en nuestro país.

Gráfico I.1.3 | Mercados de acciones y EMBI



3. Tras alcanzar valores extremos durante el pico del conflicto bélico, los valores de las materias primas tendieron a retornar a niveles más cercanos a los de preguerra. El petróleo crudo Brent alcanzó un pico de USD 118 por barril a fines de marzo —valor que se repitió a fines de abril— y promedió USD 104 en mayo, un 52% por encima del registrado en 2025 (ver Gráfico I.1.4). Desde entonces retrocedió con fuerza, con un repunte reciente por las mayores tensiones en el estrecho de Ormuz, promediando USD 84 en junio y también en julio, con los contratos de futuros para fines de 2026 cotizando en torno a USD 82 por barril. La reversión también se verificó en los granos: si bien en abril la soja, el trigo y el maíz habían registrado precios 12,3%, 12,9% y 3,3% superiores a los promedios de 2025, en junio esas brechas se comprimieron a 8,3% y 10,8% en los dos primeros casos, mientras que el maíz se ubicó 4,6% por debajo. En cambio, tras el reciente recrudecimiento del conflicto en medio oriente los precios de estas materias primas (soja, trigo, maíz) retomaron una tendencia alcista en julio. El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) refleja esta dinámica: tras superar en 24% el promedio de 2025 en abril, en junio moderó su alza a 17%, en julio se mantuvo casi cambios, y los futuros para 2026 lo ubican 16,8% por encima de 2025 (ver Cuadro I.1.1).

Gráfico I.1.4 | Precio del Petróleo Brent



Cuadro I.1.1 | Precios de materias primas
En USD corrientes

Commodities	2025	I-Trim 2026	Abr-2026	Jun-2026	Jul-2026	2026 (futuros)
Soja	382	411	429	414	438	436
Trigo	196	204	221	217	237	241
Maíz	173	172	178	165	175	183
Brent	69	78	102	84	84	82
IPMP	256	283,3	317	300	300	299

Nota: Soja, trigo y maíz: USD por tonelada. Brent, USD por barril. IPMP índice dic-01=100 (Índice de precios de materias primas del BCRA).
Todos los datos, excepto los de futuros, son promedio del período.
Nota: Datos al 31-jul-2026. Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

4. El crecimiento de los principales socios comerciales de la Argentina se moderaría en 2026, en un marco de condiciones financieras internacionales más volátiles y restrictivas. El promedio de proyecciones actuales¹ anticipa un crecimiento en torno al 2,5% para 2026 y 2,4% para 2027, por debajo del 2,7% registrado en 2025 (ver Cuadro I.1.2). El menor crecimiento esperado refleja las consecuencias del conflicto: el encarecimiento de la energía, las disrupciones en las cadenas de suministro globales y una mayor volatilidad financiera. Si bien a nivel global estos factores son parcialmente compensados por el impulso del ciclo tecnológico vinculado a la inteligencia artificial, dicho factor no alcanza a los principales socios comerciales de la Argentina, mayormente ajenos a esas cadenas de valor. La desaceleración proyectada para 2026 se explica por el menor dinamismo de China (4,6%), Brasil (2,2%) y la zona del euro (0,8%), esta última afectada además por su condición de importadora neta de energía.

Cuadro I.1.2 | Proyecciones de crecimiento económico
Var. % i.a.

	2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Pronósticos	
						2026	2027
Estados Unidos	2,1	2,1	2,3	2,0	2,0	2,2	2,1
Zona del euro	1,4	1,6	1,4	1,2	1,2	0,8	1,2
China	5,0	5,2	4,8	4,5	4,5	4,6	4,3
Brasil	2,3	2,4	1,8	1,8	1,8	2,2	2,0
Principales socios (prom.)	2,7	2,8	2,6	2,4	2,5	2,5	2,4

Fuente: BCRA, FMI, OCDE y Bloomberg.

5. El principal riesgo a futuro para este escenario es la prolongación del conflicto en Medio Oriente. Este riesgo podría impactar en la economía argentina a través de una mayor debilidad de la demanda externa o condiciones financieras globales más restrictivas. El amortiguador que contuvo el shock inicial en términos de la inflación internacional —la desacumulación de inventarios de crudo y la fuerte reducción de las compras de petróleo por parte de China— se encuentra próximo a agotarse: los stocks globales se ubican cerca de mínimos plurianuales y un eventual retorno de la demanda china a sus niveles habituales removería el otro factor de contención del precio internacional de petróleo crudo. Ante un nuevo episodio de tensión, la ausencia de ese colchón podría traducirse en alzas de precios. A ello se añaden otras amenazas latentes: la implementación de nuevas barreras comerciales, el surgimiento de conflictos geopolíticos en otras regiones, el riesgo de correcciones abruptas en los mercados asociadas a las expectativas sobre la inteligencia artificial, el posible contagio del estrés a los mercados de crédito privado, y las vulnerabilidades fiscales globales que, ante presiones de gasto y elevados niveles de deuda pública, podrían elevar los rendimientos soberanos y restringir el crédito internacional.

I.2. Contexto local

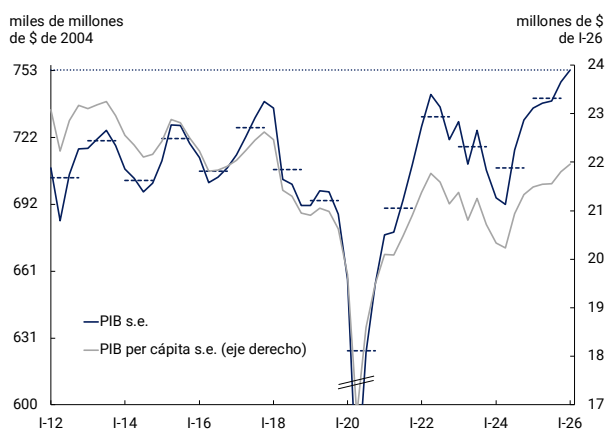
6. La actividad económica alcanzó en el primer trimestre de 2026 el máximo nivel en términos históricos. En dicho período el PIB promedió un crecimiento trimestral de 0,7% s.e. y de 2,3% interanual, acumulando un incremento de 8,6% respecto al primer trimestre de 2024 (8,2% de crecimiento per cápita; ver Gráfico I.2.1a). La mejora trimestral de la actividad se verificó tanto en el Agro, debido a las cosechas récord de trigo y maíz,

¹ Promedio simple entre las proyecciones del FMI (Panorama Económico Global, julio de 2026) y del mercado (según Bloomberg) a julio de 2026. A su vez, la variación promedio de los principales socios comerciales de Argentina se calculó utilizando los ponderadores que tienen en el ITCRM estos cuatro socios (Brasil, China, Eurozona y Estados Unidos). Ver metodología ITCRM.

como en el promedio del resto de los sectores, con una recuperación de la industria y de la construcción. Desde el punto de vista de la demanda, en el primer trimestre se destacó el crecimiento del Consumo privado, mientras que se verificaron caídas tanto del Consumo público como de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), en particular en Equipo Durable de Producción (EDP) importado dado que la demanda de EDP nacional se mantuvo estable y la Construcción se recuperó. Por su parte, las exportaciones evidenciaron una leve caída trimestral luego del récord verificado en el cuarto trimestre de 2025, aunque se mantuvieron en el segundo nivel más elevado de la historia.

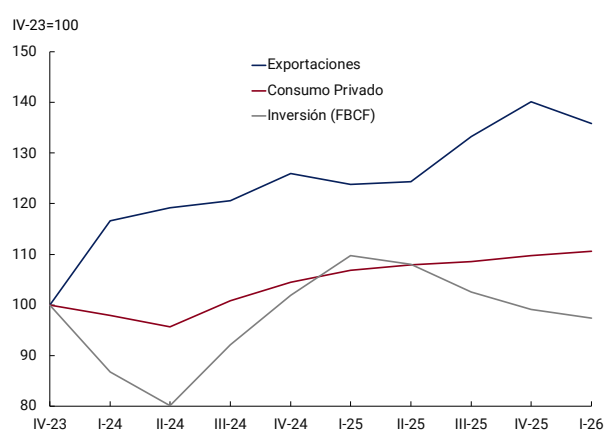
7. Este proceso de crecimiento se diferencia de otras fases expansivas en dos aspectos claves que lo vuelven más sostenible: es liderado por las exportaciones y se da en el marco de un régimen de equilibrio fiscal y monetario. Los períodos previos de crecimiento transitorio se basaron en políticas insostenibles de estímulo al consumo mediante el impulso fiscal con financiamiento monetario y deterioro patrimonial (como la pérdida de reservas internacionales o la estatización de las AFJPs) que, sumado a rígidos controles cambiarios, rápidamente reflejaron fuertes desequilibrios macroeconómicos. En contraste, esta etapa de expansión económica iniciada en 2024 está basada en fundamentos sólidos, generando desde el inicio una significativa expansión de las exportaciones, sin desequilibrios fiscales, monetarios ni externos, acompañada de una normalización de precios relativos, traccionando el incremento de los ingresos que, finalmente, se traduce en un mayor consumo privado (ver Gráfico I.2.1b). De esta manera se ha invertido la causalidad de la relación entre el crecimiento económico y el consumo, lo cual auspicia un proceso virtuoso de expansión y desarrollo (ver Recuadro 1. Diagnóstico macro y micro: Perspectivas complementarias).

Gráfico I.2.1a | Producto Interno Bruto (PIB)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

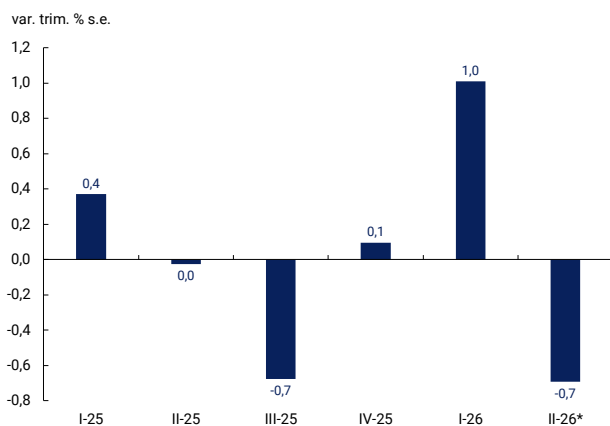
Gráfico I.2.1b | Componentes de la demanda s.e.



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

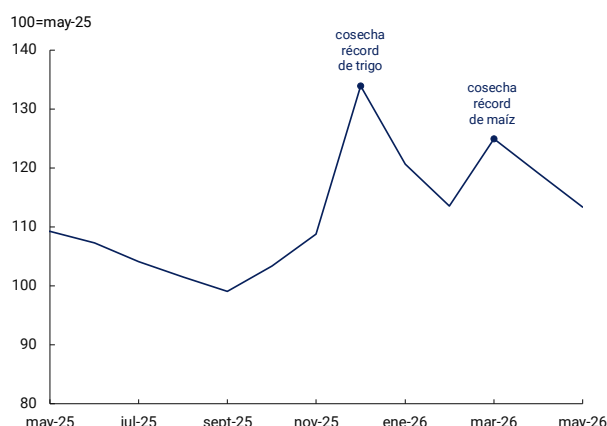
8. El PIB del segundo trimestre se habría visto afectado transitoriamente por un contexto de mayor tensión en Medio Oriente y por la previsible normalización de la actividad agropecuaria tras las cosechas récord de trigo y maíz. La economía atravesó el período de mayor adversidad del contexto internacional exhibiendo una contracción de la actividad en los sectores cíclicos, en un marco en el que los principales socios comerciales de Argentina evidenciaron una ralentización de su crecimiento económico, y en el cual se verificó un abrupto encarecimiento de la energía, ciertas disrupciones en las cadenas de suministro globales y una mayor volatilidad financiera (ver Gráfico I.2.2a y Párrafo 4). Asimismo, luego del elevado nivel alcanzado por el Agro en el primer trimestre, debido a la imputación de las cosechas récord de trigo y maíz, se estima que se observarán contracciones del producto del sector durante el segundo y el tercer trimestre en la medida en que la actividad agrícola retorna a niveles normales (ver Gráfico I.2.2b).

Gráfico I.2.2a | Actividad de sectores cíclicos



Nota: Desestacionalización propia. Se consideran sectores cíclicos a Industria, Construcción, Comercio, Hoteles y restaurantes, Transporte, Intermediación financiera, Actividades inmobiliarias y empresariales y Otras actividades de servicios comunitarios sociales y personales. * Datos parciales del bimestre abr/may-26. Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

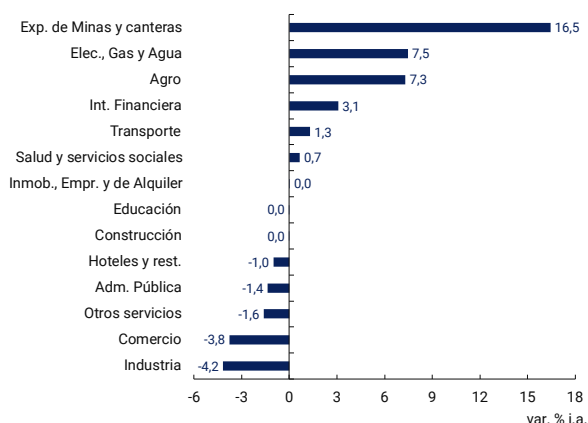
Gráfico I.2.2b | Evolución del EMAE agropecuario s.e.



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

9. Los sectores primarios orientados a la exportación y la intermediación financiera continúan liderando el crecimiento interanual de la actividad. Entre los sectores más dinámicos en el segundo trimestre (con datos parciales hasta mayo) continuaron destacándose la Explotación de minas y canteras —mayormente petróleo y gas—, el Agro y la Intermediación financiera, que vienen liderando la economía desde comienzos de 2024 (ver Gráfico I.2.3). El sector de Transporte y comunicaciones también fue en parte impulsado por el dinamismo de los sectores primarios. En el bimestre abril-mayo de 2026 la Construcción interrumpió la tendencia negativa que venía evidenciando. En sentido contrario, Industria y Comercio continuaron evidenciando caídas interanuales significativas. Durante 2025 estos dos sectores fueron los más afectados por el proceso de cambio estructural de la economía argentina y por la incertidumbre electoral, previéndose una mejora gradual en el mediano plazo.

Gráfico I.2.3 | Evolución sectorial interanual* del EMAE

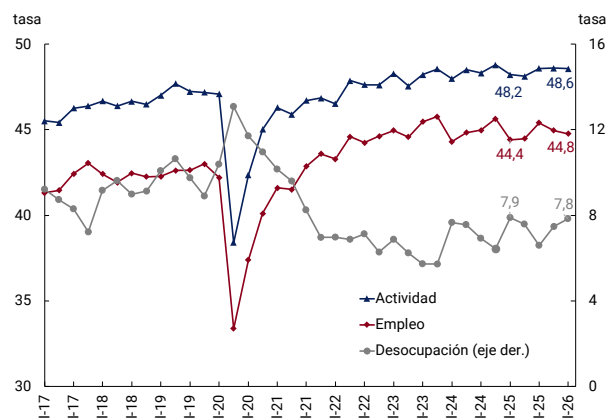


* Corresponde al bimestre abr-may.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

10. La tasa de desempleo se redujo levemente en términos interanuales manteniéndose en niveles históricamente bajos. Esta evolución verificada en el primer trimestre de 2026 se alcanzó con un incremento de la tasa de empleo similar al de la tasa de actividad (ver Gráfico I.2.4). La suba del nivel de empleo total (1,7%

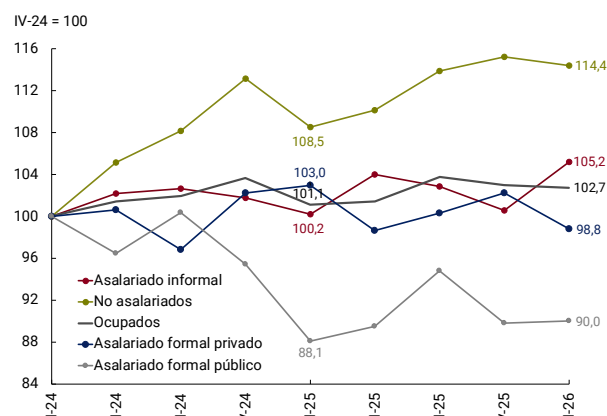
i.a.) se concentró en el empleo no asalariado (+5,3%) y asalariado informal (+4,9%), mientras que el asalariado formal privado se contrajo en términos interanuales (-4,1%; ver Gráfico I.2.5). La Ley de Modernización Laboral promulgada en marzo del corriente año tiene como objetivo dinamizar el mercado de trabajo formal, cuyas rigideces han sido parte de la explicación de su pérdida de participación respecto al resto de los tipos de empleo desde hace más de diez años.

Gráfico I.2.4 | Principales tasas del mercado laboral



Fuente: INDEC.

Gráfico I.2.5 | Evolución de la composición del empleo



Fuente: INDEC.

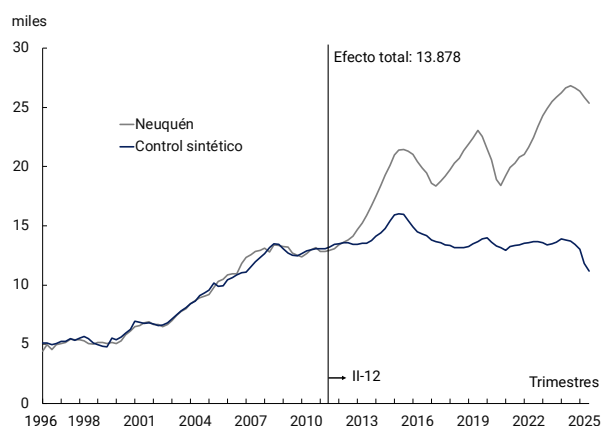
11. En línea con el crecimiento de la actividad y la reducción de la tasa de desocupación, la pobreza y la indigencia cayeron nuevamente en términos interanuales en el primer trimestre. Las tasas de pobreza (30,0%, -1,5 p.p. interanual) e indigencia (6,5%, -0,5 p.p. i.a.) del primer trimestre de 2026 —estimadas a partir de los microdatos de EPH— se redujeron en términos interanuales, acumulando caídas de 24,8 p.p. y 13,7 p.p. respecto de los máximos registrados en el primer trimestre de 2024.

12. Hacia adelante, se prevé la continuidad del proceso de crecimiento, impulsado por las actividades primarias, cuyos eslabonamientos productivos comenzarán a traccionar sobre el resto de los sectores y sobre el empleo. Luego de atravesar la primera etapa del proceso de transformación estructural de la economía, los sectores cíclicos y más intensivos en empleo —como comercio, industria y construcción— tomarán impulso, traccionados directa e indirectamente por el crecimiento de los sectores primarios. Las ramas industriales protegidas por el esquema macroeconómico previo han verificado caídas significativas de sus niveles de actividad en los últimos dos años ante el proceso de apertura comercial, a lo que se sumó el efecto adverso del incremento de la incertidumbre electoral durante 2025. Sin embargo, ciertas ramas con capacidad exportadora —como Producción de madera, Refinación de petróleo y Fabricación de sustancias químicas— exhibieron tasas de expansión interanual cercanas al 10%. Al impulso dado por los encadenamientos productivos del sector agropecuario, petrolero y minero y de las ramas industriales con capacidad exportadora que se espera que lideren el crecimiento industrial de los próximos años, se sumará la reactivación de obras viales a partir de la concesión a empresas privadas de rutas terrestres y fluviales, con un impacto positivo previsto sobre la construcción.

13. Como consecuencia del impulso de los sectores primarios exportadores —como Agro, Petróleo, Gas y Minería metálica—, se espera que en los próximos años se reactive la generación de puestos de trabajo formal a nivel nacional en sectores como industria, construcción e incluso comercio. La experiencia del desarrollo de Vaca Muerta en Neuquén muestra que la mayor parte del empleo derivado del crecimiento de los sectores primarios —en este caso, petróleo y gas— no se genera en empresas del propio sector, sino en

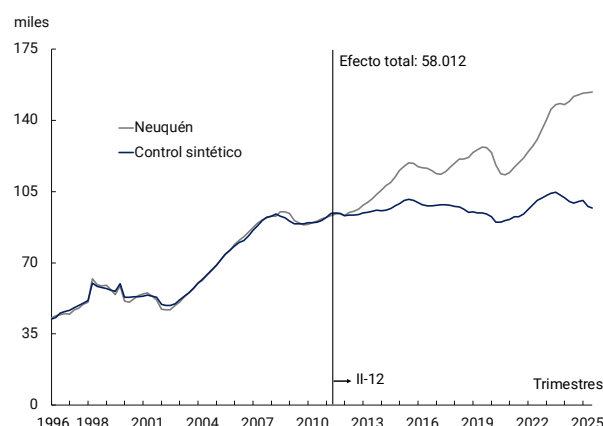
el resto de la economía². Esto es resultado de las inversiones iniciales en construcción para desarrollar el sector, de la demanda de insumos intermedios provenientes en parte de la industria y de los sectores de servicios, y también de una mayor demanda de bienes y servicios por parte de los nuevos trabajadores (ver Gráfico I.2.6a y I.2.6b).

Gráfico I.2.6a | Asalariados privados registrados en Extracción de petróleo y gas natural en Neuquén



Nota: "Control sintético" refiere a la evolución que se hubiese observado en el empleo del sector de Extracción de petróleo y gas natural en Neuquén, de no haberse desarrollado Vaca Muerta.
Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

Gráfico I.2.6b | Asalariados privados registrados totales en Neuquén

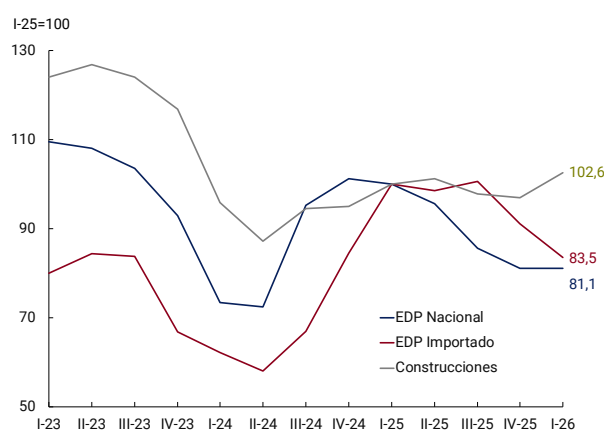


Nota: "Control sintético" refiere a la evolución que se hubiese observado en el empleo total en Neuquén, de no haberse desarrollado Vaca Muerta.
Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

14. La inversión fue moderando su ritmo de caída durante el primer y segundo trimestre de 2026. En un año con elevada volatilidad y luego de la fuerte recuperación que había alcanzado durante 2024 (31,4% i.a. en el I-25), la inversión (FBCF) se contrajo 11,3% s.e. desde el segundo trimestre de 2025 hasta el primer trimestre de 2026, afectada por la incertidumbre del proceso electoral. Desde comienzos de 2026 empiezan a observarse señales de desaceleración en el ritmo de contracción de la FBCF: en el primer trimestre del año se estabilizó la demanda de equipo durable de producción nacional y se verificó cierta recuperación de la construcción, siendo la importación de bienes de capital el único componente de la inversión que se contrajo respecto del cuarto trimestre de 2025. Los indicadores adelantados de construcción, industria e importaciones de bienes de capital sugieren que la disminución de la FBCF se habría atenuado nuevamente en el segundo trimestre (ver Gráficos I.2.7a y I.2.7b).

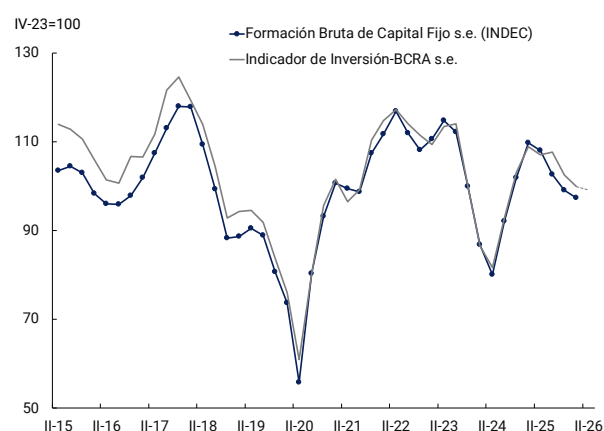
² Utilizando la metodología de Diferencias en diferencias con control sintético (*Synthetic Difference-in-Differences*, SDID) se estima que por cada puesto de trabajo asalariado formal generado en empresas del sector petrolero se crearon 3,2 puestos en otros sectores económicos de Neuquén como consecuencia de la explotación del yacimiento Vaca Muerta. La estimación surge de comparar la evolución observada del empleo en Neuquén con un contrafactual sintético construido como una combinación ponderada de las variaciones del empleo en otras provincias que, antes del segundo trimestre de 2012, evolucionaban de manera similar a Neuquén.

Gráfico I.2.7a | Evolución por componente de la FBCF



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Gráfico I.2.7b | Evolución de la FBCF



Nota: El Indicador BCRA se construye a partir de las variaciones (s.e.) del ISAC, el IPI manufacturero (ramas asociadas a bienes de capital) e importaciones de bienes de capital. En el II trimestre de 2026, para junio se mantuvieron fijos los valores de may-26 de las ramas asociadas a bienes de capital del IPI manufacturero y del ISAC. Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

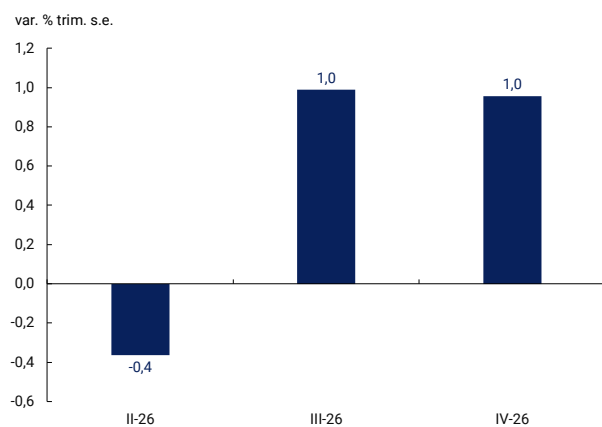
15. Las condiciones macroeconómicas y las políticas orientadas a estimular la iniciativa privada sostienen una perspectiva favorable para la inversión y el crecimiento.

Hacia adelante, la continuidad del crecimiento económico, la estabilidad macroeconómica, la reducción del riesgo país y el dinamismo esperado para el crédito bancario y para el mercado de capitales favorecerán la inversión doméstica. También contribuirían una eventual disminución de las tensiones en Medio Oriente y las leyes y políticas orientadas a promover la iniciativa privada, entre las que se destacan la Ley de Modernización Laboral —que incluye el Régimen de Incentivos para Medianas Inversiones (RIMI), recientemente implementado—, los Fondos de Asistencia Laboral (FAL), la Ley de Presunción de Inocencia Fiscal, el Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI), el “Súper RIGI”, las privatizaciones de empresas públicas y las concesiones viales. Asimismo, los proyectos de liberalización del mercado de capitales y de seguros (anunciados, y en proceso de ser enviados al Congreso) facilitarían el acceso del sector privado al financiamiento y a instrumentos de cobertura, potenciando nuevos proyectos de inversión.

16. La perspectiva de continuidad del crecimiento es compartida por los participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) elaborado por el BCRA y por las instituciones financieras internacionales.

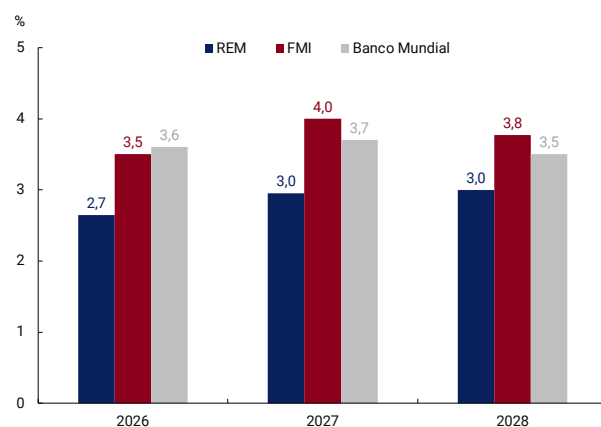
Los analistas del mercado proyectan que tras una contracción trimestral de 0,4% s.e. estimada para el segundo trimestre del presente año, se retomen los incrementos trimestrales para el PIB en lo que resta de 2026, pronosticando un crecimiento anual de 2,7%, ritmo que se aceleraría hasta 3,0% en 2027 y 2028 (ver Gráfico I.2.8). En la misma línea, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial prevén tasas de crecimiento significativas que posibilitarían dejar atrás un largo período de estancamiento económico y alcanzar niveles récord de PIB per cápita (ver Gráfico I.2.9).

Gráfico I.2.8 | Perspectivas de crecimiento trimestral



Fuente: REM-BCRA (Jul-26).

Gráfico I.2.9 | Proyecciones anuales de crecimiento económico 2026-2028

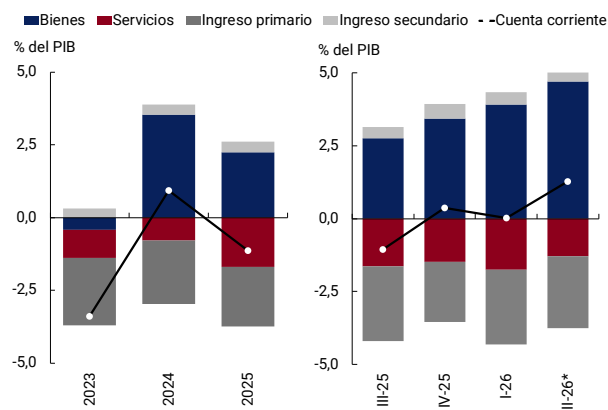


Fuente: REM-BCRA (Jul-26), FMI (WEO abr-26) y Banco Mundial (GEP jun-26).

17. En el segundo trimestre de 2026 el superávit comercial de bienes alcanzó el nivel más elevado de los últimos 30 años impulsado por exportaciones en récord históricos y por la estabilización de las importaciones. La suba de las ventas externas de bienes se vio favorecida por el incremento transitorio del precio internacional de las materias primas —especialmente petróleo y oro—, que se sumó a la tendencia de crecimiento de las cantidades vendidas al exterior registrada desde 2024. En el trimestre, los volúmenes exportados se mantuvieron prácticamente constantes, en niveles próximos a los más altos de la historia. Por su parte, las cantidades importadas de bienes parecen haberse estabilizado en un nivel inferior al registrado en 2025. En el trimestre, ajustados por estacionalidad, los precios promedio de importación también crecieron, aunque en menor medida que los de exportación, redundando en una mejora de los términos del intercambio. En paralelo, continuó el proceso de apertura comercial mediante la reducción de aranceles, la eliminación de impuestos internos, la facilitación del comercio con desregulaciones administrativas y la puesta en vigor de forma provisoria del acuerdo comercial entre el Mercosur y la Unión Europea.

18. En el segundo trimestre de 2026 se habría registrado superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos internacionales, explicado por factores estructurales y transitorios. El superávit del intercambio de bienes se incrementó en el trimestre y habría compensado holgadamente el déficit estructural en ingreso primario y servicios. Ajustada por factores estacionales, la cuenta corriente también habría incrementado su superávit hasta aproximadamente 1,3% del PIB en términos anualizados (ver Gráfico I.2.10). Sobre este resultado operaron factores estructurales (equilibrio fiscal y balanza energética crecientemente superavitaria), como transitorios (mejora de los términos del intercambio).

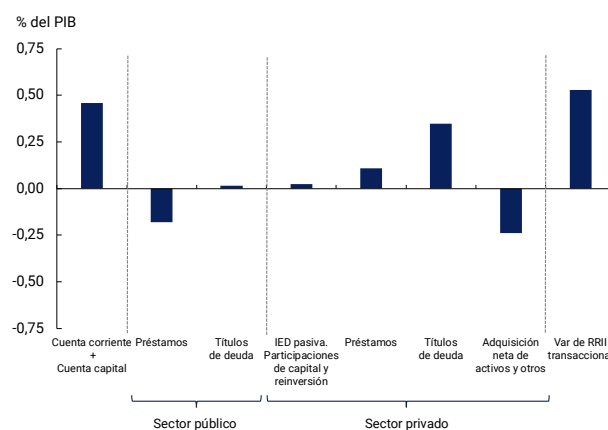
Gráfico I.2.10 | Cuenta corriente de la Balanza de Pagos Internacionales



*Valores estimados. Los valores trimestrales están ajustados por estacionalidad y anualizados.
Fuente: BCRA e INDEC.

19. El superávit de cuenta corriente del segundo trimestre más los ingresos netos por flujos privados en la cuenta financiera contribuyeron a una acumulación de Reservas internacionales (RR.II.). Las RR.II. brutas totalizaron USD 44.870 millones el 30 de junio de 2026 (+ USD 2.818 millones en el trimestre). El ingreso neto de flujos financieros del sector privado, principalmente por colocaciones de títulos de deuda con no residentes, permitió compensar los pagos netos a no residentes del sector público y la formación de activos externos de los hogares. Así, en este trimestre el BCRA pudo conservar las divisas adquiridas en el mercado de cambios producto del superávit comercial e incrementar las RR.II. (ver Gráfico I.2.11 y Capítulo 3. Política Monetaria).

Gráfico I.2.11 | Factores de variación de las RR.II. en el segundo trimestre de 2026



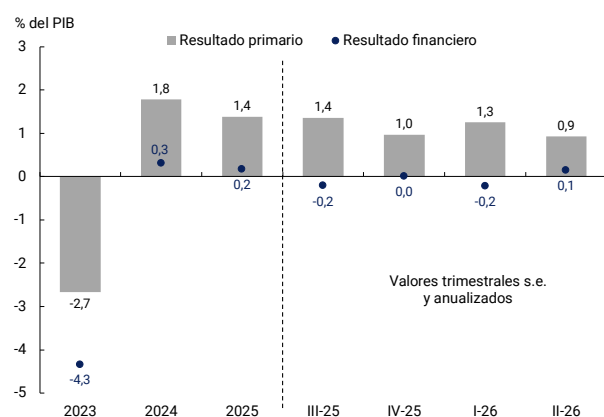
Valores estimados. Sector público: Gobierno General y BCRA.
Sector privado: Resto.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

20. En el mediano plazo se espera que se profundice la tendencia positiva de las cantidades exportadas, consolidándose así un proceso de crecimiento liderado por las exportaciones. En el corto plazo, se espera que las cantidades exportadas sigan mostrando una evolución creciente, impulsadas por los envíos pendientes de la cosecha récord de maíz, la profundización de la tendencia positiva de la producción de petróleo y litio, y el aprovechamiento de las nuevas cuotas disponibles para la exportación de alimentos a la UE. Asimismo, se aceleró la

aprobación de proyectos en el marco del RIGI, contribuyendo a fortalecer las perspectivas de ejecución de inversiones de gran escala y de expansión de la capacidad productiva, en particular en los sectores transables, lo que apuntalará aún más el crecimiento de las exportaciones en el mediano plazo. Por su parte, luego de un período de normalización de inventarios de bienes importados que habían crecido mucho en el entorno de las elecciones legislativas de 2025, se prevé que en el segundo semestre de este año las compras externas retomen su vínculo con el ciclo económico. Sin embargo, resulta esperable cierta reconfiguración de la elasticidad ingreso de las importaciones en función de la intensidad importadora de los sectores que lideran el proceso de crecimiento en curso. Ante la elevada incertidumbre por el desarrollo del conflicto bélico en Medio Oriente, el retroceso observado en los precios internacionales de las materias primas hace suponer que durante el segundo semestre de 2026 se moderaría el aporte de los términos del intercambio que favoreció a Argentina en el segundo trimestre (ver Párrafo 3). Los analistas del REM han corregido sucesivamente al alza sus expectativas de superávit comercial para 2026 hasta USD 23.400 millones, con crecimiento de los valores exportados esperados (15,0% i.a.) y estabilidad en sus pronósticos de valores importados (1,3% i.a.; ver Recuadro 2. Equilibrio externo: expectativas cíclicas vs. cambios estructurales).

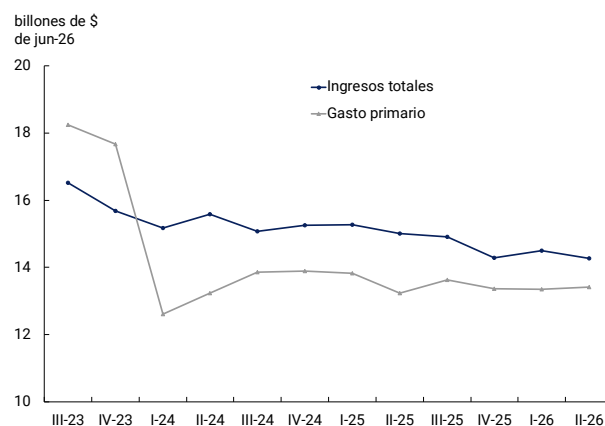
21. El superávit de las cuentas públicas continúa siendo el ancla del programa económico vigente. En el segundo trimestre de 2026, el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) registró un superávit primario base caja de \$ 1,9 billones, equivalente al 0,9% del PIB en términos desestacionalizados y anualizados (ver Gráfico I.2.12).

Gráfico I.2.12 | Resultado fiscal del SPNF
Base caja



*Datos a jun-26. II-26: PIB estimado
Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC.

Gráfico I.2.13 | Ingresos totales y gasto primario del SPNF
Base caja promedio mensual, s.e.



Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC.

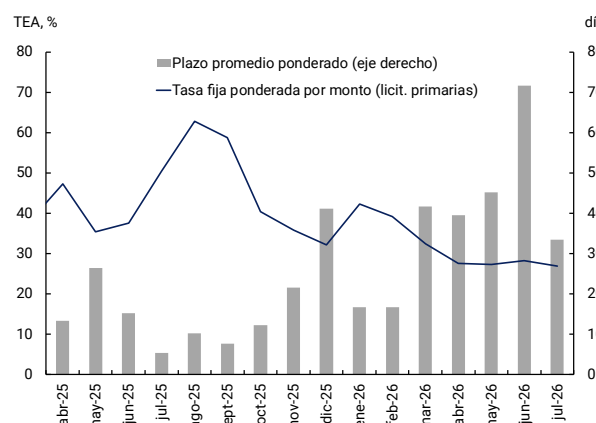
22. El nivel de gasto del SPNF se mantuvo contenido, siempre por debajo del de los ingresos con el fin de continuar garantizando el equilibrio fiscal financiero. En términos desestacionalizados, los ingresos totales del SPNF se retrajeron 1,6% s.e. respecto al primer trimestre de 2026, explicado por la elevada base de comparación de los ingresos de capital³, mientras que los ingresos tributarios y de seguridad social se mantuvieron constantes (ver Gráfico I.2.13). Por su parte, el gasto primario se incrementó levemente en el segundo trimestre 0,5% s.e., con aumentos en ciertas prestaciones vinculadas al PAMI y a planes sociales, y a gasto en bienes y servicios, parcialmente compensados por caídas en prestaciones previsionales y remuneraciones. En conjunto, el gasto primario total viene exhibiendo una marcada estabilidad desde mediados de 2025.

³ En enero de 2026 el SPNF tuvo ingresos de capital extraordinarios por \$1,04 billones por la venta de acciones de empresas hidroeléctricas.

23. El Tesoro Nacional (TN) logró extender los plazos de colocación de instrumentos en moneda doméstica y reducir el costo de financiamiento. Entre abril y junio, el plazo promedio de las colocaciones mantuvo una tendencia creciente y alcanzó los 938 días en la primera licitación de junio. En el mismo período, el costo de los instrumentos a tasa fija promedió una TEA del 27,8%, nivel inferior al registrado en el primer trimestre (ver Gráfico I.2.14). En julio se redujo el plazo promedio de colocación, pero siguió estando muy por encima de lo registrado en 2025. Así, junto con la implementación de canjes voluntarios, la administración de pasivos financieros se centró en despejar la concentración de los vencimientos previstos para el año próximo, en especial aquellos que operan en los meses próximos a la elección presidencial.

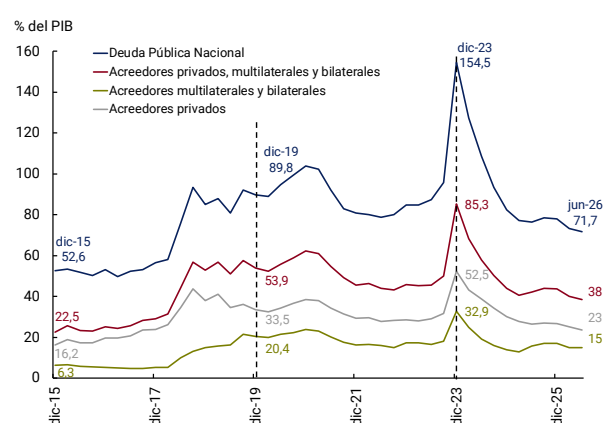
24. El TN cubrió sus necesidades en moneda extranjera sin recurrir a colocaciones de títulos en el mercado internacional. Los servicios de capital e intereses de los bonos *step-up* de julio de 2026 fueron afrontados utilizando los fondos obtenidos en las licitaciones primarias de instrumentos en dólares en el mercado doméstico y con compras de divisas a partir de saldos en las cuentas del TN en el BCRA. El orden de las cuentas públicas, la gestión de los pasivos financieros y la estrategia de financiamiento implementada permitieron que Argentina comenzara a mejorar su calificación de riesgo soberano en el plano internacional. A principios de mayo, la agencia Fitch elevó la calificación de la deuda soberana argentina, pasando de CCC+ a B-, y aproximadamente un mes después la agencia *Standard & Poor's* hizo lo propio (de CCC a B-). Además, a mediados de julio, la agencia Moody's llevó la calificación crediticia de Caa1 a B3, equiparándola con las dos anteriores. En un contexto de caída general del EMBIG (ver Párrafo 2), el riesgo país de Argentina disminuyó 122 p.b. en los últimos 3 meses hasta fines de julio (de 556 p.b. a 434 p.b.), aproximándose así a la prima de riesgo soberano que exhiben en promedio el resto de los créditos con similar calificación crediticia (322 p.b.)⁴. A principios de julio, el Gobierno recibió desembolsos por aproximadamente USD 3 mil millones por préstamos comerciales garantizados por organismos internacionales.

Gráfico I.2.14 | Licitaciones primarias del TN en pesos



Fuente: Secretaría de Finanzas e INDEC.

Gráfico I.2.15 | Deuda pública nacional bruta



Nota: Para el ratio se utilizó PIB corriente promedio últimos 4 trimestres a jun-26 estimado.

Fuente: Secretaría de Finanzas e INDEC.

25. La política fiscal y la administración de pasivos permitieron continuar reduciendo el stock de deuda a PIB con privados y multilaterales y propender al saneamiento de la hoja de balance del BCRA. A junio de 2026, la deuda pública nacional bruta con acreedores privados, multilaterales y bilaterales se ubicó en torno al 38% del PIB. Este valor es inferior al promedio de 2025 y se sitúa 46,9 p.p. por debajo del nivel observado en diciembre de 2023 y 15,4 p.p. por debajo de diciembre de 2019. Por su parte, la deuda con el sector privado

⁴ Promedio simple de países con calificación B-: Iraq, Ghana, Ecuador, El Salvador, Camerún, Angola, Papúa Nueva Guinea, Pakistán, Kenia y Nigeria.

representó aproximadamente el 23% del PIB (ver Gráfico I.2.15). A fines de mayo, se utilizó la mayor parte de las utilidades transferidas por el BCRA al Tesoro Nacional y el desembolso del FMI por USD 1.040 millones para recomprar Letras Intransferibles, contribuyendo así a una nueva mejora del balance del BCRA. Esta operación permitió reducir el stock de deuda pública nacional en 1,7 p.p. entre marzo y junio, el cual se ubicó en aproximadamente 71,7% del PIB.

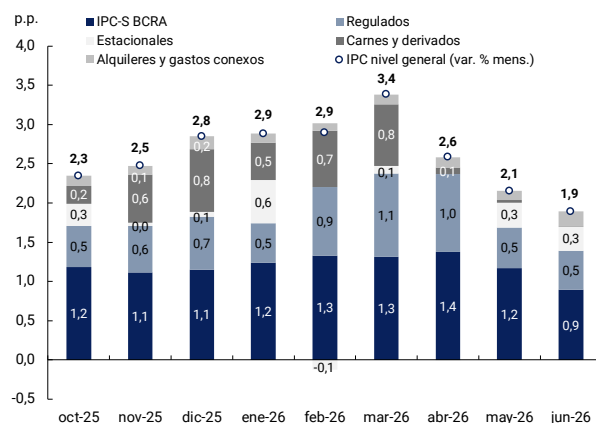
26. Para 2026 se espera que el SPNF alcance un resultado primario superavitario por tercer año consecutivo, consistente con las previsiones contenidas en el Presupuesto Nacional 2026 (PN-26; 1,5% del PIB), perspectiva que resulta compatible con los pronósticos de los analistas de mercado. Según el último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de julio de 2026, la mediana de las proyecciones de superávit primario se ubicó en \$ 15,6 billones.

27. La Secretaría de Finanzas presentó el Programa Financiero del Tesoro Nacional en moneda extranjera hasta 2027, despejando la incertidumbre sobre su financiamiento. Esta planificación contempla que el TN obtendrá los fondos necesarios para hacer frente a todos los vencimientos contractuales a partir de las fuentes disponibles con las mejores condiciones financieras (tasa y plazo) para aliviar la carga de intereses, al tiempo que da cuenta de que no enfrenta la necesidad de recurrir a colocaciones en los mercados internacionales.

II. Precios

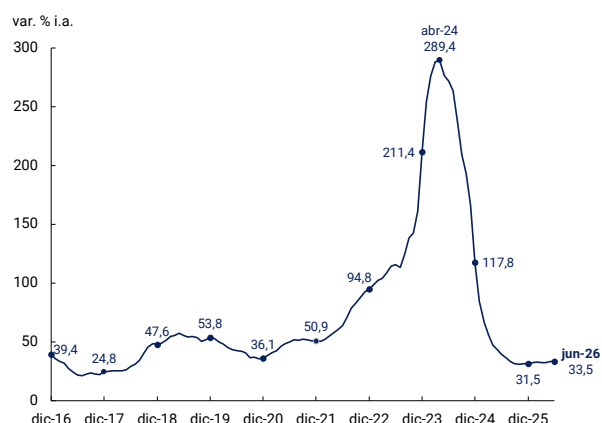
28. En línea con lo esperado, durante el segundo trimestre de 2026 la tasa de inflación mensual se redujo significativamente. La inflación se moderó al 2,2% promedio mensual en el segundo trimestre (-0,8 p.p. respecto del I-26) registrando en junio 1,9%, un nivel marcadamente inferior al de marzo (3,4%; ver Gráfico II.1). Tal como se anticipó en el IPOM previo, la desaceleración del IPC reflejó principalmente la menor presión de los efectos transitorios que habían impulsado el aumento de la inflación durante el primer trimestre. Adicionalmente, el sesgo de las políticas fiscal y monetaria, que había contenido efectos de segunda ronda y limitado la inercia nominal durante los primeros meses del año, también contribuyó a reducir la inflación subyacente en el segundo trimestre. En efecto, el IPC-S BCRA promedió un incremento mensual de 2,1% en el trimestre (-0,2 p.p. respecto del I-26) y de 1,6% en junio (-0,9 p.p. respecto de abr-26), con una incidencia mensual decreciente en el Nivel general a lo largo del trimestre. La tasa de inflación interanual fue de 33,0% promedio entre abril y junio, sosteniendo un nivel similar al de los primeros tres meses del año (ver Gráfico II.2).

Gráfico II.1 | Contribución a la variación mensual del IPC



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Gráfico II.2 | Inflación interanual



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

29. Los factores que explicaron el aumento transitorio de la inflación en el primer trimestre dejaron de ejercer presión durante el segundo trimestre. En los primeros meses del año, la estacionalidad desfavorable de ciertos agrupados del IPC (Carnes y derivados, Educación y Prendas de vestir) y las actualizaciones de tarifas de electricidad y gas coincidieron con el *shock* internacional sobre los precios de los combustibles, lo que derivó en un incremento transitorio de la inflación, que alcanzó el 3,4% en marzo. Tal como se esperaba, estos factores transitorios fueron moderando su presión alcista durante el segundo trimestre, tanto por la estacionalidad favorable como por la estabilidad en los precios de las naftas, y contribuyeron en gran medida al descenso de la inflación hasta 1,9% en junio (ver Cuadro II.1).

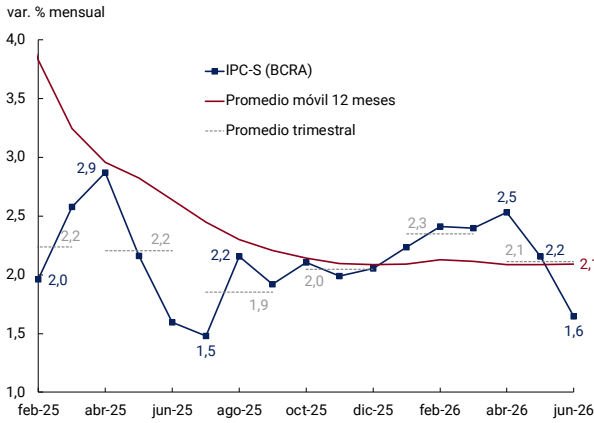
Cuadro II.1 | Contribuciones a la inflación mensual por trimestre
Agrupados seleccionados

Agrupado del IPC	Ponderación implícita en IPC	Var. % promedio mensual				
		dic-25	I-26	II-26	mar-26	jun-26
Carnes y derivados	10,7%	6,0	0,3	7,0	0,1	
Prendas de vestir y materiales	5,7%	0,7	1,5	3,4	0,5	
Educación	2,0%	4,5	3,0	12,1	1,7	
Electricidad, gas y otros combustibles	4,1%	6,4	2,6	4,3	2,0	
Combustibles y lubricantes	3,8%	3,1	4,6	7,1	1,3	
Incidencia en la inflación promedio mensual (p.p.)		1,2	0,5	1,7	0,2	

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

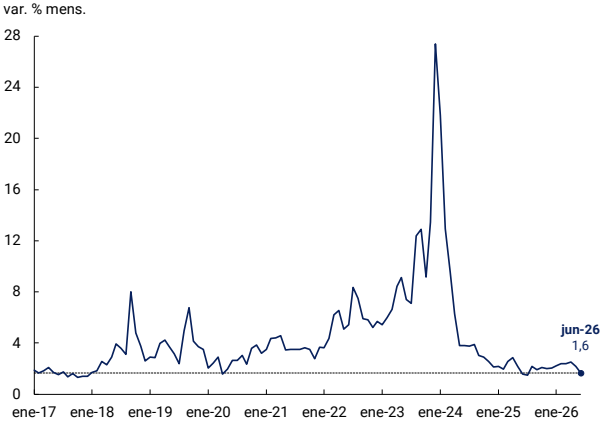
30. La inflación subyacente se redujo significativamente durante el segundo trimestre, volviendo a niveles similares a los de 2017. El sesgo de las políticas fiscal y monetaria, que contuvo la propagación de los shocks inflacionarios durante los primeros meses del año, contribuyó a reducir la inflación subyacente durante el segundo trimestre. En efecto, el IPC-S BCRA moderó su ritmo de suba al 1,6% mensual en junio (0,5 p.p. por debajo del promedio de los últimos 12 meses), un registro similar al verificado a mediados de 2025 y comparable con valores observados durante 2017 (ver Gráficos II.3 y II.4). Esta evolución favorable del IPC-S BCRA indica que la reducción de la inflación no se debe solo a factores transitorios y estacionales en ítems específicos del IPC, sino que responde a un proceso difundido, atribuible a los determinantes profundos del régimen macroeconómico.

Gráfico II.3 | Inflación subyacente y su tendencia



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Gráfico II.4 | Inflación subyacente en perspectiva histórica

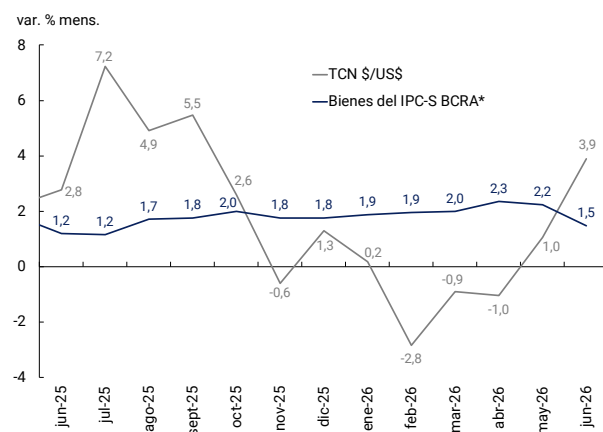


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

31. En junio se verificó una caída de la inflación subyacente en bienes, reflejando nuevamente una baja correlación respecto de las fluctuaciones del tipo de cambio nominal (TCN). Si bien en el segundo trimestre los bienes del IPC-S BCRA promediaron un ritmo de suba mensual similar al del primer trimestre (2%), en junio verificaron una marcada y difundida desaceleración respecto de mayo (1,5%, -1,3 p.p.). En el mes se destacaron, por su ponderación, tanto la moderación de los alimentos envasados y bebidas no alcohólicas (1,5%, -1,3 p.p.) como la caída promedio de los precios de los autos 0 km (-0,9%, -2,0 p.p.). De esta forma, y tal como sucedió en el segundo semestre de 2025 y en el primer trimestre de 2026, durante el segundo trimestre del año la inflación subyacente en bienes siguió mostrando cierta desvinculación respecto de las oscilaciones del TCN. Así como la caída promedio del tipo de cambio en los primeros meses del año no se reflejó rápidamente en una desaceleración de los precios de los bienes subyacentes, el incremento en el ritmo de suba del TCN durante junio (3,9% promedio y 5,2% punta mensual) coincidió con la moderación del agrupado. Esta esperable baja

correlación de corto plazo entre TCN e inflación, propia de los regímenes cambiarios más flexibles, resulta fundamental para aumentar la capacidad de la economía de amortiguar los *shocks* externos (ver Gráfico II.5).

Gráfico II.5 | Bienes del IPC-S BCRA y TCN

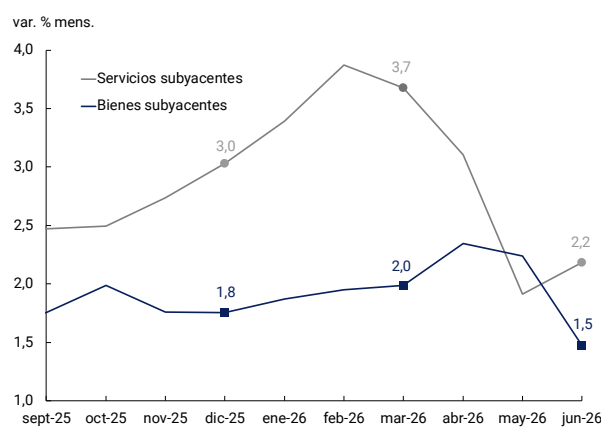


*Bienes de la categoría Núcleo del IPC excluyendo al agrupado Carnes y derivados.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Com. "A" 3500.

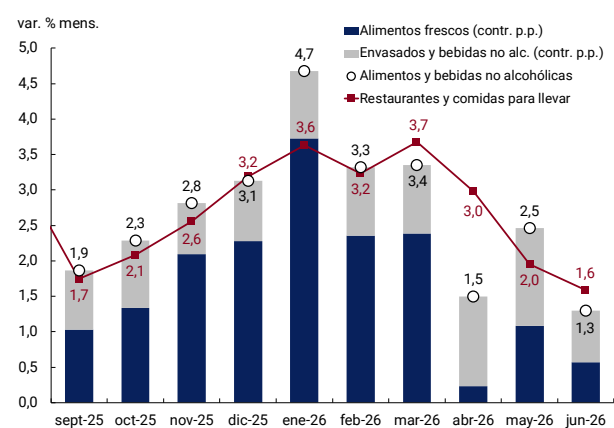
32. Durante el segundo trimestre, la inflación subyacente en servicios descendió respecto del trimestre previo, aproximándose al ritmo de los bienes. Entre abril y junio, los servicios del IPC-S BCRA registraron un incremento promedio mensual de 2,4%, 1,2 p.p. por debajo del promedio de los primeros tres meses del año. De esta forma, acotaron la diferencia en el ritmo de suba respecto de los bienes subyacentes (ver Gráfico II.6). Si bien la desaceleración de los servicios subyacentes fue difundida, se destacó por su ponderación (79%⁵) la moderación del agrupado Restaurantes y comidas fuera del hogar (2,2% promedio mensual, -1,3 p.p. respecto del I-26). Esta evolución respondió en parte a la significativa desaceleración de los alimentos y bebidas, influida por la moderación de las carnes y sus derivados, y de otros productos frescos como las frutas (-3,5% promedio mensual, -4,5 p.p. respecto del I-26), que registraron sucesivas caídas mensuales a lo largo del trimestre (ver Gráfico II.7).

Gráfico II.6 | Bienes y servicios del IPC-S BCRA



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Gráfico II.7 | IPC Restaurantes y Alimentos y bebidas

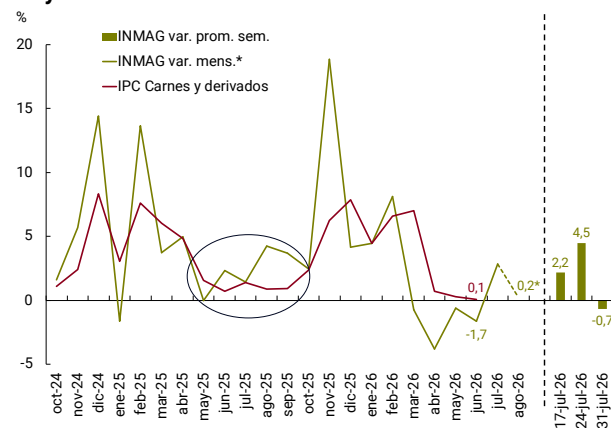


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

5 Ponderación implícita a jun-26 de Restaurantes y comidas fuera del hogar en el IPC INDEC (10,7%) dividida por la ponderación implícita del total de los servicios de la categoría Núcleo excluyendo Alquileres y gastos conexos (13,5%)

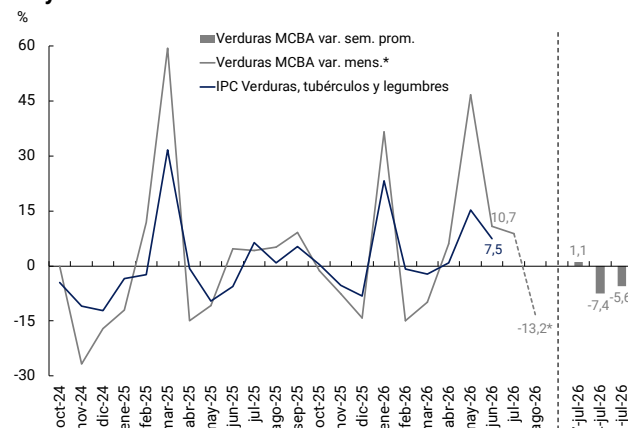
33. Para el tercer trimestre del año se prevé una mejora de la dinámica inflacionaria respecto al trimestre previo, sin presiones alcistas derivadas de los factores transitorios que incidieron en los primeros meses del año. El sesgo de las políticas fiscal y monetaria, junto con la menor inercia inflacionaria y cierta desvinculación de corto plazo entre el tipo de cambio y los precios, permitiría esperar que en el tercer trimestre la inflación subyacente promedio resulte algo inferior a la del segundo trimestre. Adicionalmente, entre julio y septiembre se prevé que continúe la estacionalidad favorable en los precios de las carnes, mientras que a partir de agosto se proyecta una moderación o incluso una caída en el precio minorista promedio de las verduras, luego de las fuertes subas mensuales verificadas en mayo (15,2%) y junio (7,5%). La evolución reciente de los precios mayoristas de la carne vacuna (ganado en pie, aproximado según el Índice Novillo del Mercado Agroganadero –INMAG–) –que se asemeja al comportamiento exhibido el año pasado y se asocia al ciclo ganadero– y de las verduras (Mercado Central de Buenos Aires, MCBA) respalda la expectativa favorable para los alimentos frescos (ver Gráficos II.8 y II.9). Por otra parte, se espera cierta estabilidad en los precios de las naftas, aunque dependerá de la evolución del conflicto en Oriente Medio sobre el que persiste una elevada incertidumbre. Por último, dada la reducción reciente de la inflación mensual, se prevé una desaceleración en ítems total o parcialmente indexados como Alquileres, Medicina prepaga e incluso Transporte público.

Gráfico II.8 | Evolución reciente de los precios mayoristas de la carne vacuna



* Índice de Novillo del Mercado Agroganadero.
Nota: Arrastre mensual para agosto en base a datos al 31/7.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Mercado Agroganadero

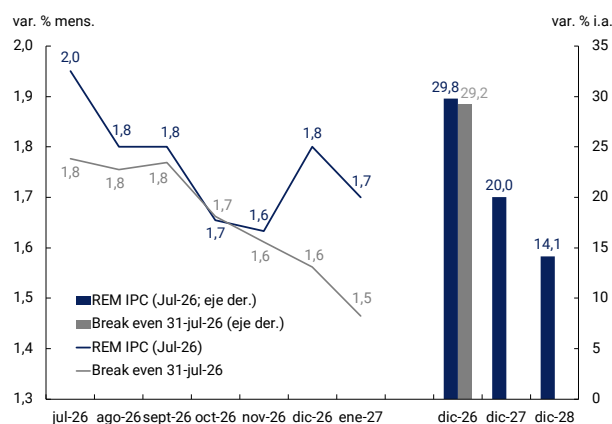
Gráfico II.9 | Evolución reciente de los precios mayoristas de las verduras



* Promedio ponderado de precios mayoristas de hortalizas del Mercado Central de Buenos Aires (MCBA).
Nota: Arrastre mensual para agosto en base a datos al 31/7.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y MCBA.

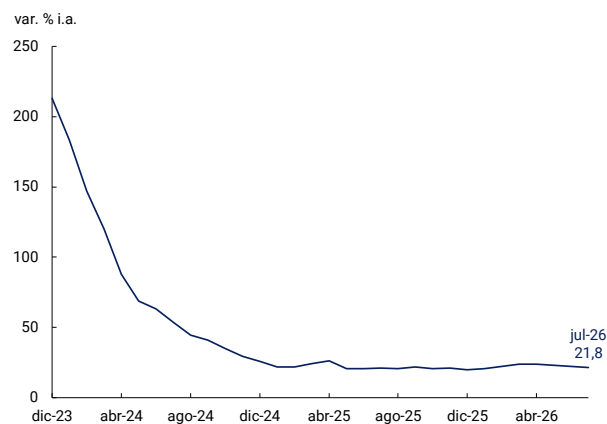
34. Las expectativas del mercado anticipan que el proceso de desinflación en curso continuará durante el resto del año. Según la encuesta de fines de julio de 2026, los analistas económicos que participan del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) esperan que la inflación continúe bajando en los próximos meses, se sostenga por debajo del 2% mensual y finalice 2026 en 29,8% interanual, 1,8 p.p. por debajo de la registrada en diciembre de 2025. La expectativa sugiere que el proceso de desinflación se profundizará en 2027 (20% i.a.) y 2028 (14,1% i.a.), lo que muestra confianza en la política económica. En el mismo sentido, el sendero de inflación mensual implícito en la cotización de los bonos del Tesoro (inflación *break even*) al 31 de julio de 2026 se encuentra en línea con las expectativas mensuales del REM hasta noviembre, e incluso es más optimista para diciembre y enero de 2027 (ver Gráficos II.10 y II.11).

Gráfico II.10 | Expectativas de inflación



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y REM-BCRA (jul-26).

**Gráfico II.11 | Expectativas de inflación
Próximos 12 meses**



Fuente: BCRA en base a datos de REM-BCRA.

35. En el plano institucional, la reforma de la Carta Orgánica fortalecerá la autonomía del BCRA y establecerá como único objetivo la preservación del valor de la moneda. El nuevo marco institucional ampliará la independencia de la autoridad monetaria para conducir la política monetaria y eliminará los mecanismos de asistencia financiera al Tesoro. Este fortalecimiento institucional contribuirá a aumentar la credibilidad de la política monetaria, consolidar el descenso de las expectativas de inflación y propiciar la convergencia de los niveles de inflación doméstica a los internacionales.

III. Política Monetaria

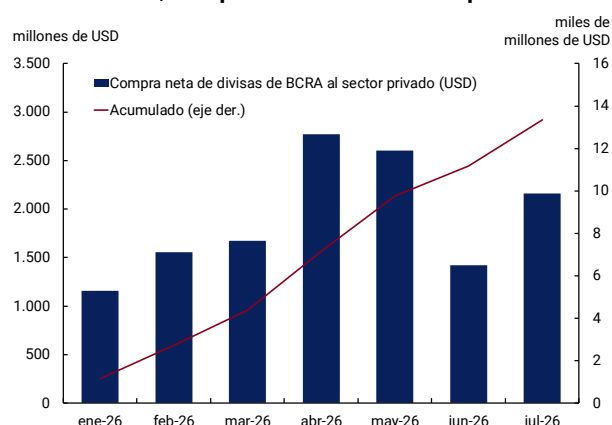
36. El BCRA mantuvo sin cambios la orientación de la política monetaria durante el segundo trimestre del año mientras que la economía retomaba la senda de desinflación, las expectativas de inflación continuaban ancladas y las condiciones financieras permanecían estables. La prudencia de la política monetaria, instrumentada mediante el control de la cantidad de dinero, permitió absorber el shock generado por el conflicto en Medio Oriente sin cambios en su sesgo. Estos resultados contribuyeron a consolidar la estabilidad macroeconómica y a fortalecer la credibilidad del régimen monetario.

37. En lo que va del año, el BCRA amplió su margen de acción de política monetaria fortaleciendo su posición externa. Desde el shock previo a las elecciones legislativas de octubre de 2025, y aun en los momentos en los que la economía internacional reflejaba el período de mayor intensidad del conflicto en Medio Oriente, el BCRA acompañó la reversión de la dolarización de portafolios del sector privado comprando reservas, reduciendo su posición vendida en futuros y contrayendo sus pasivos en moneda extranjera. De esta manera, tras la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y a partir del nuevo equilibrio monetario derivado del plan de estabilización en curso, el BCRA contribuye a la transición desde un régimen de alta inflación hacia otro de baja inflación, acotando el impacto que shocks económicos, financieros o políticos puedan tener sobre la economía.

III.1 El BCRA continuó con el proceso de fortalecimiento de su posición externa.

38. La autoridad monetaria mantuvo una posición compradora en el mercado de cambios y superó el nivel de referencia de USD 10.000 millones para 2026⁶. Desde el comienzo del año y hasta el 31 de julio, el BCRA adquirió USD 13.337 millones en el mercado de cambios, superando lo previsto para todo el año. En junio, la autoridad monetaria moderó el ritmo de compras diarias, en un contexto en el que el peso se depreció (ver Gráfico I.1.2), en línea con el fortalecimiento del dólar a nivel global. La moderación en la compra de divisas se revirtió parcialmente durante julio (ver Gráficos III.1.1 y III.1.2).

Gráfico III.1.1 | Compra de divisas al sector privado



Fuente: BCRA.

Gráfico III.1.2 | Compra de divisas al sector privado y TCN



Fuente: BCRA.

39. El régimen cambiario vigente permitió a la economía argentina transitar un período de crisis internacional sin disrupciones en el mercado financiero doméstico. El régimen de flotación entre bandas ha demostrado su virtud como amortiguador de shocks, tanto domésticos como externos, al facilitar el ajuste de

⁶ "Profundización del esquema de agregados monetarios: fase de re-monetización 2026", 15 de diciembre de 2025.

los precios relativos y reducir la necesidad de correcciones abruptas en otros instrumentos de política económica. En este contexto, el tipo de cambio real multilateral se mantuvo relativamente estable durante los últimos meses, pese al shock externo asociado al conflicto en Medio Oriente. Paralelamente, la mejora de los fundamentos macroeconómicos se reflejó en la evolución del riesgo país, que alcanzó el nivel más bajo desde principios de 2018, y en la mejora de la calificación crediticia por parte de S&P, Fitch y Moody's (ver Gráficos III.1.3 y III.1.4 y Párrafo 24 del Capítulo I. Desarrollos macroeconómicos recientes).

Gráfico III.1.3 | TCN spot y bandas cambiarias

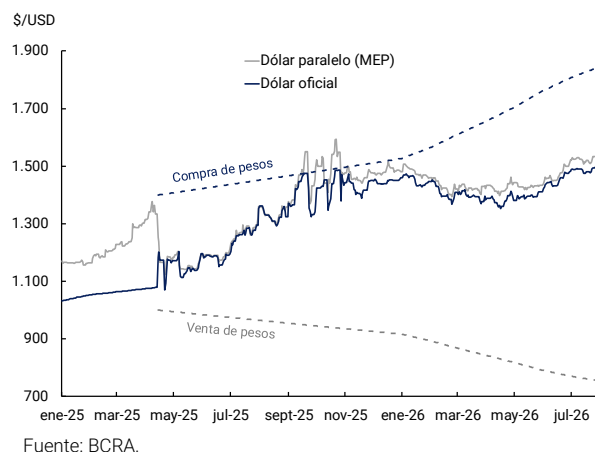
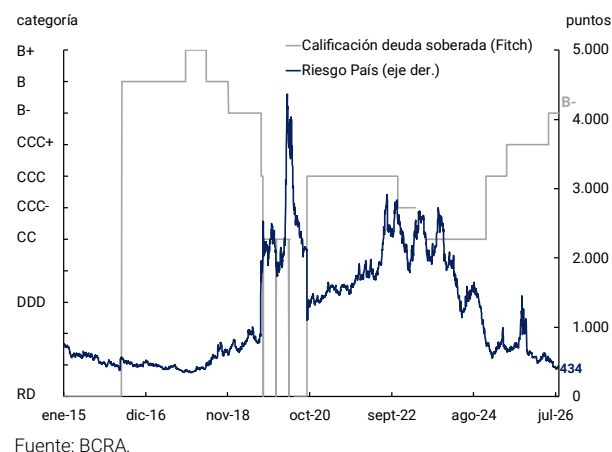
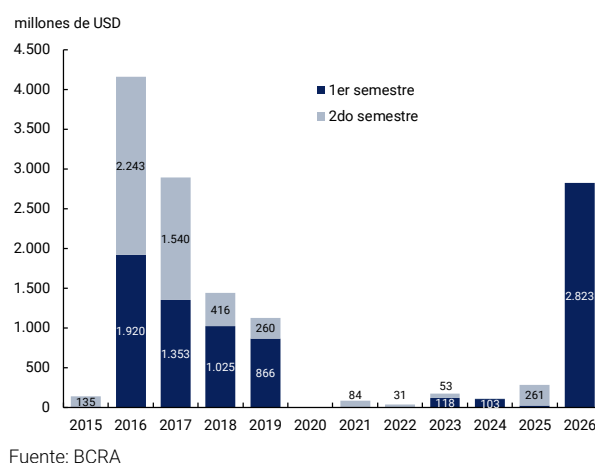


Gráfico III.1.4 | Calificación de deuda soberana y riesgo país



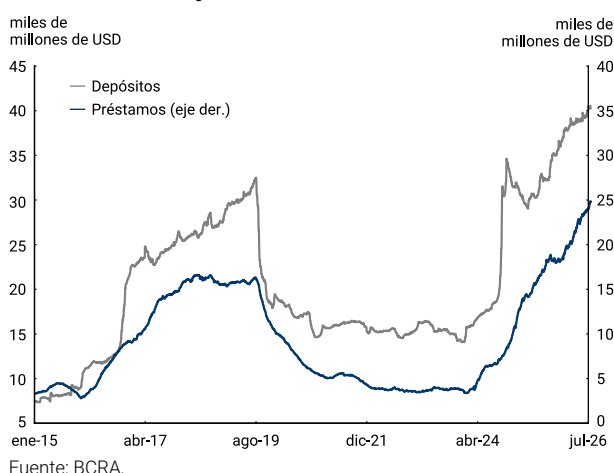
40. La compra de divisas por parte del BCRA ocurrió en un contexto de mayor libertad cambiaria para las empresas. En 2026 se realizaron importantes avances en la normalización del pago de importaciones y deuda externa. La amortización de los BOPREAL se desarrolló de acuerdo con el cronograma previsto, lo que permitió reducir en torno al 50% la deuda comercial acumulada por importadores antes de diciembre de 2023. La flexibilización de las restricciones cambiarias implementada por el BCRA permitió a las empresas, luego de seis años, comenzar a girar dividendos por aproximadamente USD 2.800 millones en el primer semestre del año (ver Gráfico III.1.5). Asimismo, en el acumulado a julio dicha cifra ascendió a USD 3.300 millones.

Gráfico III.1.5 | Transferencia externa de dividendos del sector privado
Valores constantes a junio 2026



41. La menor demanda de dólares para atesoramiento fuera del sistema continuó alimentando la intermediación financiera. El aumento de confianza tras el resultado de la elección de 2025 llevó a que los depositantes ahorren dentro del sistema financiero local (*onshore*) un 75% de los dólares comprados en el mercado de cambios para atesoramiento (USD 1.100 millones por mes). Esto contribuyó a sostener la intermediación en moneda extranjera a través del crédito bancario y, en paralelo, el financiamiento a través del mercado de capitales presentó un fuerte crecimiento (ver Gráficos III.1.6 y Recuadro 3. Ahorro doméstico, crédito bancario e inversión privada).

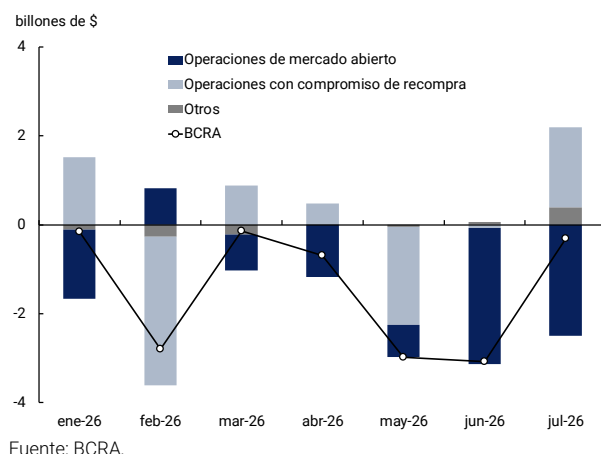
Gráfico III.1.6 | Depósitos y préstamos sector privado en moneda extranjera



III.2 La prudencia de la política monetaria permitió retomar la senda de desinflación.

42. El BCRA continuó administrando activamente la liquidez excedente para compatibilizar la dinámica del mercado cambiario con las necesidades de liquidez de la economía y los objetivos del programa monetario. Reconociendo que la compra de dólares puede generar una expansión monetaria superior a la demanda de dinero compatible con el equilibrio monetario, y monitoreando la evolución de los precios en los mercados monetario y cambiario (tasas de interés y tipo de cambio), el BCRA esterilizó la liquidez excedente. Para ello, utilizó operaciones de mercado abierto y operaciones con compromiso de recompra de títulos (repos) con entidades financieras. En este contexto, la autoridad monetaria redujo gradualmente su participación en el mercado de futuros, al tiempo que aumentó la oferta de bonos *dollar-linked* en el mercado secundario (ver Gráfico III.2.1).

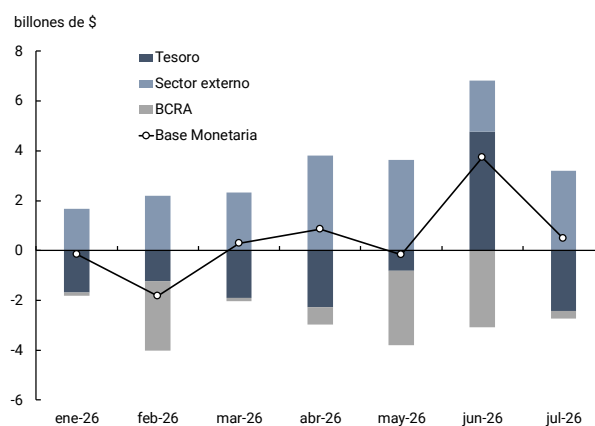
Gráfico III.2.1 | Instrumentos de administración de liquidez del BCRA
Efecto monetario acumulado por mes



43. La fuerte demanda privada de títulos públicos, principalmente por parte de las entidades financieras, permitió absorber una parte significativa de la expansión de liquidez asociada al programa de compra de reservas durante lo que va del año, con excepción de junio. Hacia mediados de año, se registró un mayor dinamismo de los agregados monetarios transaccionales y una menor preferencia por instrumentos menos líquidos como los depósitos a plazo fijo. Este comportamiento estuvo parcialmente influido por factores estacionales vinculados al pago del aguinaldo y al período vacacional. Desde la perspectiva de los factores de creación de la Base Monetaria, ello se tradujo en una menor absorción de liquidez a través de las colocaciones primarias del Tesoro, que en junio incluso registraron una expansión neta para acompañar la mayor demanda de saldos líquidos. No obstante, continuó observándose una demanda significativa de títulos públicos, canalizada en parte mediante el marcado crecimiento de los fondos comunes de inversión de renta fija. Todo ello ocurrió en un contexto de estabilidad de tasas, ausencia de tensiones cambiarias y desaceleración de la inflación mensual (ver Gráfico III.2.2).

Gráfico III.2.2 | Factores de variación de la Base Monetaria

Variación de saldos a fin de mes



Fuente: BCRA.

44. Al fortalecimiento de la posición externa a partir de la compra de divisas se sumó la estrategia del BCRA de reducir la proporción de activos ilíquidos en su balance. Luego de dar a conocer en mayo los resultados contables correspondientes al ejercicio 2025, el Directorio del BCRA constituyó reservas por \$ 11,4 billones y puso a disposición del Tesoro Nacional \$ 24,4 billones en concepto de dividendos. De ese total, \$ 6 billones permanecieron depositados en una cuenta del Tesoro en el BCRA, mientras que los \$ 18,4 billones restantes fueron utilizados, junto con un desembolso del FMI por USD 1.043 millones, para recomprar Letras Intransferibles (LI) en cartera del BCRA por un total de USD 22.284 millones (ver Gráfico III.2.3 y Recuadro 4. Balance del BCRA: mejoras cuantitativas y cualitativas). Como resultado, la participación de las LI en el activo del BCRA se redujo en 5,8 p.p., acumulando una caída de 6,7 p.p. respecto de junio de 2025 (ver Gráfico III.2.4).

Gráfico III.2.3 | Depósitos en pesos del Tesoro en el BCRA

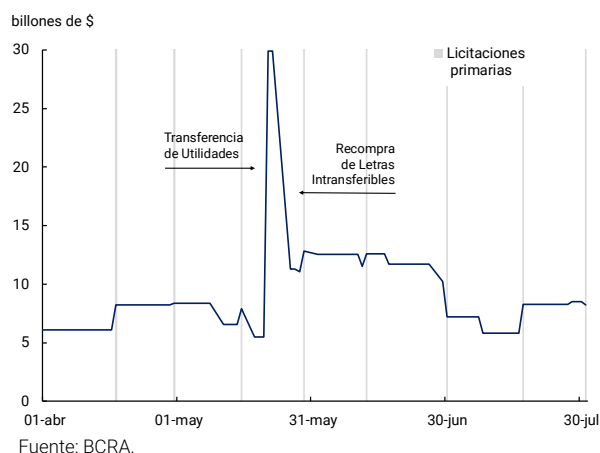
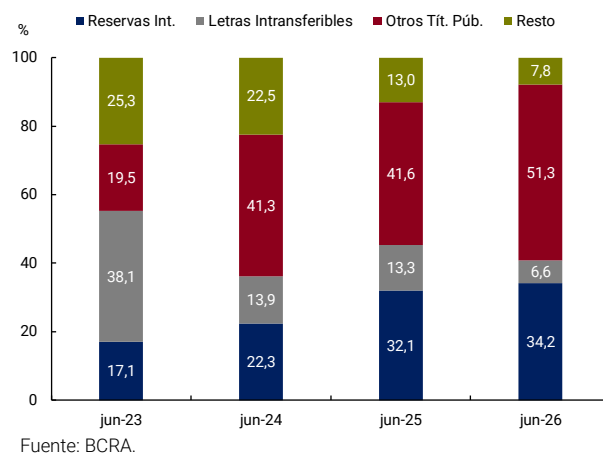
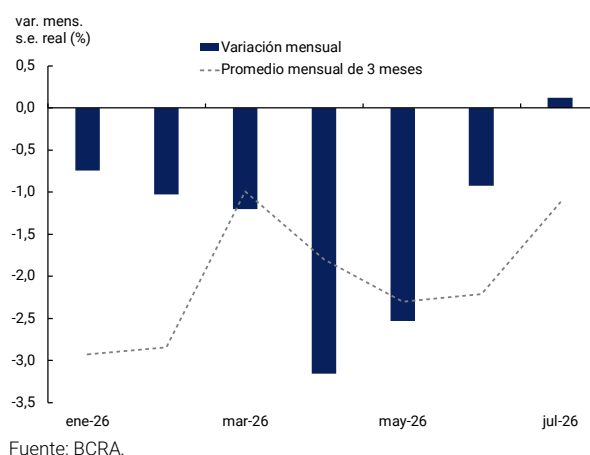


Gráfico III.2.4 | Activos del BCRA

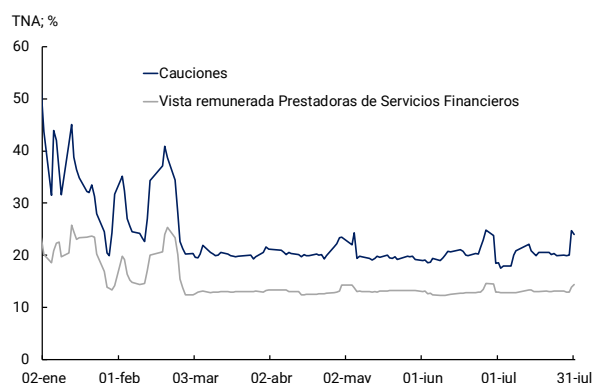


45. En este contexto, la Base Monetaria, en términos reales y ajustada por estacionalidad, registró entre mayo y julio una contracción promedio mensual de 1,1%, acumulando en el año una caída de 9,1% (ver Gráfico III.2.5). Luego de mantenerse relativamente estable en términos nominales hasta mayo, el promedio mensual de la Base Monetaria se incrementó en junio y julio, en línea con la mayor demanda estacional de liquidez característica de ese período.

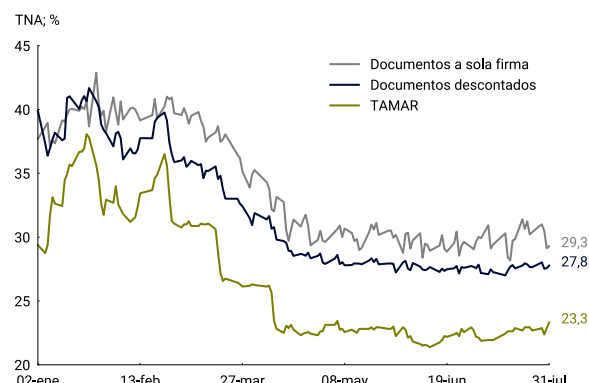
Gráfico III.2.5 | Evolución de la Base monetaria



46. La consolidación del equilibrio monetario y la prudencia de las decisiones de política se reflejaron en tasas de interés relativamente estables. En lo que respecta a las tasas de interés de corto plazo, la de cauciones a 1 día se mantuvo en torno al 20% n.a., promediando en julio 20,4% n.a. Por su parte, la TAMAR de bancos privados se redujo 0,2 p.p. entre mayo y julio, alcanzando ese mes un promedio mensual de 22,6%. Siguiendo el comportamiento de las tasas de interés pasivas, la tasa cobrada por el descuento de documentos y la correspondiente a los documentos a sola firma registraron una caída de similar magnitud, ubicándose en promedio en el séptimo mes del año en 27,6% y 29,9%, respectivamente. Así, el perfeccionamiento del régimen de control de agregados y la superación de las dificultades operativas inherentes a mercados poco desarrollados llevaron a que se redujera la volatilidad de las tasas de interés, preservándose su determinación endógena, como se observó a fines de junio y principios de julio con el aumento estacional de la demanda de dinero (ver Gráficos III.2.6 y III.2.7).

Gráfico III.2.6 | Tasas de interés de corto plazo

Fuente: BCRA.

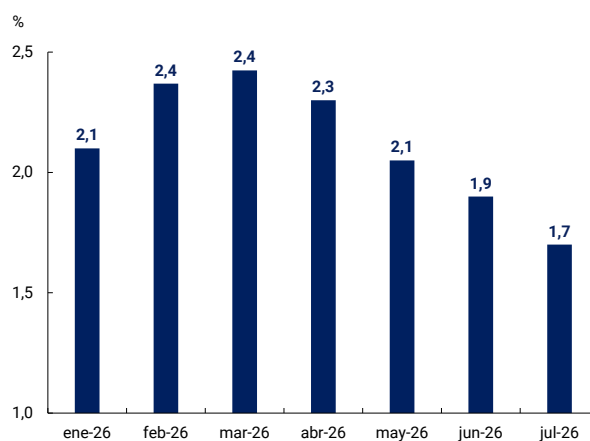
Gráfico III.2.7 | Tasas de interés activas y pasivas

Fuente: BCRA.

47. La mayor estabilidad de las tasas de interés, junto con la consolidación del proceso de desinflación y el fortalecimiento del anclaje de las expectativas inflacionarias, contribuyó a una recuperación de la demanda de dinero más allá de lo estacionalmente esperable. Luego de un período de relativa estabilidad, los agregados monetarios transaccionales comenzaron a mostrar un mayor dinamismo a partir de mayo, cuando se consolidó la tendencia descendente de las expectativas de inflación mensual según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM; ver Gráfico III.2.8). A precios constantes y ajustados por estacionalidad, presentaron un crecimiento promedio mensual de 1,7% en el período mayo–julio.

Gráfico III.2.8 | Evolución de las expectativas de inflación

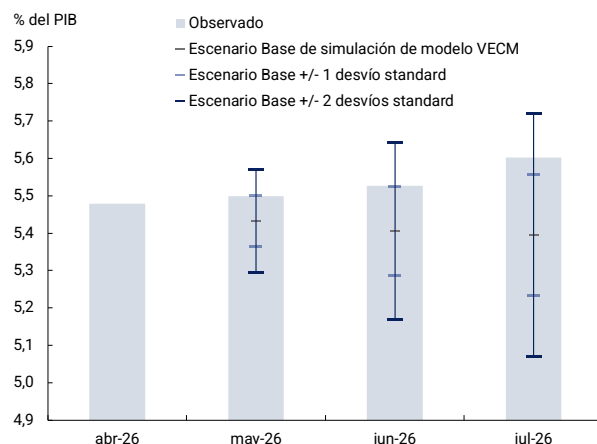
Inflación Núcleo proyectada por los analistas del REM para el mes siguiente



Fuente: REM-BCRA.

48. Así, la demanda de dinero transaccional de julio se ubicó en línea con los escenarios que surgen de los modelos presentados en el IPOM de marzo. A partir de mayo, los medios de pago tradicionales, medidos a través del M2 privado transaccional, interrumpieron su tendencia decreciente y experimentaron un incremento alineado con los pronósticos que surgen de los modelos presentados en el IPOM previo (ver Gráfico III.2.9). Entre marzo y julio, dicha variable aumentó 0,1 p.p. su participación respecto al PIB.

Gráfico III.2.9 | M2 privado transaccional
Sin estacionalidad

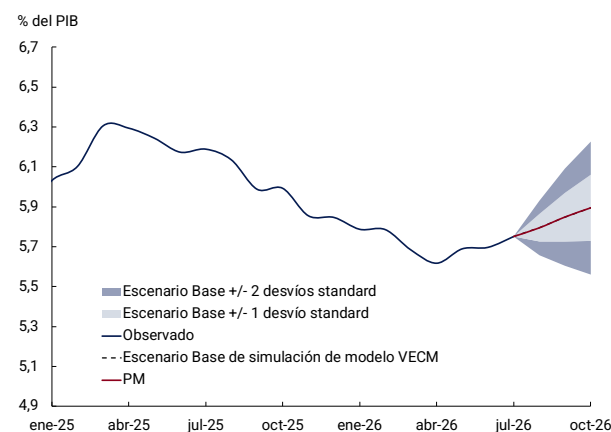


Nota: En porcentaje del PIB trimestral sin estacionalidad. Factores de estacionalidad del M2 privado transaccional y PIB del ejercicio de programación de abril.
Fuente: BCRA.

III.3 Perspectivas

49. El BCRA anticipa que la demanda de dinero aumentará a medida que avance el ciclo de expansión del crédito y se afiance la recuperación de la actividad económica. El sesgo de las políticas fiscal y monetaria, junto con la menor inercia inflacionaria y cierta desvinculación de corto plazo entre el tipo de cambio y los precios, permiten esperar que el proceso de desinflación se consolide, más allá de su volatilidad mensual. Para lo que resta del año se espera que el M2 transaccional continúe mostrando un ligero crecimiento en términos del PIB (0,1 p.p. del PIB hasta octubre; ver Gráfico III.3.1). Esta evolución implica una expansión en términos nominales, con una demanda estacional concentrada mayormente en diciembre.

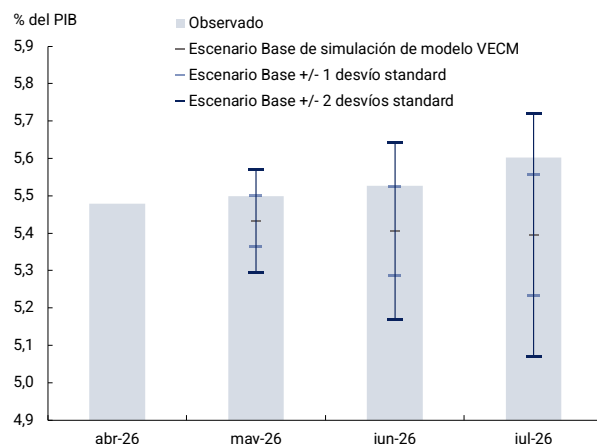
Gráfico III.3.1 | M2 privado transaccional
Sin estacionalidad



Nota: En porcentaje del PIB trimestral sin estacionalidad.
Fuente: BCRA.

50. Se espera que el financiamiento bancario en pesos se acople gradualmente al dinamismo observado en el crédito en moneda extranjera, destinado principalmente a empresas. En moneda local, mientras que la cartera de personas humanas atraviesa un proceso de normalización tras el aumento de la mora registrado luego de la fuerte expansión del crédito, el financiamiento a empresas continúa mostrando indicadores de calidad favorables y margen para crecer. Hacia adelante, se espera que el ciclo crediticio evolucione hacia

Gráfico III.2.9 | M2 privado transaccional
Sin estacionalidad

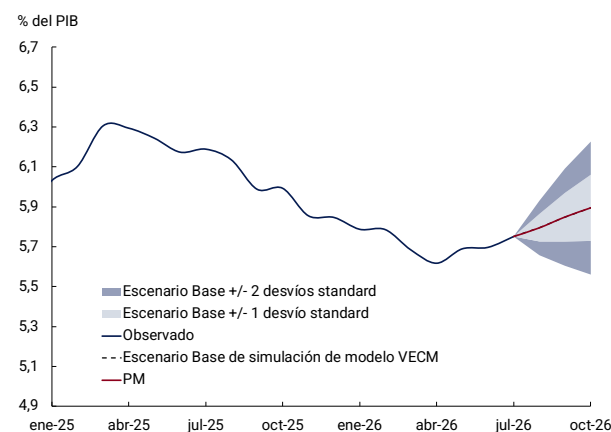


Nota: En porcentaje del PIB trimestral sin estacionalidad. Factores de estacionalidad del M2 privado transaccional y PIB del ejercicio de programación de abril.
Fuente: BCRA.

III.3 Perspectivas

49. El BCRA anticipa que la demanda de dinero aumentará a medida que avance el ciclo de expansión del crédito y se afiance la recuperación de la actividad económica. El sesgo de las políticas fiscal y monetaria, junto con la menor inercia inflacionaria y cierta desvinculación de corto plazo entre el tipo de cambio y los precios, permiten esperar que el proceso de desinflación se consolide, más allá de su volatilidad mensual. Para lo que resta del año se espera que el M2 transaccional continúe mostrando un ligero crecimiento en términos del PIB (0,1 p.p. del PIB hasta octubre; ver Gráfico III.3.1). Esta evolución implica una expansión en términos nominales, con una demanda estacional concentrada mayormente en diciembre.

Gráfico III.3.1 | M2 privado transaccional
Sin estacionalidad

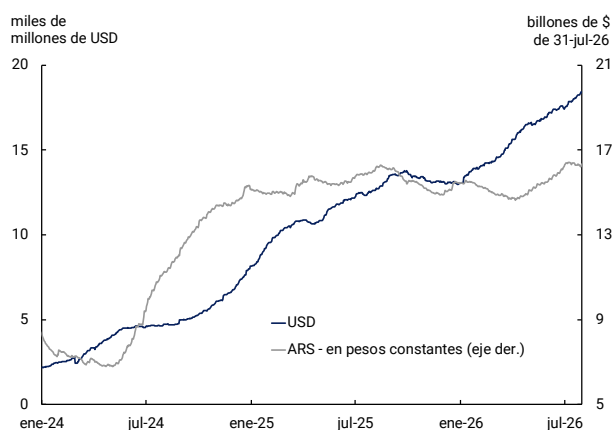


Nota: En porcentaje del PIB trimestral sin estacionalidad.
Fuente: BCRA.

50. Se espera que el financiamiento bancario en pesos se acople gradualmente al dinamismo observado en el crédito en moneda extranjera, destinado principalmente a empresas. En moneda local, mientras que la cartera de personas humanas atraviesa un proceso de normalización tras el aumento de la mora registrado luego de la fuerte expansión del crédito, el financiamiento a empresas continúa mostrando indicadores de calidad favorables y margen para crecer. Hacia adelante, se espera que el ciclo crediticio evolucione hacia

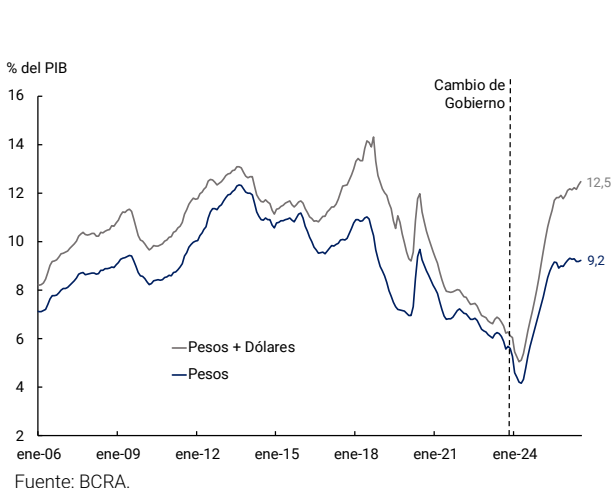
un esquema más selectivo y sostenible, consistente con un entorno de menor inflación y una mayor relevancia del historial crediticio en las decisiones de otorgamiento y precio del crédito. En conjunto, el crédito en pesos y en dólares se ubicó en julio en 12,5% del PIB, incrementándose 0,6 p.p. respecto de diciembre de 2025, impulsado por el crédito en dólares (ver Gráficos III.3.2 y III.3.3).

Gráfico III.3.2 | Financiamiento bancario a empresas en dólares y pesos



Fuente: BCRA.

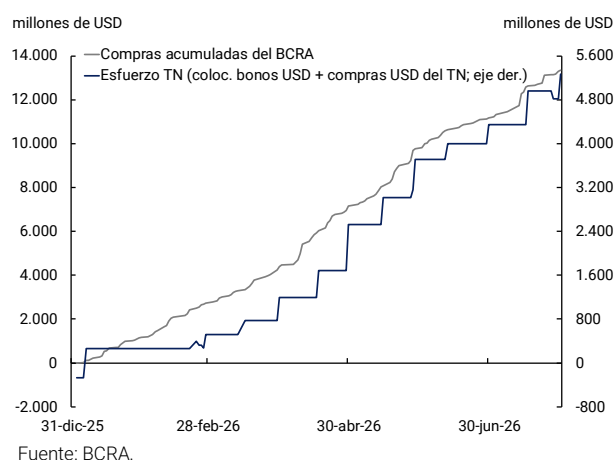
Gráfico III.3.3 | Préstamos al sector privado



Fuente: BCRA.

51. De cara al futuro, el BCRA continuará fortaleciendo su margen de acción de política para morigerar el impacto de eventuales períodos de tensión. Durante los primeros siete meses de este año, al aumento de reservas líquidas y la disminución de activos irrealizables de su balance (LI) se sumó la recuperación de otras herramientas de política (futuros y swaps).⁷ En conjunto, hasta el cierre de esta edición del IPOM, estas herramientas suponen una mejora en las condiciones de liquidez en moneda extranjera por encima de USD 20.000 millones en lo que va del año. Se estima que la acumulación de reservas continuará alineándose al ritmo de compras de dólares que lleva adelante el BCRA, favorecida por la estrategia financiera del Tesoro de atender sus obligaciones en moneda extranjera con nuevo financiamiento en la misma moneda, moderando así la demanda de dólares al BCRA con pesos provenientes del superávit fiscal (ver Gráfico III.3.4).

Gráfico III.3.4 | Compra acumulada de USD del BCRA y esfuerzo del Tesoro Nacional



Fuente: BCRA.

⁷ A principios de agosto, el Banco de la República Popular de China (PBoC) y el BCRA firmaron la renovación de su acuerdo bilateral de swap de monedas por un monto de RMB 130 mil millones. Además, el plazo de vencimiento del nuevo acuerdo se extendió a de 3 a 5 años.

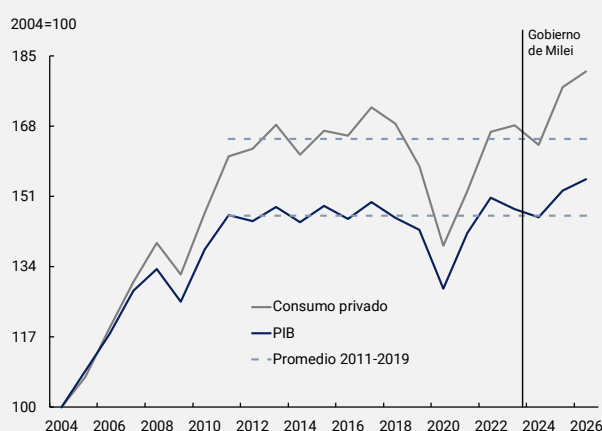
52. En caso de ser aprobado, el Proyecto de Ley de Reforma de la Carta Orgánica del Banco Central contribuiría a dotar de mayor previsibilidad a la política monetaria, al eliminar potenciales fuentes de expansión monetaria asociadas al financiamiento al Tesoro Nacional. El Proyecto de Ley de Reforma de la Carta Orgánica enviado al Congreso el 30 de julio de 2026 prohíbe la financiación al Tesoro Nacional instrumentada a través de Adelantos Transitorios, así como restringe la distribución de utilidades bajo ciertas condiciones. De esta manera, se reforzaría el control de los agregados monetarios al impedir potenciales expansiones monetarias no respaldadas por una mayor demanda de dinero. Adicionalmente, se propone como medida transitoria llevar adelante la cancelación de los saldos de Adelantos Transitorios y Letras Intransferibles con los resultados contables no distribuibles. Esto terminaría de limpiar el activo del BCRA de activos sin valor realizable, fortaleciendo su capacidad de preservar el valor de la moneda.

Recuadro 1. Diagnóstico macro y micro: Perspectivas complementarias

Entre fines de 2023 y el primer trimestre de 2026, la economía argentina creció alrededor de 6,5%. El nivel récord alcanzado por el PIB argentino puso fin a una sucesión de ciclos muy cortos de *stop-and-go*, marcados por continuos desequilibrios macroeconómicos que dieron como resultado un estancamiento económico que se extendió por 13 años (ver Gráfico 1).

El crecimiento económico en curso resulta extraordinario porque la economía atravesó un esfuerzo de ajuste y cambio macroeconómico de naturaleza excepcional, con un significativo nivel de incertidumbre electoral y, recientemente, ante un contexto internacional adverso. En 2024, la economía digirió un ajuste fiscal del 5% del PIB, en 2025 superó una caída de la demanda de dinero y activos financieros domésticos equivalente a más de 50% del M2 y en 2026 absorbió el impacto de la inflación internacional impulsada por la incertidumbre geopolítica.

Gráfico 1 | PIB



Nota: Datos al primer trimestre de 2026.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

A pesar de este destacable desempeño, algunos análisis económicos postulan la existencia de un contraste entre esta evolución positiva de la *macroeconomía* y una evolución presuntamente negativa a nivel de la *microeconomía*. La dicotomía entre la macro y la micro resulta, en principio, artificial. Los agregados macroeconómicos representan siempre el promedio del comportamiento que se observa a nivel de la estructura microeconómica de la economía: las firmas y familias que operan en mercados y sectores productivos heterogéneos, pero cuya

conducta promedio es la que se refleja en los indicadores recopilados a nivel agregado.

Es cierto que en períodos de transformación estructural se acentúan las heterogeneidades. Las actividades sectoriales enfrentan distintas dinámicas de precios relativos, cambios regulatorios e impositivos y en otras variables propias de sus mercados que pueden incidir en su velocidad de crecimiento en relación con otros sectores. Pero el comportamiento de las variables a nivel macroeconómico siempre resulta de la agregación de los resultados a nivel sectorial. Una dicotomía solo puede surgir de un análisis sesgado, en el que se asocia la microeconomía a un subconjunto de sectores que evolucionan por debajo de la media y se excluye a los que evolucionan por encima.

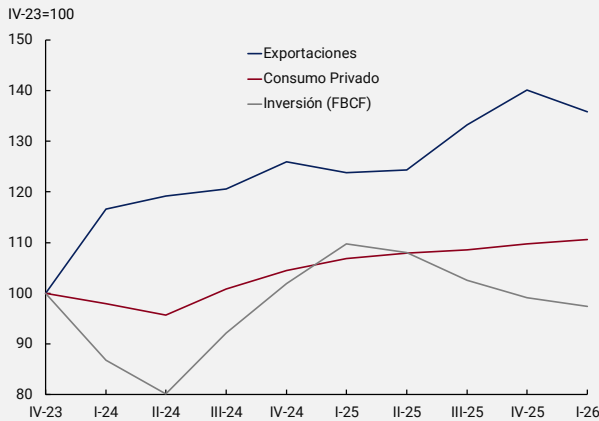
La complementariedad del análisis macro y micro permite nutrir un diagnóstico económico integral, evitando conclusiones sesgadas y falsas dicotomías. El recuadro explora tres dimensiones del diagnóstico en las cuales se observa esa complementariedad: (1) la incidencia en el ciclo de la composición de la demanda agregada (a nivel macro) y de la oferta sectorial (a nivel micro); (2) la dinámica general de precios (a nivel macro) y de los precios relativos (a nivel micro); y (3) las decisiones, del Estado (a nivel macro) y del sector privado (a nivel micro), que inciden en el equilibrio económico.

1. La evolución del ciclo económico: la macro (composición de la demanda) y la micro (la dispersión de la oferta)

Perspectiva macro: composición de la demanda agregada. El ciclo se destaca por la rotación de las fuentes de demanda que impulsan el crecimiento, lo que deriva en una composición que contribuye a sostener el equilibrio externo. La demanda de exportaciones continúa liderando la expansión de la actividad, mientras que el consumo privado sigue acompañándola. En contraste, la inversión, luego de recuperarse aceleradamente en 2024, retrocedió en 2025 y principios de 2026, reflejando con rezagos el impacto de la incertidumbre electoral sobre las

condiciones monetarias (ver Gráfico 2). La composición de la demanda, liderada por las exportaciones, también contribuyó a fortalecer la resiliencia de la expansión económica en curso, ya que no se observó una caída del PIB real en ningún trimestre desde el II-24, a pesar del impacto monetario adverso derivado de la incertidumbre electoral en 2025. Los análisis que sostienen que el consumo privado cayó y se mantiene en niveles bajos se basan (a diferencia de las Cuentas Nacionales de INDEC) en indicadores parciales que no contemplan la totalidad de los bienes y servicios demandados por los hogares.

Gráfico 2 | Principales componentes de la demanda agregada



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

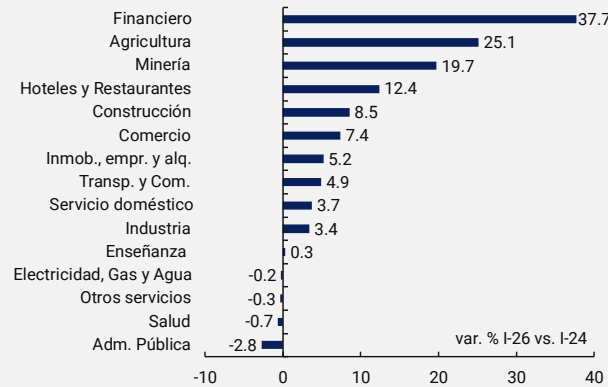
Hacia adelante, se espera que las exportaciones sigan aumentando por los estímulos impositivos que incentivan a sectores como el agro y por el incremento de capacidad de producción en sectores como la energía y la minería. El consumo se verá impulsado por la reducción de la inflación, sustentada en el equilibrio fiscal y monetario. Por otra parte, el potencial de recuperación de la inversión en la segunda mitad del año luce significativo, considerando la futura aplicación del importante flujo de financiamiento del mercado de capitales y del sistema bancario, obtenido en trimestres recientes (particularmente en dólares). El otorgamiento de concesiones viales y la aprobación de reformas legislativas —incluyendo nuevos marcos de incentivos para promover la inversión y el empleo— también aportan a la perspectiva de recuperación de la inversión.

Perspectiva micro: dispersión de la oferta sectorial.

Los análisis que sostienen que la microeconomía se encuentra en una situación adversa, pese a la evolución favorable de la macroeconomía, resaltan la heterogeneidad sectorial del crecimiento, destacando especialmente la caída de ciertas actividades económicas. Sin embargo, no tienen en cuenta que es normal que los procesos de crecimiento económico se produzcan a distintas velocidades y sean liderados por algunos sectores que luego traccionan al resto de la economía. Esta dispersión es mayor luego de cambios estructurales, como los actuales, que plantean oportunidades para ciertas actividades y desafíos para otras.

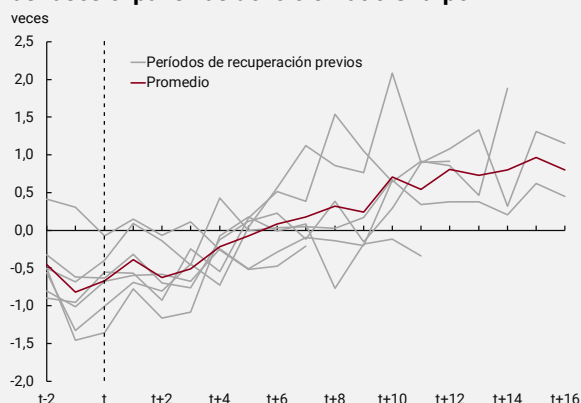
Es importante destacar que, desde el primer trimestre de 2024 solo se verificaron caídas significativas en servicios vinculados al sector público (Salud y Administración pública; ver Gráfico 3). En base a experiencias previas de Argentina, es esperable que, a medida que avance el ciclo, la difusión del crecimiento se amplíe y, por lo tanto, se reduzca la dispersión sectorial (ver Gráfico 4). La diferencia con el ciclo actual es que la consistencia de la política económica lo vuelve sostenible, al estar liderado por sectores exportadores.

Gráfico 3 | Variación porcentual de los sectores del PIB Desde I-24 a I-26



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Gráfico 4 | Difusión del crecimiento sectorial durante las fases expansivas del ciclo: ratio Sharpe



Nota: El ratio Sharpe se calcula como el cociente, en cada mes, entre la variación interanual del EMAE Nivel General y el desvío de las tasas de variación interanuales de los sectores que lo componen.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

2. La dinámica de precios: la macro (baja de la inflación) y la micro (cambio de precios relativos)

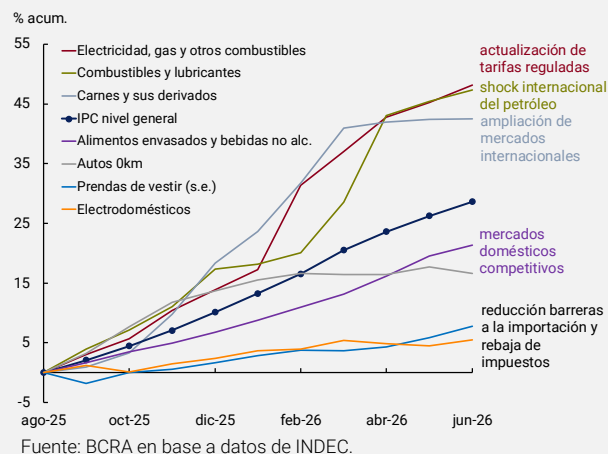
Perspectiva macro: nivel general de precios. El control prudente de la cantidad de dinero implicó una significativa reducción de la tasa de inflación desde principios de 2024 (macro), que fue interrumpida solo transitoriamente en los últimos meses de 2025 debido a distintos *shocks* recientes, derivados principalmente de cambios en los precios relativos (micro). No obstante, al mantenerse el sesgo contractivo de las políticas monetaria y fiscal, el proceso de desinflación continuó y las expectativas inflacionarias se mantuvieron ancladas. Esta mayor credibilidad en la política monetaria implicó que los analistas económicos que participan del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA consideraran que los shocks de precios recientes fueron transitorios y que el proceso de desinflación continuará en 2027 y 2028 (ver Capítulo 2. Precios).

Perspectiva micro: *shocks* sobre los precios relativos.

En los últimos meses de 2025 y comienzos de 2026 se sucedieron diversos shocks sobre los precios de algunos bienes y servicios, derivando en una aceleración transitoria del IPC (ver Gráfico 5). Sin embargo, esos shocks (micro) no afectaron en forma persistente a la tasa de inflación (macro), ya que en abril y mayo las tasas mensuales retornaron a los niveles previos. Las subas puntuales de algunos ítems, como las tarifas de servicios públicos o las carnes son acompañados por bajas de precios relativos de otros ítems, como

indumentaria, electrodomésticos o autos. El equilibrio macroeconómico anticipa que los movimientos observados individualmente expresen los cambios en la demanda y la oferta específicos de cada mercado.

Gráfico 5 | Inflación y evolución de precios relativos



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

3. El impacto de las decisiones económicas: la macro (el Estado) y la micro (el sector privado)

La economía se encuentra en una transición desde un régimen de alta inflación hacia uno de baja inflación. La velocidad de avance del proceso no depende solamente de las medidas de política económica impulsadas por el Gobierno Nacional (a nivel macro), sino de la interacción de las mismas con las decisiones del sector privado (a nivel micro).

Perspectiva macro: la política económica del gobierno:

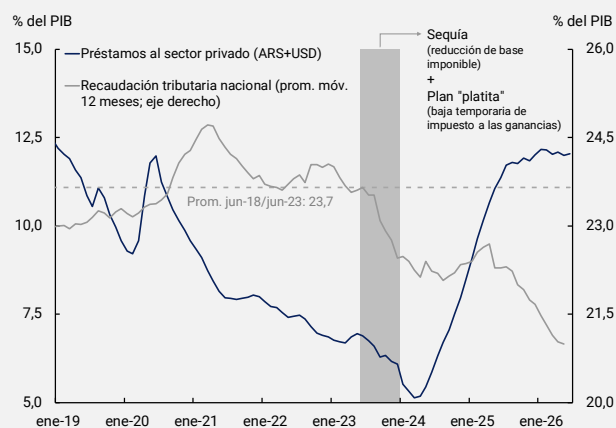
Al recuperar el equilibrio macroeconómico —eliminando el déficit fiscal, el *overhang* monetario y el desequilibrio cambiario— conducente a un entorno de baja inflación, la política económica canaliza sus esfuerzos hacia acciones de estímulo a la actividad privada a nivel macroeconómico, entre las cuales se pueden destacar:

- **Crowding in financiero:** La estabilización motivó una recuperación del crédito bancario al sector privado que equivale a una inyección de recursos financieros de 7,4% del PIB desde su mínimo en marzo de 2024 a julio de 2026, lo que operó junto al mayor financiamiento del mercado de capitales que, en el primer semestre de 2026, ya se multiplicó por 2,9 veces respecto del

promedio de 2018 a 2023, y 2,3 respecto a todo el año 2023 (ver Gráficos 6 y 7).

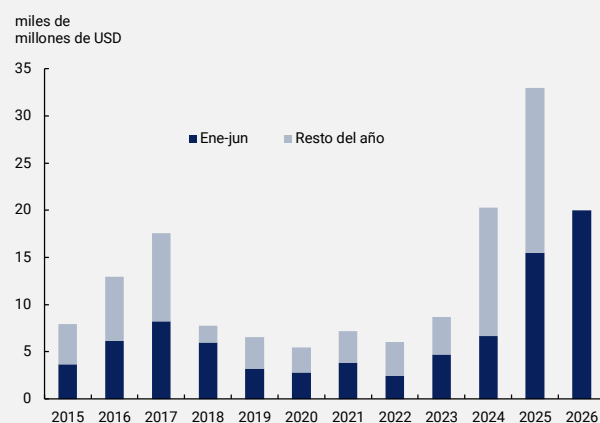
- **Crowding in impositivo:** La baja de alícuotas impositivas permitió liberar recursos al sector privado por cerca de 2,7 p.p. del PIB⁸ (ver Gráfico 6).
- **Crowding in desregulatorio:** El Ejecutivo impulsó una serie de políticas de promoción de la inversión y el empleo privado a través del fomento al ahorro y la integración comercial, el resguardo de derechos de propiedad y la reintroducción de incentivos de mercado⁹.

Gráfico 6 | Crédito al sector privado y carga impositiva



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Gráfico 7 | Financiamiento en el mercado de capitales



Nota: Se incluye financiamiento a través de ON, FF, Pagarés, CPD, facturas de crédito electrónica, acciones y FCI cerrados.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Ministerio de Economía.

8 Entre estas se destacan las reducciones en: (a) derechos de exportación (agro y otros), (b) aranceles a las importaciones, (c) impuesto PAIS, (d) bienes personales, (e) impuestos internos sobre vehículos, celulares, aires acondicionados y televisores, (f) impuesto a la transferencia de inmuebles, (g) aportes patronales.
9 Entre estas se destacan: (a) las reformas legislativas (del mercado de alquileres, la Ley bases, el RIGI y el RIMI, del mercado laboral), (b) los acuerdos comerciales con USA y con

Perspectiva micro: las acciones protagonistas del sector privado. Cada empresa en su sector enfrenta el desafío de adaptarse a un régimen económico de baja inflación, mayor apertura comercial y menor peso del Estado en la economía. Los planes de negocios requieren cambios cuya velocidad de implementación incidirá en la evolución de los resultados a nivel microeconómico:

- **Rentabilidad del capital (nivel de riesgo vs. nivel de retornos):** Los márgenes de rentabilidad de la inversión en cada sector evolucionan con relación a los riesgos inherentes a cada actividad y los de la economía en su conjunto. Surge, por lo tanto, una compresión de las rentabilidades históricas en respuesta a la caída del riesgo país desde un nivel de más de 2.000 p.b. a 400 p.b. (ver Gráfico 8).
- **Fuente de ingresos (administración de volatilidad vs. productividad):** La baja de la inflación requiere una reorientación de esfuerzos entre los distintos márgenes. En la medida en que la contribución de las operaciones financieras a la utilidad total de las empresas tiende a disminuir, se requiere que la contribución de la productividad operativa la reemplace.
- **Costo financiero (preservación de inventarios vs. rotación):** En general, períodos de alta inflación y represión financiera incentivan la acumulación de inventarios por parte de las firmas y compra de bienes durables por parte de las familias. El cambio de escenario a un entorno de tasas de interés reales positivas requiere de un esfuerzo en el manejo de inventarios a fin de reducir el costo financiero de dichas tenencias.
- **Margen de ventas (incremento de precio vs. volumen):** La reducción de la inflación tiende a requerir un rebalanceo de los factores que contribuyen a la facturación nominal. Crece la

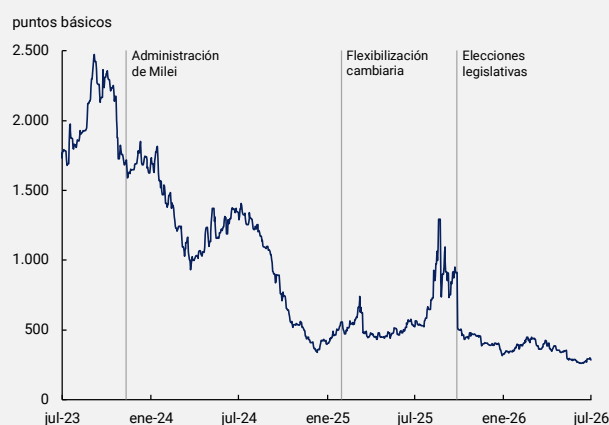
UE y (c) la actualización de las tarifas de servicios públicos, y cambios en diversos marcos normativos (d) la liberación de controles y la unificación cambiaria y (e) la desregulación de tasas de interés (BCRA), (f) la eliminación o agilización de trámites, (g) la ampliación de oferta de productos, (h) el nuevo marco prudencial (CNV), (i) la moratoria impositiva e inocencia fiscal (ARCA), y (j) la eliminación de SIRAs y permisos (Aduana).

incidencia de los esfuerzos para incrementar las ventas y se reduce la incidencia de la velocidad de remarcación de precios. Este proceso se realimenta debido a los nuevos incentivos que enfrentan los consumidores, ya que la caída en la tasa de inflación disminuye los costos de búsqueda, lo que lleva a una mayor competencia de las empresas.

- **Canales de distribución: (estrategia tradicional vs. innovación):** La adición de los *marketplace* digitales a los canales de distribución tradicionales requiere adaptación comercial para retener *marketshare*. Resulta erróneo identificar como una caída de demanda aquellos desvíos de demanda producidos por el avance de la tecnología en mercados afectados.
- **Escala de inversión (capitalización vs. endeudamiento):** La expansión de la capacidad productiva y la productividad, tienen relación con los aumentos de escala. El financiamiento puede contribuir hasta cierto punto, en el cual las inversiones requieren de esfuerzos de capitalización por parte de los accionistas.

una microeconomía negativa. Un contraste de esa característica solo puede representar una selección sesgada de variables que no internalizan la evolución macroeconómica junto a la microeconomía sectorial en su totalidad. La política macroeconómica ha generado un proceso de crecimiento sostenible y reducción de la inflación dando un marco favorable para la toma de decisiones a nivel microeconómico por parte de empresas y familias. En un marco de reformas que dota la economía de mayor previsibilidad y flexibilidad, estas decisiones incidirán en la velocidad de convergencia al crecimiento y empleo potencial.

Gráfico 8 | Diferencia entre riesgo país argentino y de LATAM



Nota: *EMBIG LATAM ex-Argentina contempla el promedio simple de Colombia, México, Brasil, Perú, Chile y Paraguay. Datos al 31 de julio de 2026

En conclusión, todo proceso de estabilización que orienta la economía hacia una senda sostenible de crecimiento y empleo presenta heterogeneidades sectoriales y es susceptible a shocks transitorios. Sin embargo, el proceso no plantea una dicotomía entre una macroeconomía ordenada y favorable con

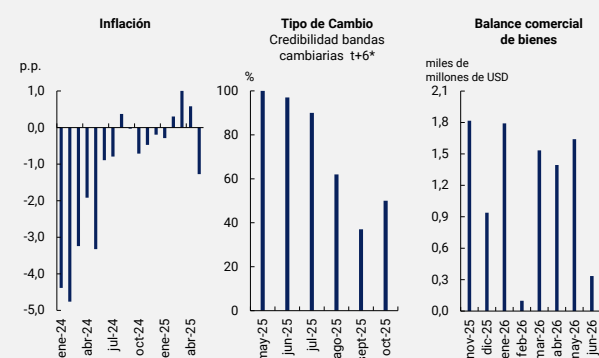
Recuadro 2. Equilibrio externo: expectativas cíclicas vs. cambios estructurales

A lo largo del actual programa económico las expectativas del sector privado¹¹ fueron internalizando la mejora de resultados con un rezago notorio. La complejidad y magnitud del desequilibrio macroeconómico inicial luego de muchos años de erosión de la credibilidad de la política económica contribuyó a que los mercados no descuenten anticipadamente la convergencia de variables relevantes a su equilibrio. En su formación de expectativas, los agentes parecen haber sobreponderado factores cíclicos, y no lograron, al menos al comienzo, capturar el efecto pleno de los cambios estructurales en curso.

Este rezago en las expectativas se puede observar con respecto a la inflación durante las etapa 1 y 2 del programa económico. A lo largo de 2024 la previsión de los analistas del mercado sobre la reducción en la tasa de inflación fue más conservadora que la velocidad de baja observada efectivamente. De manera similar, la sostenibilidad del esquema cambiario que marcó la etapa 3 del programa fue subestimada hasta superada la elección de medio término. De hecho, a lo largo de 2025 la previsión de los analistas en torno al régimen de flotación entre bandas lejos de reforzarse, fue deteriorándose.

Actualmente, al avanzar la etapa 4 y cuando el foco recae en la acumulación de reservas, se observa que un rezago similar afecta la velocidad de mejora esperada por los analistas en torno al equilibrio externo de la economía. De hecho, desde noviembre de 2025 la mediana del REM muestra un sesgo a subestimar las exportaciones de bienes y a sobreestimar las importaciones (ver Gráfico 1). En definitiva, en cada etapa del programa las expectativas corren detrás del avance de las variables relevantes, sea esta la inflación en la etapa 1 y 2, el tipo de cambio en la etapa 3 o, más recientemente el balance externo en la etapa 4.

Gráfico 1 | Desvíos. Dato observado vs expectativas del sector privado (REM)



* Porcentaje de participantes del REM que ubican sus pronósticos dentro de las bandas cambiarias

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y REM-BCRA

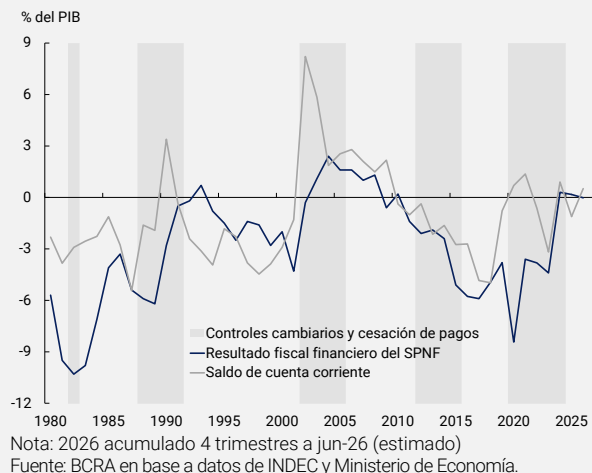
Dada la importancia de las expectativas en torno a la evolución de la balanza externa, resulta de interés destacar algunos factores determinantes de la misma que pueden explicar este rezago.

- Equilibrio fiscal:** La cuenta corriente de la balanza de pagos internacionales refleja la diferencia entre el ahorro y la inversión de una economía. Cuando el ahorro nacional excede a la inversión, el país acumula activos externos y registra superávit de cuenta corriente; cuando la inversión excede al ahorro, requiere financiamiento del resto del mundo y registra déficit de cuenta corriente. Históricamente, en Argentina el sector público incurrió en déficits fiscales deteriorando el ahorro nacional de la economía y constituyéndose así en un factor desestabilizante del equilibrio externo (alimentando el déficit de cuenta corriente). A diferencia del pasado, el programa económico vigente tiene como ancla el equilibrio fiscal. Transcurrido ya el primer semestre, el 2026 arrojaría un tercer año consecutivo de equilibrio en las cuentas públicas. La eliminación del déficit fiscal es un cambio estructural de la economía argentina que impone el límite principal al déficit de cuenta corriente (ver Gráfico 2).

11 Este apartado entiende por expectativas del sector privado a los pronósticos vertidos en el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) del BCRA. Existen otras mediciones de expectativas, como encuestas de confianza de entidades públicas y

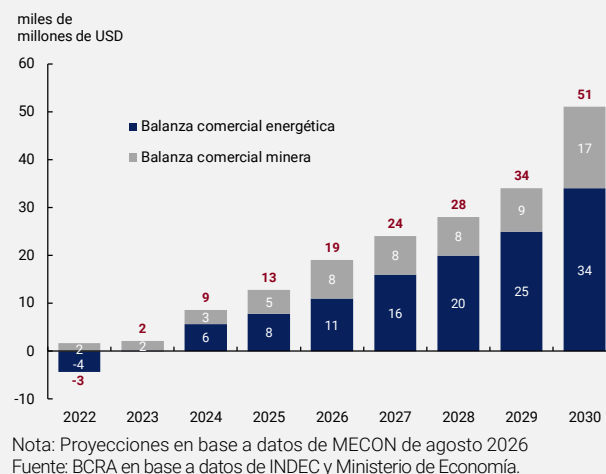
privadas y/o medidas de variables económicas implícitas en activos financieros que pueden diferir de aquellas reportadas en el REM, aunque en general comparten las mismas tendencias.

Gráfico 2 | Balance de cuenta corriente y balance fiscal



- **Flexibilidad cambiaria:** En la fase actual del programa económico, el tipo de cambio fluctúa entre bandas dentro de un rango que se amplía por diseño. Por lo tanto, si el sector privado incurriera en un desbalance entre sus decisiones de ahorro e inversión, la flexibilidad en el mercado cambiario permite corregir el tipo de cambio real.
- **Inversión en sectores exportadores.** El Gobierno se encuentra impulsando una agenda de reformas que abarca múltiples dimensiones económicas (rebajas impositivas, desregulación de mercados, apertura económica, estabilidad jurídica). Estas reformas introducen incentivos que impulsan el potencial que tiene la economía argentina en varios sectores proveedores de divisas tales como la energía, la minería, el agro y los servicios basados en el conocimiento. En definitiva, la administración está corrigiendo décadas de sesgo antiexportador de la política económica y apoyando un proceso de crecimiento liderado por las exportaciones (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Balance comercial proyectado Energía y minería



Al igual que con la inflación y con el tipo de cambio, las previsiones en materia de balance comercial han ido mejorando. Así, el balance comercial de bienes esperado para 2026 pasó de USD 9,0 mil millones en noviembre de 2025 a USD 23,4 mil millones solo ocho meses después (ver Gráficos 4 y 5).

Gráfico 4 | Exportaciones de bienes

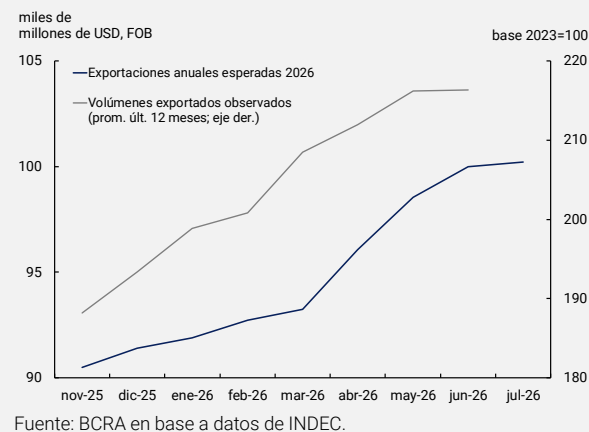
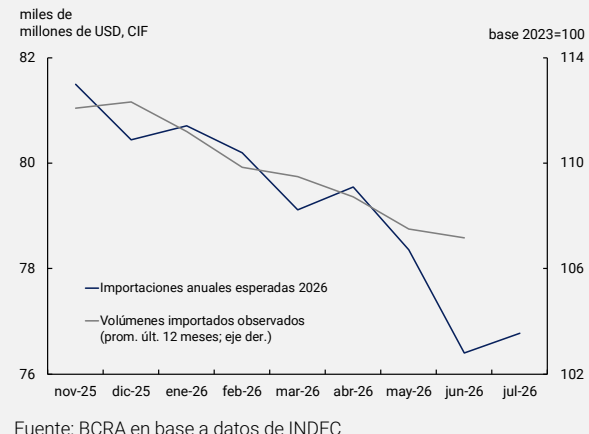


Gráfico 5 | Importaciones de bienes

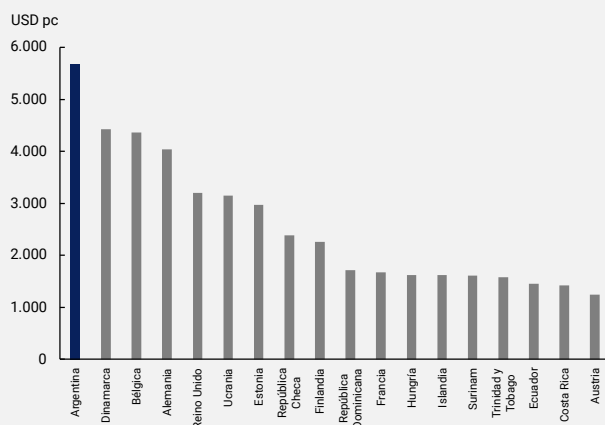


Recuadro 3: Ahorro doméstico, crédito bancario e inversión privada

El ahorro y sus características constituyen una variable central del análisis macroeconómico. Países con mayor tasa de ahorro doméstica suelen enfrentar menores restricciones al crecimiento, menor vulnerabilidad de su balanza de pagos a shocks externos y menor volatilidad macroeconómica. Esto refleja que, en equilibrio, el ahorro financia la inversión, y la amplitud y estabilidad del ahorro doméstico de una economía relativo a la dependencia del ahorro externo trasladan esas cualidades a la inversión productiva.

En Argentina, la inflación crónica y las devaluaciones recurrentes del peso han promovido una reducción en las tenencias de saldos reales de dinero de las familias a favor del ahorro en dólares. El INDEC estima que las tenencias de activos externos líquidos (billetes y depósitos fuera del sistema financiero doméstico) del sector privado no financiero llegaron a USD 259.305 millones en el 1T2026. Según el FMI, la tenencia de billetes y depósitos en moneda extranjera fuera del sistema financiero doméstico per cápita en 2025 fue mayor en la Argentina que en cualquier otro país del mundo (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Billetes y depósitos en moneda extranjera fuera del sistema financiero doméstico per cápita



* Otra inversión, Moneda y depósitos, Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH (Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares), a corto plazo. Se excluyen paraísos fiscales, jurisdicciones *offshore* y centros financieros de baja tributación.

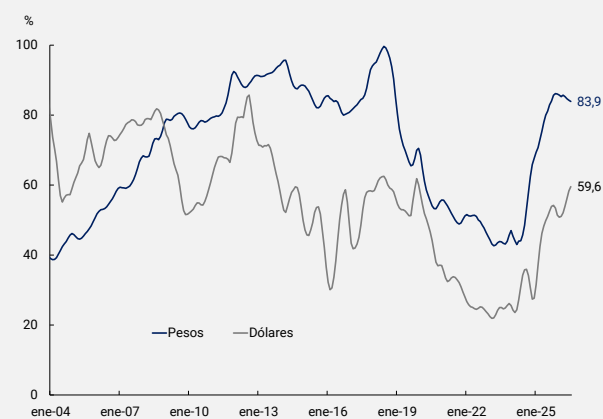
Fuente: BCRA en base a datos del FMI.

Descalce cambiario y equilibrio ahorro-inversión

La regulación del sistema bancario argentino, a diferencia de la mayoría de las economías donde predomina la moneda local, prevé la operatoria bimonetaria, facilitando al sector privado el uso de moneda extranjera tanto en el sistema de pagos como en la intermediación financiera. Si bien existe amplia libertad para depositar dólares, la intermediación presenta restricciones.

En particular, el marco normativo (DNU 905/2002; artículo 23), vigente desde 2002 con el objetivo de que el riesgo de descalce cambiario sea igual a cero, solo permite a los bancos prestar depósitos en dólares a empresas que generan ingresos en dólares por exportación. La norma hoy contribuye a que exista un diferencial importante de la razón entre préstamos y depósitos bancarios en dólares en relación con la misma razón para el segmento de pesos, 60% y 84%, respectivamente (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Relación entre créditos y depósitos por moneda
Promedio móvil 3 meses



Fuente: BCRA.

Al estar determinada por la preferencia de las familias de ahorrar en dólares, la composición de fondeo del sistema bancario puede plantear un desafío macroeconómico excepcional. Esto se debe a que en la actualidad las normas prudenciales imponen un límite relevante a la disponibilidad de fondos para financiamiento de la inversión productiva. El límite no

es absoluto en montos ni constante en el tiempo, depende del tamaño del sector exportador y su dependencia del financiamiento bancario con relación a mercados alternativos de financiamiento. El gap entre ahorro doméstico y financiamiento de inversión no se manifestaría si Argentina ya contara con un sector exportador de mayor tamaño que el actual o uno cuyo acceso al financiamiento externo fuera más restringido (ver Gráfico 3).

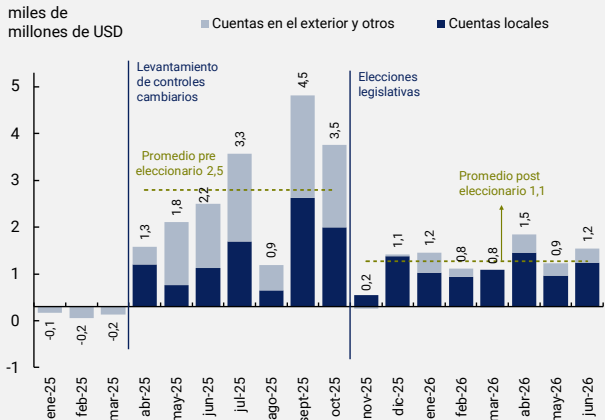
Gráfico 3 | Depósitos en dólares y exportaciones



Fuente: BCRA en base a INDEC.

Ese gap potencial también se ve afectado por la dinámica de los depósitos en dólares. Por eso es de esperar que esta restricción se vuelva particularmente vinculante en periodos como el actual. Esto se debe a que el aumento de confianza junto a políticas activas, como la moratoria impositiva de 2024 o la Ley de inocencia fiscal de 2026, impulsan la repatriación de capitales de residentes y aceleran el crecimiento de depósitos en dólares. Ese mismo aumento en la confianza puede acelerar el crecimiento de los depósitos en dólares si una mayor proporción del flujo de ahorro nuevo se dirige al sistema bancario local en vez de ser depositado *offshore*. Ese fenómeno puede observarse en el periodo poselectoral, cuando la compra de dólares para atesoramiento depositados en el mercado local pasó a representar 75% del total vs. 46% previo a las elecciones (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Dolarización a través del mercado de cambios



Fuente: BCRA.

El marco normativo prudencial implica una “solución de esquina” macroeconómica

En el contexto actual el impacto de la norma, que no permite otorgar crédito fondeado con depósitos en USD ni al sector público ni al sector privado no exportador, puede observarse en dos dimensiones:

- Primero, la capacidad prestable ociosa en USD del sistema bancario resulta significativa, un 17% de la masa de depósitos en USD (equivalente a casi USD 7 mil millones). Ese ahorro en dólares sin aplicación queda depositado en el BCRA o en los bancos, constituyendo un exceso del encaje bancario en dólares relativo a la exigencia normativa.
- Segundo, la falta de posibilidades de aplicar estos fondos constituye un desincentivo a que los bancos remuneren con tasas de mercado a los ahorristas. La tasa de interés al ahorrista por plazo fijo bancario en USD se ubica en torno al 1% n.a., muy por debajo del nivel de tasas de interés en USD libre de riesgo que se pueden obtener en el mercado internacional.

Es decir, el ahorro doméstico no está financiando la demanda potencial por inversión y la compensación reducida al ahorrista no le permite al sistema bancario capturar plenamente el total de ahorro dolarizado de los residentes. La normativa ofrece el beneficio de reducir a cero el riesgo de descalce cambiario

inherente a la intermediación bancaria del sistema financiero. Sin embargo, el desequilibrio macroeconómico entre ahorro total e inversión privada resultante acarrea un costo para la economía en términos de actividad, productividad y empleo.

Esta situación representa una “solución de esquina”, entendiéndose que adquirir un seguro de “riesgo cero” suele implicar el pago de una prima extremadamente cara. La prima que paga la economía por este seguro es la existencia de un equilibrio subóptimo en el frente externo (dado el mayor grado de dependencia de la inversión del ahorro externo) y en el frente interno (dada la menor tasa de inversión y de empleo por la menor inversión), una situación improbable en economías donde no prevalece el bimonetarismo.

El rol del mercado de capitales y la adecuación de normas del BCRA

Existe un atenuante frente a este problema debido al rol creciente que está tomando el mercado de capitales en el financiamiento local. El mismo constituye un canal alternativo para ofrecer al ahorrista doméstico en USD una tasa de interés competitiva y retener el ahorro doméstico en la economía. En el primer semestre de 2026, el mercado de capitales proveyó financiamiento por el equivalente de USD 20 mil millones, de los cuales el segmento en dólares representó el 43% (ver Gráfico 5).

Gráfico 5 | Financiamiento en el mercado de capitales
Primer semestre de cada año



Nota: Flujos brutos. Se incluye financiamiento a través de ON, FF, Pagares, CPD, facturas de crédito electrónica, acciones y FCI cerrados.
Fuente: BCRA en base a CNV. Se utiliza tipo de cambio MEP.

Desafortunadamente, la captura de ahorro y la asignación de recursos financieros a través del mercado de capitales no constituye un sustituto perfecto del sistema bancario, debido a su menor grado de desarrollo. Además, para acceder al mercado de capitales las empresas requieren adquirir cierta escala de operación y cumplir exigencias de información pública superiores a las que les permiten acceder a crédito bancario. Por último, la capilaridad territorial de esos mercados para originar y distribuir financiamiento a una amplia gama de segmentos de la economía es menor que el del sistema bancario.

Ante este panorama desafiante, el BCRA ha intentado aumentar la disponibilidad de ahorro doméstico en dólares a través del sistema bancario con el fin de financiar la inversión privada (pero no así al sector público). Dentro del marco del DNU 905/2002 se destacan dos adecuaciones a las normas crediticias:

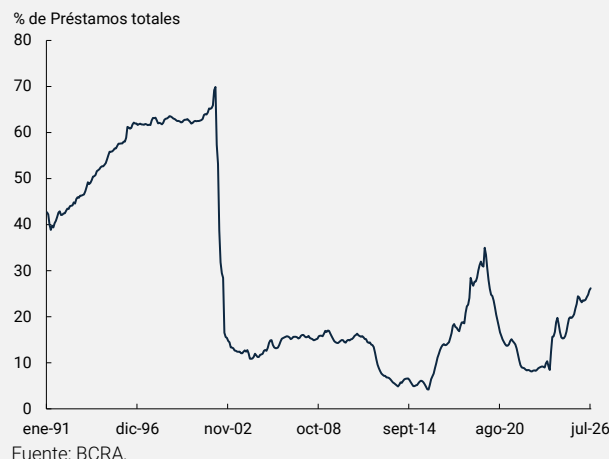
- Primero, se les ha permitido a los bancos prestar dólares al sector privado no exportador siempre y cuando ese crédito esté fondeado en el mercado de capitales a través de Obligaciones Negociables con 1 año o más de maduración (Com. “A” 8202).
- Segundo, se les permitió a los bancos prestarle a clientes con ingresos en pesos siempre que cuenten con garantías en moneda extranjera otorgadas por exportadores (Com. “A” 8446).

Competencia de Monedas vs. Convertibilidad

El marco normativo actual nació como respuesta natural al colapso del programa de la Convertibilidad en el 2002, una crisis cambiaria y fiscal que desembocó en una crisis bancaria con graves costos para los ahorristas. El riesgo crediticio del sistema bancario, altamente dolarizado (ver Gráfico 6), se encontraba extremadamente expuesto al impacto de una corrección cambiaria debido a la exposición de los deudores con ingresos en pesos a un riesgo de ajuste cambiario.

Gráfico 6 | Préstamos en dólares como porcentaje del crédito total

Sector privado no financiero



Sin embargo, la gravedad de la crisis bancaria del 2001-02 no se explica exclusivamente por la dolarización y el descalce *per se*. Fue potenciada por factores relacionados a un marco regulatorio laxo en conjunto con un marco cambiario estricto. Los elementos agravantes incluyeron:

- **Tipo de cambio fijo como acelerador de la demanda de crédito:** la existencia de un seguro de cambio implícito (el tipo de cambio 1:1 con el dólar), que durante casi una década generó un sesgo en las decisiones de demanda y oferta de crédito, favoreciendo el segmento dólares por su aparente costo menor *ex ante*. Por el contrario, en economías bimonetarias con regímenes cambiario-flotantes, como Perú o Uruguay, se observa que la demanda (y la oferta) de crédito bancario en dólares sigue una dinámica más prudente, al internalizar el riesgo de descalce cambiario.
- **Creación de *argendólares* sin respaldo, y ratios de capital y liquidez bancarios acotados:** la operatoria resultante de la intermediación bancaria elevaba el multiplicador bancario en dólares y promovía la creación de *argendólares*. Es decir, no sólo el nivel de dólares respaldando la caja de conversión en el BCRA resultaban inferiores a los depósitos en dólares, sino que el crédito en dólares excedía la base de depósitos en dólares en un múltiplo de 1,5. Adicionalmente, en

2001 el sistema bancario se apoyaba sobre un colchón de capital y liquidez muy ajustado en comparación con los estándares actuales en Argentina (ver Gráfico 7).

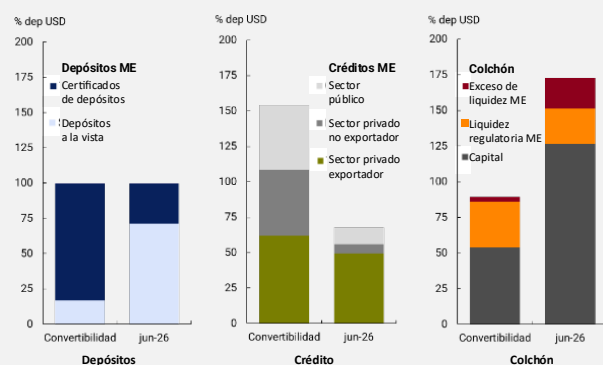
- **La exposición del sistema bancario a deuda del sector público en dólares:** el ratio de crédito en dólares con relación a los depósitos en dólares (y el riesgo inherente al descalce cambiario) creció por la exposición del sistema bancario al sector no transable. Sin embargo, dentro del mismo el factor de mayor desestabilización en 2001 estaba representado por el acceso al crédito bancario en dólares del sector público. El mismo financiaba crecientes déficits fiscales en un contexto de rigidez presupuestaria y presiones de flacionarias impulsadas por el régimen de tipo de cambio fijo (ver Gráfico 7).

El propio contexto de transición de régimen cambiario del 2001 contribuyó a amplificar extraordinariamente el costo del riesgo de descalce cambiario en el sistema. Los elementos agravantes incluyeron:

- **La magnitud de un ajuste cambiario discreto sobre los deudores del sistema bancario:** desde la perspectiva de los deudores del sistema, la magnitud del *overshooting* cambiario que trascurrió, propia de una salida de régimen de tipo de cambio fijo, en conjunto con el default de la deuda (mayormente en dólares) del Tesoro Nacional, fue extrema. La cotización del TCN con respecto al dólar se elevó a un máximo de 287% a mediados de 2002 y, durante el transcurso del año siguiente, el TCR bilateral promedió 177% por encima del nivel que prevalecía bajo la paridad cambiaria. El gobierno atenuó el impacto cambiario sobre el patrimonio de los deudores en dólares a través de una pesificación de los préstamos bancarios (a un tipo de cambio menor al de mercado, pero, aun así, elevado en términos reales comparado a la paridad 1:1 anterior).
- **El rompimiento extremo de contratos privados sobre los depositantes del sistema bancario:** segundo, desde la perspectiva del ahorrista tuvo particular impacto la decisión del Estado de

particular impacto la decisión del Estado de pesificar forzosamente los depósitos en dólares (en un contexto de restricciones a su retiro del sistema bancario). El fin de esa medida fue evitar el impacto adverso en el capital de los bancos que acarrearía esa decisión de pesificar los préstamos. La consecuencia de esta medida fue un estado de inestabilidad del fondeo bancario prolongado y un aumento de demanda de dólares que contribuyó al *overshooting* cambiario.

Gráfico 7 | Fuentes, aplicaciones y liquidez en dólares y capital del sistema financiero



Nota: El exceso de liquidez es la suma del efectivo en bancos y el excedente de fondeo en dólares que los bancos no pueden normativamente aplicar a créditos (defecto de aplicación).
Fuente: BCRA.

macroprudencial. El mismo pondera los riesgos sistémicos del descalce cambiario contra los costos económicos de menor intermediación, permitiendo al mercado determinar una prima de riesgo adecuada y hacer un uso eficiente de colateral disponible.

Este marco ha resguardado ambas economías de crisis bancarias similares a la del 2001 de Argentina y, a su vez, han facilitado que el crédito en dólares fluya a agentes económicos del sector privado no transable, potenciando el crecimiento y el empleo. El crédito con descalce cambiario administrado de esta manera tiende a fluir a aquellos sujetos de crédito que presentan alta calidad crediticia a criterio de los bancos o a sectores con activos y colateral que cotiza en dólares (como la construcción y el real estate). Esta solución ha permitido reducir el costo financiero de la inversión productiva del sector privado en los sectores no transables, aprovechando más plenamente el ahorro doméstico y sin incurrir en riesgos.

Experiencias comparadas: Perú y Uruguay

En economías altamente dolarizadas como Perú y Uruguay se ha resuelto el dilema planteado basándose en estrategias cambiarias y regulatoria consistentes.

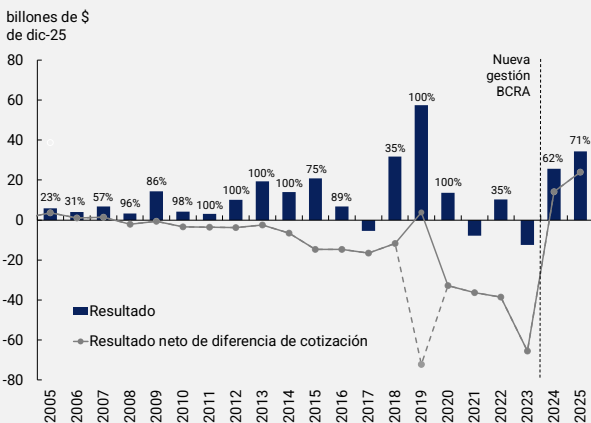
- Primero, la adopción y administración de un régimen cambiario que permite ajustes de precios relativos de manera continua, pero limitando la volatilidad. Esto limita la inconsistencia potencial entre el crecimiento de la demanda y la oferta de crédito (con descalce cambiario) en un contexto de acumulación de desequilibrio cambiario.
- Segundo, administrando el acceso a crédito en dólares a sujetos que presentan riesgo de descalce cambiario. El mismo se encuentra regulado, no prohibido, y su expansión está definida dentro de los límites establecidos por un marco

Recuadro 4. Balance del BCRA: mejoras cuantitativas y cualitativas

El ordenamiento patrimonial del Banco Central de la República Argentina (BCRA), junto con el equilibrio fiscal, constituye un pilar fundamental para consolidar la estabilidad macroeconómica. A partir del cambio de gestión ocurrido en diciembre de 2023, la autoridad monetaria avanzó decididamente en el saneamiento de su balance como un objetivo central. Este proceso resulta importante para recuperar plenamente la eficacia de los canales de transmisión de la política monetaria y cambiaria.

Hacia fines de 2023, previo al cambio de administración, el balance del Banco Central mostraba un marcado debilitamiento producto de las políticas de los años previos. Las reservas internacionales brutas se encontraban en torno a USD 21.000 millones, su menor nivel desde los primeros meses de 2006. El deterioro de los pasivos monetarios (51,4% del total) se observaba en una Base Monetaria en su nivel más bajo desde 2005 (14,7% del total) y pasivos remunerados en sus niveles más altos (36,7%).

Gráfico 1 | Estado de Resultados del BCRA



Nota | Los porcentajes que acompañan las barras de los resultados contables reflejan los dividendos distribuidos al TN en relación con las utilidades contables.

(*) El resultado del ejercicio 2019 se benefició de un cambio extraordinario de criterio contable (la revalorización a par de las Letras Intransferibles del TN) equivalente a \$76 billones (el 133% del resultado del año).

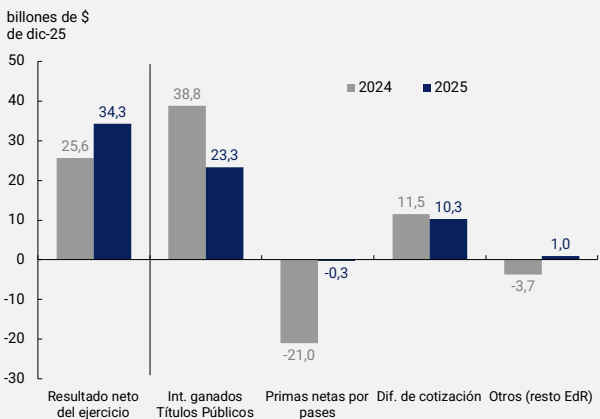
Fuente: BCRA.

Los estados contables del ejercicio 2025 reflejaron el grado de progreso (ver Gráficos 1 y 2). De hecho,

12 En el caso de 2023, además, se reflejaron las pérdidas asociadas al cambio en el criterio de valuación de las Letras Intransferibles del TN y de los Adelantos Transitorios al TN.

en moneda constante representó el mayor resultado en más de dos décadas (excluyendo 2019, que se benefició de una revaluación extraordinaria): la ganancia del BCRA creció a \$ 34,3 billones (+34% vs. 2024), y se constituyeron reservas por \$ 11,4 billones (+13% vs. 2024) sobre ganancias acumuladas, mientras que el patrimonio neto del BCRA aumentó a \$ 51,3 billones (+66% vs. 2024).

Gráfico 2 | BCRA: Contribución al resultado anual del 2024 y 2025



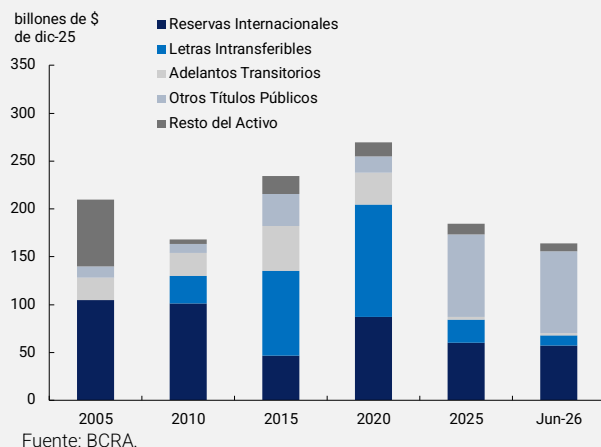
Fuente: BCRA.

De hecho, 2025 fue el segundo año de resultados positivos netos de ganancia por diferencias de cotización. Por el contrario, los años previos a 2023 estuvieron marcados por cuantiosas pérdidas asociadas a intereses y primas pagadas sobre los pasivos remunerados¹² junto a ganancias contables asociadas a diferencias de cotización (producto de devaluaciones que permitían revaluar en pesos aquellos activos denominados en dólares, como las Letras Intransferibles del Tesoro Nacional –TN–).

1. Fortalecimiento del Activo del BCRA

Desde 2024 los activos del BCRA registraron un cambio de tendencia drástico, revirtiendo un proceso de deterioro cuantitativo y cualitativo que se extendió por casi dos décadas (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Activo simplificado del BCRA



- Reducción de activos relacionados al financiamiento del déficit fiscal:** se destaca la disminución del stock de Letras Intransferibles del TN (USD) y de Adelantos Transitorios al TN (\$), luego de que llegaron a representar más del 70% del activo. Además de abstenerse de solicitar Adelantos Transitorios desde 2024, tres decisiones del Directorio del BCRA y del Tesoro tuvieron un impacto importante en este sentido: primero, en mayo de 2024 y en el marco del Decreto 280/24, el Directorio del BCRA modificó el criterio de valuación de las Letras Intransferibles (LIs) y de los Adelantos Transitorios, adecuándolo a normas contables vigentes¹³, reconociendo una pérdida patrimonial. Segundo, a principios de mayo de 2025 el Tesoro precanceló LIs por USD 12.000 millones en efectivo del Tesoro¹⁴. Finalmente, producto del resultado positivo del balance del ejercicio 2025, en mayo de 2026 el Tesoro Nacional utilizó \$ 12 billones de las utilidades para recomprar LIs¹⁵.
- Acumulación y fortalecimiento de reservas internacionales:** por su parte, el BCRA lleva

13 Las Letras Intransferibles y los Adelantos Transitorios a partir del 31/12/23 pasaron a registrarse a costo amortizado con límite en el valor recuperable (ver punto 4.2.1.2.2. y 4.3 de los Estados Contables 2024).

14 Cancelación total de las Letras Intransferibles con fechas de vencimiento del 01/06/2025 y el 29/04/2026 y cancelación parcial de aquella con vencimiento el 03/04/2029.

15 En conjunto con un desembolso del FMI por USD 1.043 millones, la cancelación de Letras Intransferibles ascendió a un total de USD 22.284 millones.

comprados 35 mil millones de dólares desde el 12 diciembre de 2023¹⁶ ¹⁷. Específicamente, en diciembre de 2025 se anunció que, a partir de enero de 2026, se iniciaría un programa de acumulación de reservas internacionales consistente con la evolución de la demanda de dinero y la liquidez del mercado de cambios, con la posibilidad de comprar USD 10.000 millones¹⁸. Hasta julio de 2026 se llevan comprados más de USD 13.300 millones, superando el nivel de referencia establecido para todo el año.

2. Reordenamiento de los Pasivos y Remonetización de la Economía

La estrategia de saneamiento respecto de los pasivos del BCRA se centró en neutralizar el riesgo sistémico y cuasifiscal que representaba el stock de deuda propia de la institución al 7 de diciembre de 2023, concentrada en pasivos pasivos y LELIQ (ver Gráficos 4 y 5).

- Contracción de los pasivos remunerados:** la participación porcentual de los *Títulos BCRA + Pases* llegó a representar 2,5 veces la base monetaria hacia finales de 2023. Su reducción en términos reales mitigó la emisión endógena de dinero, permitiendo una convergencia hacia tasas de interés reales compatibles con el equilibrio monetario. En julio de 2024 el stock de pasivos remunerados fue canjeado por LEFI, poniendo fin a la emisión de dinero endógeno.
- Recuperación de la base monetaria y la demanda de dinero:** en contraposición al desarme de los pasivos remunerados, la *Base Monetaria* (circulación monetaria y cuentas corrientes en el BCRA) recuperó participación en la composición del pasivo. Tras tocar mínimos históricos en

16 Para la interacción entre compra de reservas y acumulación, ver Apartado técnico 1 / Reconciliación entre el récord de compras de divisas y el rezago en la acumulación de Reservas Internacionales del [IPOM del cuarto trimestre de 2025](#).

17 Para evaluar la experiencia de Perú en la acumulación de Reservas Internacionales, ver Recuadro 1. Aprendizajes de la estrategia de acumulación de reservas del BCRP (Perú) del [IPOM del primer trimestre de 2026](#).

18 "Profundización del esquema de agregados monetarios: fase de re-monetización 2026", 15 de diciembre de 2025.

términos relativos al PIB en 2023, la remonetización observada fue reflejo de un incremento genuino de la demanda de saldos reales por parte de los agentes económicos, consistente con la desaceleración inflacionaria. A su vez, la normalización de los encajes bancarios implicó la recuperación del respaldo efectivo de los depósitos de los ahorristas.

Gráfico 4 | Pasivo simplificado del BCRA

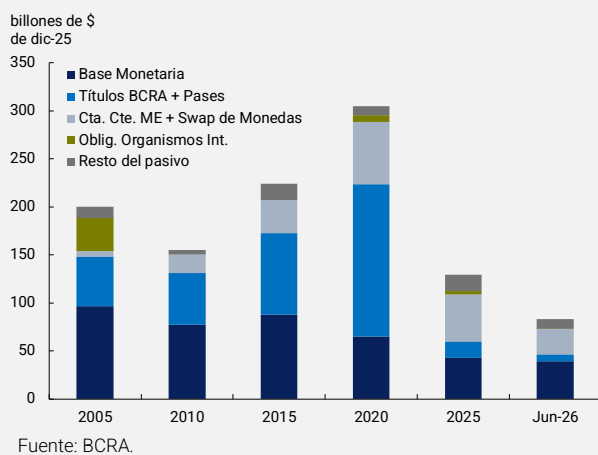
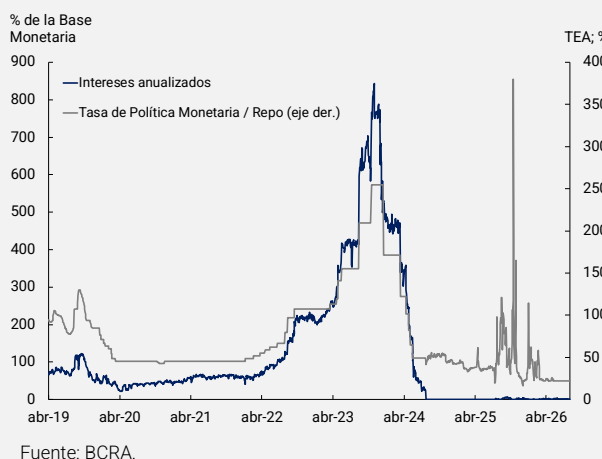


Gráfico 5 | Pago de intereses de pasivos remunerados y tasas de interés

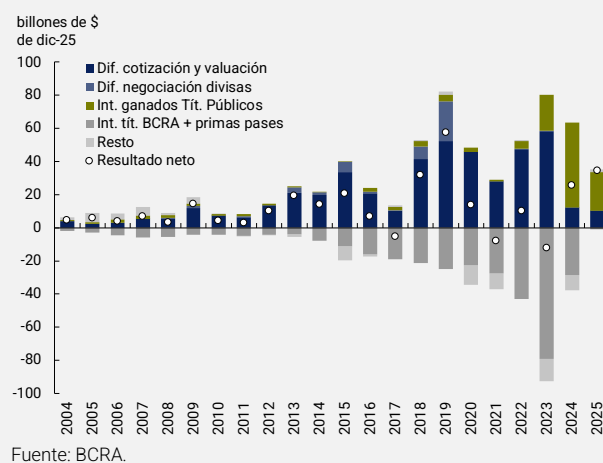


3. Mejora Estructural del Cuadro de Resultados

La profunda reconfiguración patrimonial del balance impactó de forma directa en la cuenta de ganancias y pérdidas del BCRA, modificando la naturaleza del *Resultado neto del ejercicio* (ver Gráfico 6). Históricamente, los períodos de elevados

resultados positivos (tales como 2015, 2019 o 2022) tenían un carácter puramente contable, originados casi en su totalidad por las *Diferencias de cotización y valuación* derivadas principalmente de las sucesivas devaluaciones nominales sobre el stock neto de activos en moneda extranjera. Estas ganancias nominales eran parcialmente contrarrestadas por las severas pérdidas asociadas al pago de intereses de los pasivos remunerados.

Gráfico 6 | Estado de Resultados del BCRA



La dinámica observada hacia fines de 2025 consolida un quiebre estructural en cuatro ejes:

- **Reducción de ganancias contables por devaluación:** el sinceramiento en la valuación de las LI y la disminución de su stock, junto con la normalización cambiaria, redujeron significativamente el peso de las diferencias de cotización dentro del cuadro de resultados.
- **Eliminación del gasto cuasifiscal:** la contracción del stock de pases, la eliminación de las LE-LIQ y la normalización de la tasa de política monetaria —hasta su eliminación en junio de 2025— comprimieron de manera drástica las pérdidas históricas asociadas a la carga de intereses de la deuda propia del BCRA.
- **Ingresos por administración de activos:** por primera vez en la serie histórica reciente adquiere un rol protagónico el rubro de *Intereses ganados sobre Títulos Públicos*. En un contexto en el que

el Tesoro Nacional registra un resultado superavitario, el BCRA ha migrado hacia un esquema de sustentabilidad financiera genuina, donde los resultados positivos provienen del rendimiento real y la correcta administración de su cartera de activos de mercado, consolidando un balance transparente y alineado con los objetivos de estabilidad a largo plazo.

- **Reducción de gastos de emisión monetaria:** la adecuación de la estructura de denominaciones realizada durante 2024, mediante la incorporación de los billetes de \$ 10.000 y \$ 20.000, junto con la implementación de procesos licitatorios internacionales para la adquisición de numerario, permitió reducir de manera significativa los costos de aprovisionamiento y gestión del efectivo.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

AFJP: Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

AMBA: Área Metropolitana de Buenos Aires

ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social

ARCA: Agencia de Recaudación y Control Aduanero

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BCRP: Banco Central de la República del Perú

BOPREAL: Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre

BPM6: Manual de Balanza de Pagos 6

BYMA: Bolsas y Mercados Argentinos

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CBT: Canasta Básica Total

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CNV: Comisión Nacional de Valores

COICOP: *Classification of Individual Consumption According to Purpose*

CyE: Combustibles y Energía

DECNU: Decreto de Necesidad y Urgencia

DEG: Derechos Especiales de Giro

DLK: Títulos ajustados a la evolución del dólar

EDP: Equipo Durable de Producción

EE.CC.: Estados Contables

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica

EMBIG: *Emerging Markets Bond Index Global*

ENGHo: Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

EUR: Euros

FAL: Fondos de Asistencia Laboral

FBCF: Formación Bruta de Capital Fijo

FCI-MM: Fondos Comunes de Inversión Money Market

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

G20: Grupo de los 20

GBA: Gran Buenos Aires

GCF: Gran crisis financiera

GNL: Gas natural licuado

IA: Inteligencia Artificial

i.a.: Interanual

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

IED: Inversión Extranjera Directa

ILA: Indicador Líder de la Actividad Económica

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INMAG: Índice Novillo del Mercado agroganadero

IPC: Índice de Precios al Consumidor difundido por el INDEC

IPC BA: Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

IPC-N INDEC: Categoría Núcleo del IPC

IPC-S BCRA: Inflación Subyacente del BCRA

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPOM: Informe de Política Monetaria

ISAC: Indicador Sintético de la Construcción

IT: *Inflation Targeting*

IVA: Impuesto al Valor Agregado

LECAP: Letras del Tesoro Capitalizables

LEFI: Letras Fiscales de Liquidez

M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

MCBA: Mercado Central de Buenos Aires

Mens: mensual/mensualizada

MEP: Mercado Electrónico de Pagos

MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas

MAE: Mercado Abierto Electrónico

MLC: Mercado libre de cambios

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario
ME: Moneda Extranjera
MOI: Manufacturas de Origen Industrial
MT: Metas de Agregados
MTE: Memorando Técnico de Entendimiento
n.a.: Nominal anual
NEA: Noreste argentino
NOA: Noroeste argentino
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OO.II.: Organismos internacionales
OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo
OTC: *Over the counter*
p.b.: Puntos básicos
p.p.: Puntos porcentuales
p: Proyectado
PBoC: Banco de la República Popular de China
PEA: Población Económicamente Activa
PFE: Programa de Facilidades Extendidas del FMI
PIB: Producto Interno Bruto
PMI: *Purchasing Managers' Index*. Índice de encuestas a gerentes de compras
PP: Productos primarios
PN-26: Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2026
PyMEs: Pequeñas y medianas empresas
REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA
REPOS: Operaciones con compromiso de recompra
RIB: Reservas internacionales brutas
RIGI: Régimen de Incentivos para Grandes Inversiones
RIMI: Régimen de Incentivos para Medianas Inversiones
RIN: Reservas internacionales netas
ROFEX: Mercado a Término de Rosario
RR.II: Reservas internacionales
SDID: *Synthetic Difference-in-Differences*
s.e.: Serie sin estacionalidad
SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
STEySS: Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

SIOPEL: Sistema de Operaciones Electrónicas
TAMAR: Tasa Mayorista de Argentina
TCR: Tipo de cambio nominal
TEA: Tasa Efectiva Anual
TEM: Tasa Efectiva Mensual
TN: Tesoro Nacional
TNA: Tasa Nominal Anual
TPM: Tasa de política monetaria
Trim.: Trimestral / Trimestre
USD: Dólares Americanos
UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
UVA: Unidad de Valor Adquisitivo
Var.: Variación
WEO: *World Economic Outlook* elaborado por el FMI