

Informe de Política Monetaria

Septiembre de 2026



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Política Monetaria

Septiembre de 2026

Contenidos

Pág. 3 | Visión Institucional

Pág. 4 | I. Desarrollos macroeconómicos recientes

Pág. 18 | II. Precios

Pág. 22 | III. Política Monetaria

Pág. 28 | Recuadro 1. Los fundamentos de la reforma de la Carta Orgánica del BCRA

Pág. 35 | Recuadro 2. La administración transparente y eficiente de las reservas en oro del BCRA

Pág. 39 | Recuadro 3. Control de agregados monetarios, inflación y remonetización

Pág. 44 | Recuadro 4. El descenso reciente de la mora favorece el ciclo de crédito bancario

Pág. 50 | 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 avanzar en la liberación del mercado cambiario. La consistencia de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias adoptadas permitió la convergencia de la dinámica de corto plazo a una situación equilibrada, mientras que la perspectiva de reformas estructurales refuerza las expectativas en torno a su sostenibilidad de largo plazo. En este orden, el BCRA seguirá tomando las decisiones de política que faciliten el desarrollo eficiente y prudente de un régimen de competencia de monedas.

El BCRA ha adoptado un régimen de control de los agregados monetarios capaz de brindar un ancla a 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. El esquema actualmente vigente toma también en cuenta las particularidades de una economía caracterizada por la transición desde una configuración inestable 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 con una situación de menor volatilidad agregada. El BCRA seguirá perfeccionando el régimen monetario, orientando sus esfuerzos a mejorar la eficiencia operativa de los mercados financieros domésticos y a fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria, con el fin de impulsar el desarrollo del sistema financiero y crediticio en un entorno de creciente estabilidad nominal.

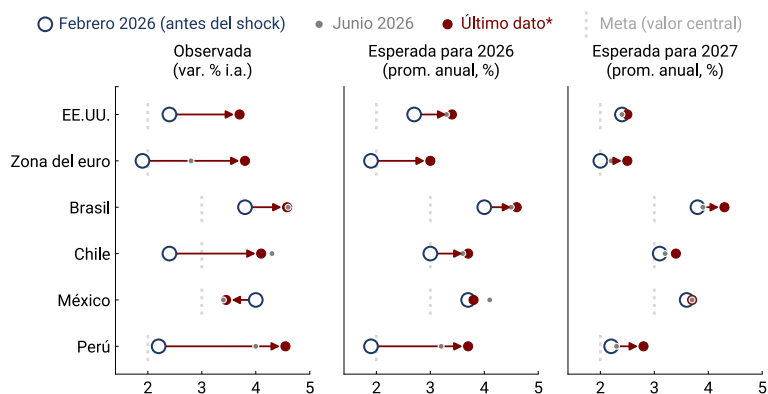
Bajo este marco, la política monetaria buscará que la oferta de dinero acompañe de cerca la recuperación de la demanda real de dinero. El BCRA considera que están dadas las condiciones para priorizar el abastecimiento de la demanda de dinero a través de la compra de divisas, facilitando el objetivo de acumulación de reservas internacionales. En la persecución del mandato de su carta orgánica, el Directorio del BCRA velará por preservar el valor de la moneda, utilizando todas las herramientas de política monetaria a su disposición. En este sentido, el Poder Ejecutivo ha enviado al Honorable Congreso de la Nación un proyecto de reforma de la Carta Orgánica que, de aprobarse, contribuirá a institucionalizar la disciplina monetaria adoptada y a dotar de una creciente credibilidad a sus decisiones monetarias futuras.

I. Desarrollos macroeconómicos recientes

I.1. Condiciones internacionales para la Argentina

1. La prolongación del conflicto en Medio Oriente, el principal riesgo señalado en el IPOM anterior, volvió a elevar los precios de la energía y renovó las presiones inflacionarias globales. El tránsito por el Estrecho de Ormuz no se normalizó, la negociación entre las partes no avanza y el conflicto se extendió al Mar Rojo, con ataques a la ruta alternativa saudita —el oleoducto Este-Oeste y el puerto de Yanbu—, una vía que permite exportar crudo sin pasar por Ormuz. Además, se agotan los factores que habían amortiguado el impacto inicial: los inventarios de petróleo siguen cayendo y Europa llega al invierno con bajos niveles de gas almacenado. La inflación interanual supera su nivel previo al shock en cinco de las seis economías seleccionadas (países de la región y economías grandes) y las proyecciones para 2026 se revisaron al alza en todas ellas (ver Gráfico I.1.1). Los riesgos vuelven a concentrarse en tres frentes: que el shock energético se prolongue, que las condiciones financieras internacionales se deterioren de forma abrupta y que la economía mundial crezca menos.

Gráfico I.1.1 | Metas de inflación e inflación observada y esperada en economías seleccionadas: antes del shock petrolero internacional, un trimestre atrás y último dato



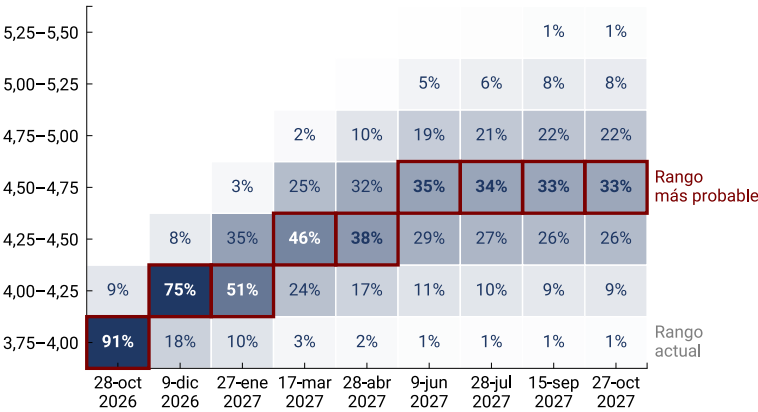
* Observada: septiembre de 2026. Pronósticos: encuestas publicadas en octubre (EE.UU., zona del euro y América Latina). Cuando dos valores coinciden, los marcadores se superponen. Febrero es el último dato previo al alza del petróleo de marzo. Esperada: consenso FocusEconomics (promedio anual), encuestas del 24-feb, 23-jun y 20-oct (EE.UU. y zona del euro) y del 10-feb, 9-jun y 7-oct (América Latina). El pronóstico para 2026 ya incorpora los datos observados del año. La meta de la Reserva Federal se refiere al PCE. Fuente: BCRA en base a datos de BLS, Eurostat, IBGE, INE, INEGI, INEI y FocusEconomics.

2. La Reserva Federal de los Estados Unidos subió su tasa de política por primera vez desde 2023, en línea con otros bancos centrales de economías avanzadas, y los mercados anticipan incrementos adicionales. El 16 de septiembre el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) elevó por unanimidad el rango de la tasa de *Fed Funds* en 0,25 puntos porcentuales (p.p.) a 3,75%–4,00% y eliminó de su comunicado la referencia a los shocks de oferta como causa de la inflación, con lo que dejó de tratar el encarecimiento de la energía como un shock que la política monetaria puede pasar por alto. La mediana de las proyecciones del FOMC implica una suba adicional este año, y los futuros de la tasa de *Fed Funds* descuentan un sendero más contractivo que el propio FOMC, con 4,50%–4,75% como rango más probable para mediados de 2027 (ver Gráfico I.1.2). En EE.UU. ese shock de costos coincide con una demanda firme, sostenida en parte por la inversión en inteligencia artificial, y con una inflación que lleva más de cinco años por encima de la meta, lo que

eleva el riesgo de efectos de segunda ronda. El Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón también subieron sus tasas y el Banco de Inglaterra advirtió que una suba en noviembre es cada vez más difícil de evitar.

Gráfico I.1.2 | Tasa de Fed Funds: probabilidad de cada rango por reunión del FOMC

Implícita en los futuros de Fed Funds a 30 días, en %

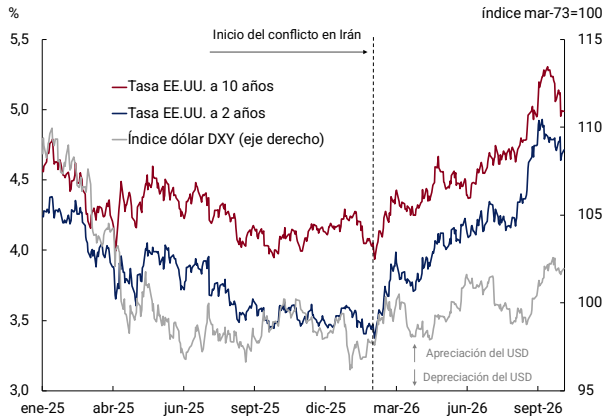


Nota: el recuadro bordó indica el rango más probable en cada reunión. Celdas sin número y rangos no mostrados: probabilidad menor a 1%. Vista condicional. Datos al 27-oct-26.
Fuente: BCRA en base a datos de CME FedWatch.

3. Las tasas de interés de mercado, observadas en los rendimientos de la deuda soberana de largo plazo, alcanzaron máximos de dos décadas o más en varias economías avanzadas. Las subas más intensas se registraron en las economías más endeudadas. El rendimiento del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años superó 5,3% a comienzos de octubre, su nivel más alto desde 2002, y luego bajó a alrededor de 5% (ver Gráfico I.1.3). Desde el inicio del conflicto, el impulso provino sobre todo de la revisión de la trayectoria esperada de la tasa de política, por lo que el rendimiento a 2 años subió más que el de 10 años. A ello se suman factores más persistentes: las elevadas necesidades de financiamiento público y la emisión de deuda de largo plazo de las grandes empresas tecnológicas para financiar la inversión en inteligencia artificial. También incide una menor demanda de bonos del Tesoro por parte de las economías superavitarias de Asia, que vuelcan sus excedentes a otros activos. Los retornos de los bonos de Japón y del Reino Unido a 10 años también alcanzaron máximos de dos décadas o más. Las mayores subas de los rendimientos en economías con elevadas relaciones de endeudamiento, como el Reino Unido, Francia, Japón, Italia y EE.UU., sugieren que los inversores prestan mayor atención al riesgo fiscal. Para la Argentina, como para cualquier emisor soberano, estos movimientos elevarían el costo absoluto del financiamiento en dólares.

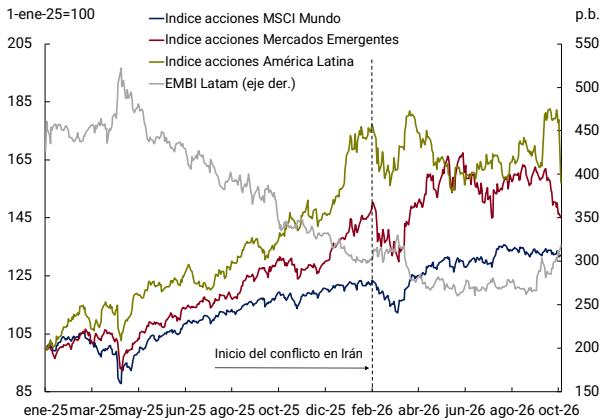
4. Las condiciones financieras de las economías emergentes se endurecieron, aunque los *spreads* soberanos se mantienen en niveles históricamente bajos. En septiembre, el dólar se fortaleció y los rendimientos de los bonos soberanos emergentes en dólares subieron, arrastrados por los del Tesoro de EE.UU. En la última semana del mes también retrocedieron las acciones, pero a comienzos de octubre recuperaron terreno, sobre todo las de América Latina. A mediados de octubre, la corrección de las acciones tecnológicas afectó principalmente a las bolsas asiáticas, y el 26 de octubre las de América Latina cayeron 12%. Las de los mercados emergentes se ubican 6% por debajo de sus niveles de fines de julio y las de América Latina, 5% por debajo (ver Gráfico I.1.4). A fines de agosto, el EMBI Latam se ubicaba en uno de sus registros más bajos desde 2007; desde entonces, el *spread* aumentó 48 puntos básicos (p.b.). Con primas bajas, hay poco margen para que compresiones adicionales compensen las subas de las tasas internacionales.

Gráfico I.1.3 | Tasas de interés de EE.UU. e índice dólar



En el índice dólar DXY aumentos significan apreciación del dólar y viceversa. Datos al 26-oct-26.
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Gráfico I.1.4 | Mercados de acciones y EMBI



Nota: Índice MSCI sin dividendos. EMBI Latam: hasta el 3-sep-26, con la metodología anterior; desde el 4-sep-26, empalmado con la variación diaria de la nueva metodología de J.P. Morgan (ponderación por duración y exclusión de bonos en default). Datos al 26-oct-26.
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg y J.P. Morgan.

5. Los precios de las materias primas que exporta la Argentina subieron desde el IPOM anterior, principalmente por el petróleo. El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) aumentó 3% en agosto, con subas en sus tres componentes encabezadas por el petróleo, y 6% en septiembre, cuando se ubicó 28% por encima del promedio de 2025. Los futuros para fines de 2026 ubican el índice 21% por encima de ese promedio (ver Cuadro I.1.1). El Brent volvió a superar los USD 100 por barril tras el ataque al oleoducto saudita, luego de promediar USD 84 en junio y julio (ver Gráfico I.1.5). En la segunda quincena de octubre superó los USD 115, su nivel más alto desde abril. Para fines de 2026, los futuros cotizan en torno a USD 114 por barril, frente a los USD 82 en el IPOM anterior. La curva de futuros del Brent desciende marcadamente hacia 2027, en línea con precios elevados en lo que resta del año y una moderación posterior. En septiembre, la soja, el trigo y el maíz cotizaron por encima de los niveles de julio y muy por encima de sus promedios de 2025, aunque sus futuros para fines de 2026 están por debajo de los niveles de septiembre. Para la Argentina, la mejora de los precios de exportación compensaría parcialmente el endurecimiento de las condiciones financieras externas.

Gráfico I.1.5 | Precio del petróleo Brent



Nota: Datos al 26-oct-26.
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

Cuadro I.1.1 | Precios de materias primas

En USD corrientes

Commodities	2025	II-Trím 2026	Jul-26	Ago-2026	Sep-2026	2026 (futuros)
Soja	382	427	439	441	480	453
Trigo	196	224	237	248	264	226
Maíz	173	175	175	185	206	177
Brent	69	97	84	88	102	114
IPMP	256	312	299	308	328	311

Nota: Soja, trigo y maíz: USD por tonelada. Brent: USD por barril. IPMP: índice dic-01=100 (Índice de Precios de las Materias Primas del BCRA). Todos los datos, excepto los de futuros, son promedio del período. Datos hasta el 26-oct-26.
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

6. El crecimiento previsto para los principales socios comerciales de la Argentina se revisó levemente a la baja respecto del IPOM anterior, principalmente por menores expectativas de expansión de Brasil y una composición del crecimiento estadounidense menos favorable. El promedio de las proyecciones¹ se ubica en torno a 2,4% para 2026 y 2,3% para 2027, frente a 2,5% y 2,4%, respectivamente, previstos en el IPOM anterior (ver Cuadro I.1.2). En Brasil, principal destino de las manufacturas de origen industrial argentinas, las proyecciones de crecimiento se redujeron a 2% para 2026 y a 1,7% para 2027, tras una caída del consumo de los hogares en el segundo trimestre. Por su parte, China creció 4,5% interanual en el tercer trimestre, tras 4,3% en el segundo, el menor ritmo desde fines de 2022. En Estados Unidos, aunque los indicadores anticipan una aceleración de la actividad en el tercer trimestre, la composición del crecimiento sería menos favorable para la Argentina: la demanda asociada a la inversión en inteligencia artificial se dirige sobre todo a los productores de equipos electrónicos, como Taiwán, Corea y México. Para la zona del euro se elevaron las proyecciones de crecimiento a 1% en 2026 y 1,2% en 2027, aunque la región seguiría creciendo por debajo del ritmo alcanzado en 2025.

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

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

Fuente: BCRA, FMI, OCDE, Bloomberg, encuesta Focus (sólo Brasil) y BCE (sólo zona del euro).

7. Los principales riesgos son que los precios de la energía se mantengan elevados por más tiempo, lo que generaría una mayor inflación global y políticas económicas más restrictivas, y que las condiciones financieras internacionales se endurezcan de manera abrupta. Estos riesgos serían más difíciles de contrarrestar que en episodios anteriores. Con la inflación por encima de las metas, los bancos centrales tienen menos margen para bajar las tasas. Además, con niveles elevados de deuda pública y de rendimientos, también resulta más acotado el margen fiscal. Según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), el pago de intereses de los gobiernos de las economías avanzadas ya equivale al 3,3% del PIB, 1,5 p.p. más que a fines de 2021. Una prolongación del conflicto sin los amortiguadores que contuvieron el primer impacto podría traducirse en nuevas subas de precios y en políticas monetarias más restrictivas. En los mercados financieros, el riesgo central es un ajuste desordenado de los bonos que se traslade a otros activos. Japón o la zona del euro son un posible canal de amplificación. En el primer caso, el yen siguió débil pese a las intervenciones cambiarias y a las subas de tasas del Banco de Japón. El riesgo puede materializarse por dos vías opuestas: una apreciación abrupta que fuerce el desarme del *carry trade* o nuevas ventas de activos de reserva para sostener la moneda. Cualquiera de las dos vías podría generar efectos sobre otros mercados de deuda. En la zona del euro, la incertidumbre política y fiscal en Francia llevó el rendimiento de su bono a 10 años a alrededor de 5%, su nivel más alto desde 2002, y su diferencial con el bono alemán a más de 150 p.b., el más amplio

¹ Promedio simple entre las proyecciones del FMI (Panorama Económico Global, octubre de 2026) y del mercado (según Bloomberg) a octubre de 2026; para Brasil se incluye además la encuesta Focus del Banco Central de Brasil, y para la zona del euro, las proyecciones del BCE. 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, zona del euro y Estados Unidos). [Ver metodología ITCRM.](#)

desde la crisis de deuda soberana de 2011–2012. Un cambio en las expectativas sobre la inteligencia artificial, cuya inversión se financia cada vez más con deuda, podría operar en el mismo sentido, en un contexto en el que ya se observan tensiones en el crédito privado a empresas de *software*. En la actividad, persiste el riesgo de una desaceleración mayor en Brasil y China. Como factor favorable, la tregua comercial entre EE.UU. y China se extendió hasta enero de 2027. Estos riesgos podrían afectar a la Argentina a través de la demanda externa, las condiciones de financiamiento y los precios de las materias primas.

I.2. Contexto local

8. En un entorno internacional más adverso, la actividad económica moderó su ritmo de expansión interanual en el segundo trimestre de 2026. El PIB se vio afectado por un entorno internacional menos favorable. En particular, aumentó la inflación internacional, se desaceleró el crecimiento de los principales socios comerciales de Argentina y se endurecieron las condiciones de financiamiento externo (ver sección Contexto Internacional). A su vez, incidió negativamente la normalización de la actividad agropecuaria tras las cosechas récord de trigo, maíz y girasol, anticipada en el IPOM anterior. En ese marco, el PIB de Argentina se contrajo 0,6% s.e. en el segundo trimestre respecto del primero, luego de crecer durante siete períodos consecutivos y acumular una suba de 8,8% s.e. (ver Gráfico I.2.1a). En términos interanuales, el PIB creció 2,0%, 0,2 p.p. por debajo del registro del trimestre previo.

9. El proceso de crecimiento continuó liderado por las exportaciones, lo que contribuye a su sostenibilidad. En el segundo trimestre, las exportaciones volvieron a crecer con fuerza: 2,5% s.e. trimestral y 13,7% interanual. De esta forma, alcanzaron un nuevo máximo histórico. En contraste, el Consumo privado registró una caída trimestral de 2,4% s.e., luego de acumular un incremento de 15% s.e. durante los siete trimestres previos. Entre los factores determinantes de la baja del Consumo privado se destacan las leves retracciones de los salarios reales, del crédito al consumo y una normalización en el nivel de importaciones de bienes y servicios finales², que se encontraban en niveles elevados. En términos interanuales, el Consumo privado desaceleró su ritmo de expansión desde 3,1% en el primer trimestre hasta 0,4% en el segundo. Por su parte, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) también se contrajo respecto del trimestre previo (-0,8% s.e.), aunque continuó moderando su ritmo de caída, tal como se anticipó en el IPOM de junio de 2026 (ver Gráfico I.2.1b).

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

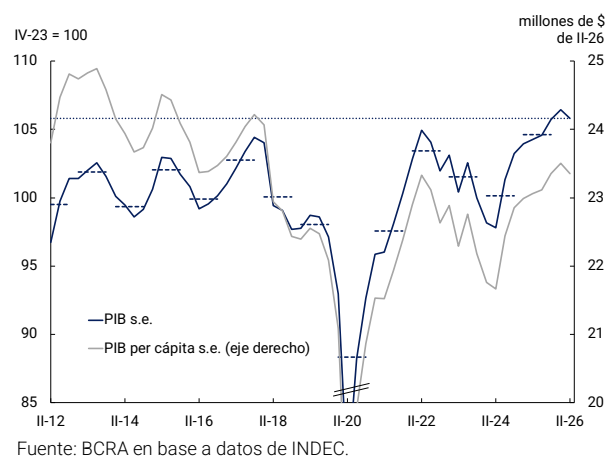
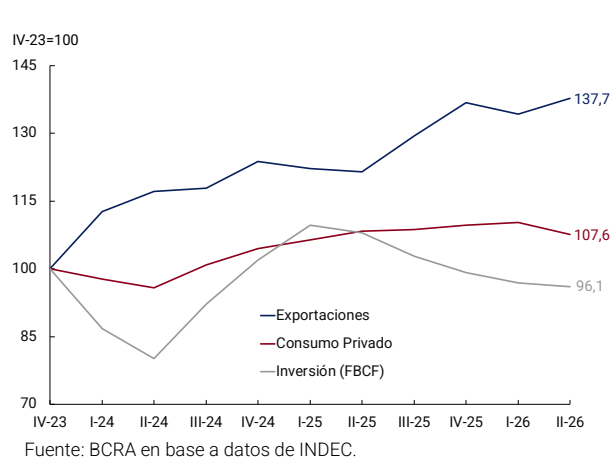


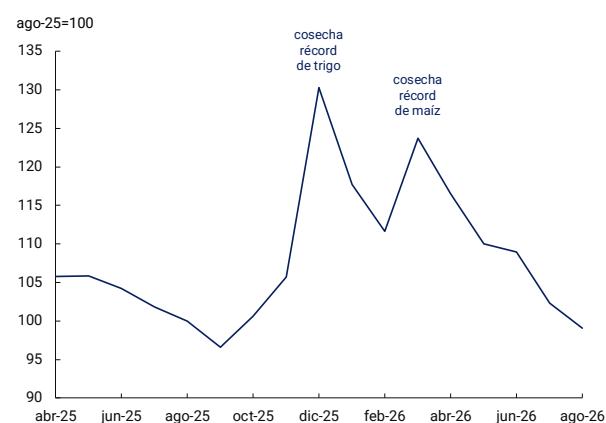
Gráfico I.2.1b | Componentes de la demanda s.e.



² En el segundo trimestre de 2026 se registraron caídas significativas en las importaciones de vehículos (-16% i.a. en unidades), del resto de los bienes durables (-18% i.a. en índice de volumen) y del turismo emisor (-16% i.a. en salidas).

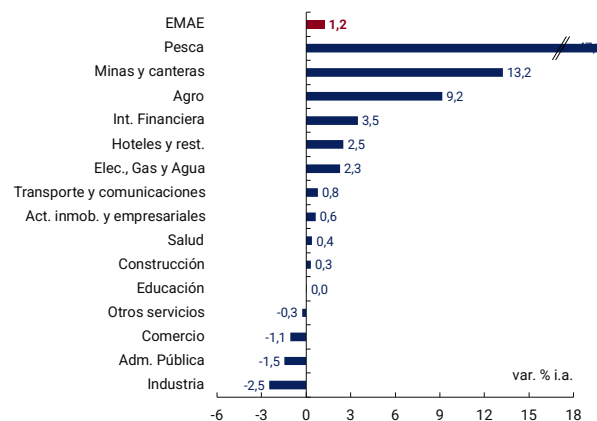
10. Durante el tercer trimestre siguió desacelerándose el ritmo de crecimiento acumulado en el año, sobre todo por factores transitorios. A la normalización de la actividad del sector agropecuario tras las cosechas agrícolas récord (ver Gráfico I.2.2a), se sumaron factores transitorios que incidieron principalmente sobre los sectores cíclicos del PIB, entre ellos Industria, Construcción y Comercio. En particular, se destacaron las interrupciones del suministro de gas por red a establecimientos industriales (debidas a la mayor demanda residencial ante las bajas temperaturas) y los mayores niveles de lluvias y nevadas en ciertas regiones del país. Estos factores tuvieron una incidencia significativa en julio, mientras que el nivel de actividad se estabilizó en agosto. Si bien estos factores incidieron negativamente sobre el promedio del tercer trimestre, las perspectivas para septiembre sugieren que la actividad económica de los sectores cíclicos habría comenzado a recuperarse³. Esta evolución dejaría un arrastre positivo para el cuarto trimestre de 2026. Pese a la desaceleración de la actividad, en los primeros ocho meses del año la economía acumuló un crecimiento de 1,2% respecto de igual período de 2025.

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



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, desestacionalización propia.

Gráfico I.2.2b | Evolución sectorial interanual EMAE Acumulado enero-agosto



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

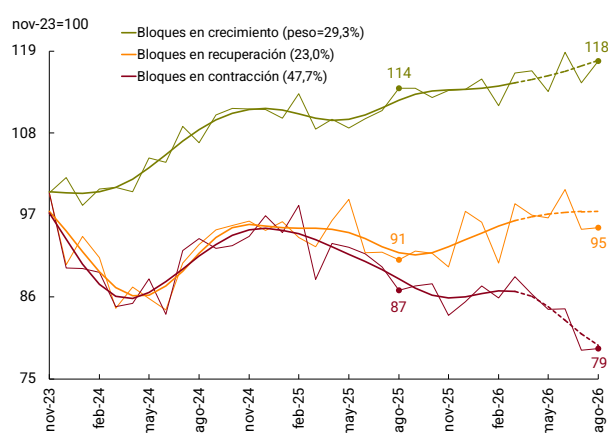
11. Los sectores orientados a la exportación continuaron registrando un crecimiento significativo. Entre los más dinámicos sobresalen Explotación de minas y canteras, Agro y Pesca. El crecimiento interanual de estas actividades, que destinan la mayor parte de su producción a la exportación, aumentó las remuneraciones de los factores productivos y, de este modo, impulsó la demanda de otros bienes y servicios producidos localmente. En efecto, sectores como Intermediación financiera, Electricidad, gas y agua, Hoteles y restaurantes y Transporte y comunicaciones registraron alzas en lo que va de 2026 frente a igual período de 2025. Otros sectores relevantes, como Construcción y Comercio, registran niveles de actividad similares o levemente menores a los de un año atrás. La Industria, en cambio, es el único sector privado con una caída interanual pronunciada, como resultado de un proceso de reconversión gradual (ver Gráfico I.2.2b).

12. Las ramas más competitivas continúan ganando participación en la industria. Desde principios de 2024 se produjo un cambio de modelo económico centrado en la búsqueda de eficiencia mediante la desregulación y la apertura comercial. En ese marco, la industria doméstica atraviesa un proceso de reconversión en el que

³ El despacho total de cemento (Asociación de Fabricantes de Cemento Portland —AFCP—), subió 6,4% s.e. en sep-26, dejando un arrastre de 5,8% para el IV-26, en tanto que las ventas minoristas (Confederación Argentina de la Mediana Empresa —CAME—) subieron en ago-26 y sep-26, dejando sep-26 un arrastre de 0,4% s.e. para el IV-26. Asimismo, tanto los patentamientos de autos como los patentamientos de motos subieron fuertemente en ago-26 y sep-26, dejando el dato de sep-26 un arrastre de 6,5% y 5,7% s.e. para el IV-26, respectivamente.

las firmas y ramas con mayor dependencia de la protección comercial continúan registrando caídas significativas (-9,0% i.a. en ago-26). Este grupo de bloques en contracción incluye, por ejemplo, las ramas productoras de equipos de informática, textiles, electrodomésticos y calzado. En cambio, las ramas más competitivas y orientadas a exportar crecieron (3,2% i.a.) y alcanzaron niveles récord (ver Gráfico I.2.3). Entre estos bloques en crecimiento de la industria se destacan la molienda de oleaginosas, los refinados del petróleo y los productos farmacéuticos. Un tercer grupo de ramas industriales, principalmente productoras de productos químicos e insumos intermedios, se contrajo en 2024 y 2025 pero revirtió esa tendencia y retomó el crecimiento en 2026 (4,8% i.a.). Hacia adelante, se espera que, a medida que las ramas exportadoras aumenten su participación en el sector, la industria en su conjunto modere su contracción y luego alcance tasas de variación positivas.

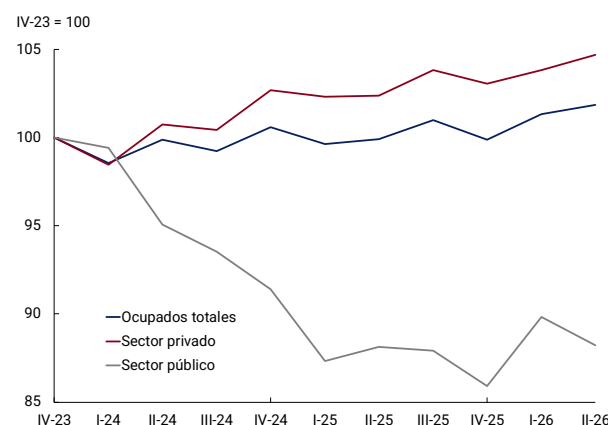
Gráfico I.2.3 | Actividad industrial por grupos de bloques según su desempeño



Fuente: BCRA en base a datos del IPI manufacturero, INDEC.

13. La tasa de desempleo continuó en niveles históricamente bajos. En el segundo trimestre de 2026, la tasa de desocupación abierta fue de 7,9%, 0,3 p.p. superior a la de igual período de 2025. Esto se debió a que el empleo creció (2,0%) levemente menos que la Población Económicamente Activa (PEA; 2,4%). El aumento interanual del empleo se concentró en el sector privado (2,4%), mientras que el empleo público se mantuvo prácticamente estable. De esta forma, la cantidad de trabajadores del sector privado acumuló un crecimiento de 4,7% s.e. respecto del cuarto trimestre de 2023 (ver Gráfico I.2.4).

Gráfico I.2.4 | Evolución del empleo privado y público s.e.

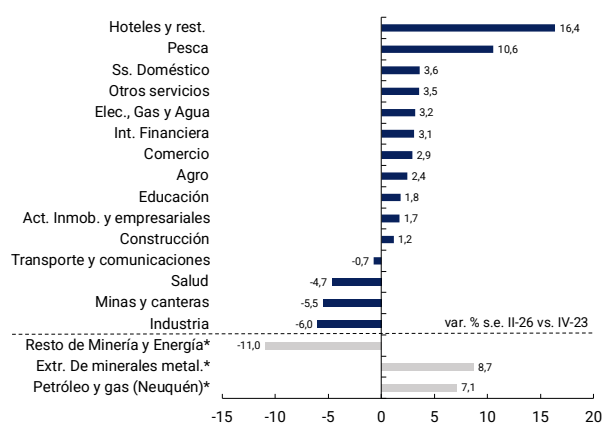


Fuente: BCRA en base a datos de EPH de INDEC.

14. Durante los últimos dos años se crearon puestos de trabajo en la mayor parte de los sectores económicos.

Considerando todas las modalidades de empleo, los puestos de trabajo se expandieron en 11 de los 15 sectores del ámbito privado (ver Gráfico I.2.5). Las principales excepciones son Industria y Explotación de minas y canteras, aunque dentro de este último sector creció el empleo en los subsectores de minería metalífera y de extracción no convencional de petróleo y gas. El incremento del empleo privado fue liderado por el empleo no asalariado y el asalariado informal, mientras que el empleo asalariado formal continuó perdiendo participación, tendencia que registra desde hace más de diez años. La Ley de Modernización Laboral, promulgada en marzo de este año, busca reactivar el mercado de trabajo formal. Con ese objetivo aumenta la flexibilidad y reduce en parte los costos de contratar y de las eventuales indemnizaciones al terminar una relación laboral.

Gráfico I.2.5 | Evolución sectorial de los puestos de trabajo en el sector privado



* Las variaciones desestacionalizadas abarcan el período IV-23 a I-26 según datos disponibles de la OEDE.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC (CGI) y STEySS (OEDE).

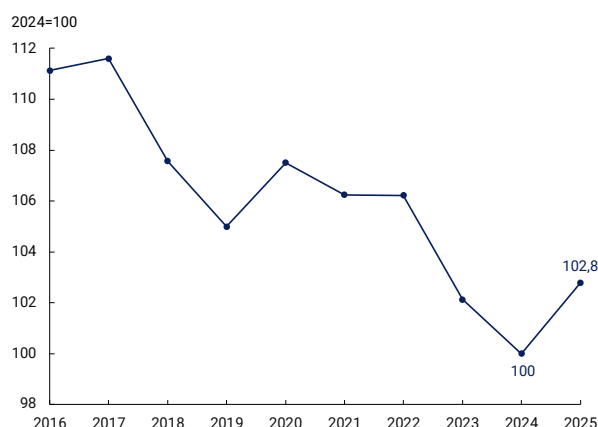
15. Las tasas de pobreza e indigencia se mantuvieron significativamente por debajo de los máximos verificados a fines del gobierno anterior. Luego de las fuertes reducciones observadas desde fines de 2023, las tasas de pobreza e indigencia registraron leves aumentos interanuales en el primer semestre de 2026. La pobreza alcanzó 32,3% (+0,7 p.p.) y la indigencia 7,5% (+0,6 p.p.). Hacia adelante, se espera que la aceleración del crecimiento económico y la reducción de la inflación vuelvan a reflejarse en mejoras en las condiciones de vida de la población.

16. Para el cuarto trimestre se prevé una recuperación del PIB luego de la caída del tercer trimestre. Una vez que se normalice la actividad del agro y se disipen los factores transitorios que afectaron a la economía en julio, el PIB del cuarto trimestre registraría un aumento significativo. Más allá de la volatilidad de corto plazo de los indicadores mensuales de actividad, que podrían verse afectados por la excepcional reducción de días hábiles prevista para noviembre⁴, el PIB crecería por segundo año consecutivo en 2026. No obstante, existen riesgos en el corto plazo: que se agraven los conflictos geopolíticos, que las condiciones financieras internacionales se endurezcan o que la demanda externa crezca menos. Estos riesgos para el escenario podrían afectar la inversión y el desempeño de algunos sectores transables.

4 El Decreto 1103/2026 establece un cronograma de feriados por la visita oficial del papa León XIV a la Argentina, que se llevará a cabo entre el 8 y el 11 de noviembre de 2026. El lunes 9 de noviembre será feriado nacional, el martes 10 será feriado exclusivamente en CABA y la Provincia de Córdoba y, por último, el miércoles 11 de noviembre será feriado exclusivamente en la Provincia de Buenos Aires.

17. El proceso de crecimiento económico se profundizará en el mediano plazo. Se espera que la expansión del agro, la minería, la producción de hidrocarburos y las ramas industriales con capacidad exportadora se propague con mayor intensidad al resto de los sectores económicos. En particular, se prevé que los encadenamientos productivos y los efectos multiplicadores asociados con la inversión y el empleo generen un impulso adicional al crecimiento en el mediano y largo plazo⁵. El nuevo modelo económico lanzado en 2024 incentivó el aumento de la productividad total de los factores (PTF) en Argentina durante 2025, luego de cuatro años consecutivos de contracción⁶ (ver Gráfico I.2.6). Este proceso se verá reforzado por distintas iniciativas destinadas a mejorar los incentivos a la producción, la inversión y el empleo. Entre ellas, se destacan la Ley de Modernización Laboral, el Régimen de Incentivos para Medianas Inversiones (RIMI), los Fondos de Asistencia Laboral, la Ley de Presunción de Inocencia Fiscal, la Ley de Glaciares, el Régimen de Incentivos para Grandes Inversiones (RIGI), el Súper RIGI y la simplificación de las regulaciones del mercado de capitales⁷. A estas iniciativas se suman las privatizaciones y las concesiones viales y de la hidrovía. La estabilidad macroeconómica, la apertura comercial, las políticas de desregulación y facilitación del comercio, la baja de impuestos y el aumento del crédito bimonetario (ver Párrafo 48) complementarían estas políticas. El crecimiento económico también será impulsado por la flexibilización parcial del régimen de préstamos en dólares a empresas y por el lanzamiento del Programa de licitación de depósitos a plazo fijo con destino a crédito hipotecario (ver Párrafos 41 y 51).

Gráfico I.2.6 | Evolución de la productividad total de los factores productivos



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

18. La perspectiva de recuperación de la actividad en el cuarto trimestre de 2026 y de continuidad del crecimiento en los próximos años es compartida por los participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) elaborado por el BCRA. Los analistas del mercado estiman que el crecimiento se retomaría desde el cuarto trimestre, luego de una caída de 1,0% s.e. en el tercero. En efecto, prevén una expansión de 1,8% s.e. en el último trimestre del año, seguido de un aumento de 0,7% s.e. en el primer trimestre de 2027 (ver Gráfico

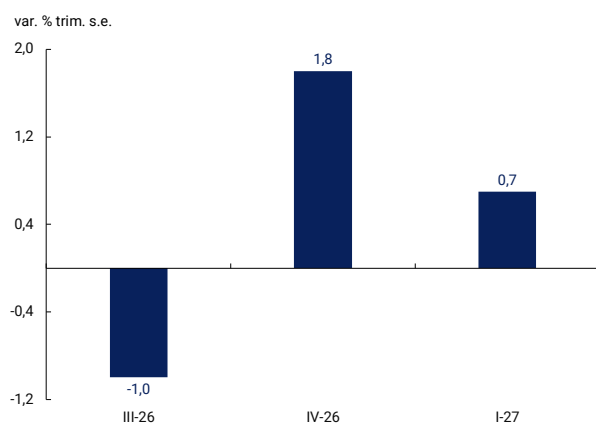
5 El desarrollo de Vaca Muerta en Neuquén ilustra este mecanismo: la demanda de infraestructura, insumos industriales y servicios, junto con el mayor consumo asociado a los nuevos trabajadores, permitió que buena parte del empleo se generara fuera del propio sector petrolero (ver Párrafo 13 del [IPOM del segundo trimestre de 2026](#)).

6 INDEC (2026). Medición de la productividad 2016-2025 y el stock de capital 2004-2025 de la República Argentina. Activos fijos. Documento de trabajo N.º 52. Instituto Nacional de Estadística y Censos, Buenos Aires, octubre de 2026.

7 En 2026, la Comisión Nacional de Valores (CNV) profundizó la simplificación del marco regulatorio del mercado de capitales. Mediante las Resoluciones Generales 1145 a 1150, amplió el régimen de oferta pública automática y eliminó la autorización previa para la mayoría de las emisiones de obligaciones negociables, acciones, fideicomisos financieros y fondos comunes de inversión cerrados, bajo las condiciones previstas en la normativa. Asimismo, la Resolución General 1152 flexibilizó determinadas restricciones aplicables a las operaciones de los Agentes de Liquidación y Compensación (ALyCs) y de los agentes de negociación con valores negociables liquidados en moneda extranjera, mientras que la Resolución General 1162 modificó integralmente el régimen de transparencia e información de los participantes del mercado.

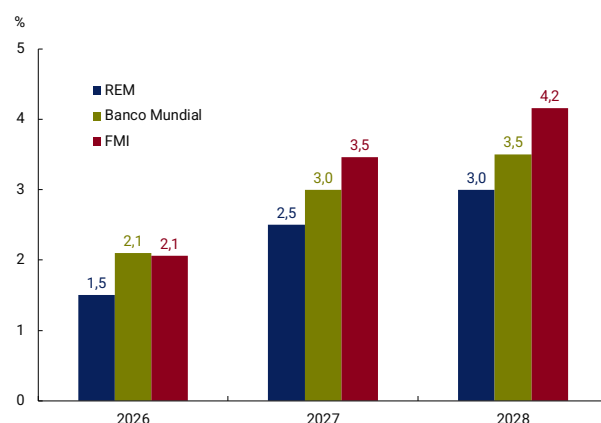
I.2.7). Para 2026 proyectan un crecimiento anual de 1,5%, ritmo que se aceleraría a 2,5% en 2027 y a 3,0% en 2028. En la misma línea, el Fondo Monetario Internacional prevé tasas de crecimiento significativas para los próximos años (ver Gráfico I.2.8). Estas proyecciones reflejan una visión favorable del crecimiento, cimentada en la sólida disciplina fiscal y en la fortaleza del sector externo.

Gráfico I.2.7 | Perspectivas de crecimiento trimestral



Fuente: REM-BCRA (Sep-26).

Gráfico I.2.8 | Proyecciones anuales de crecimiento económico 2026-2028

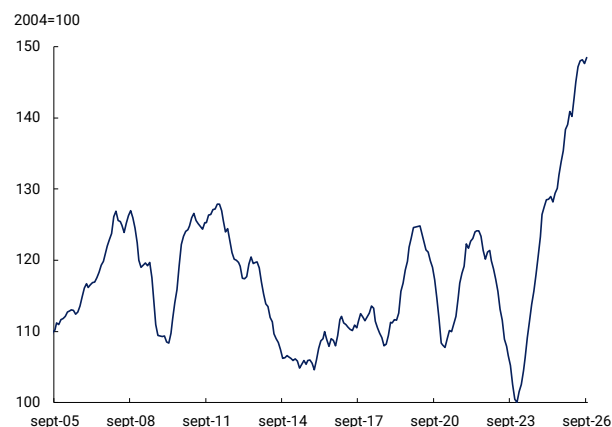


Fuente: REM-BCRA (Sep-26), Banco Mundial (*Regional Reports Oct-26*) y FMI (WEO Oct-26).

19. La economía siguió consolidando su perfil exportador. El principal factor estructural fue el crecimiento sostenido de las exportaciones de petróleo y litio. En consecuencia, las cantidades exportadas de los últimos 12 meses alcanzaron un nuevo máximo histórico (ver Gráfico I.2.9). A este avance se sumaron dos factores transitorios en el tercer trimestre de 2026. Por un lado, la cosecha récord elevó los volúmenes exportables del complejo agroindustrial. Por otro, el conflicto bélico en Medio Oriente mantuvo elevados los precios internacionales de distintas materias primas y mejoró los términos del intercambio. En tanto, las cantidades importadas se mantuvieron estables ante la desaceleración de la demanda interna.

Gráfico I.2.9 | Cantidades exportadas de bienes

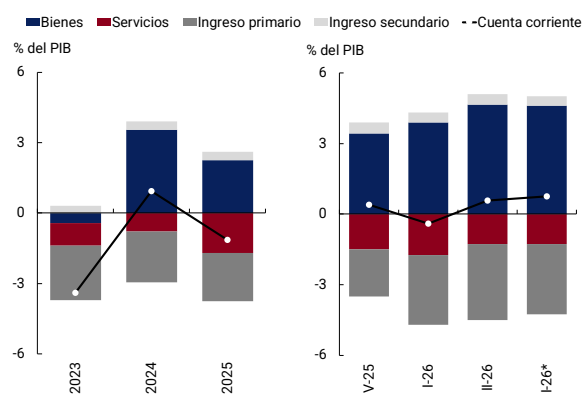
Prom. móv. 12 meses



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

20. El equilibrio externo se fortalece bajo el orden macroeconómico y la disciplina fiscal. En el tercer trimestre de 2026 la cuenta corriente de la balanza de pagos internacionales habría registrado un nuevo superávit. El holgado superávit de bienes más que compensó los déficits estructurales de servicios e ingreso primario. Ajustado por estacionalidad y anualizado, el saldo habría sido cercano a 0,7 p.p. del PIB (ver Gráfico I.2.10). Así, la cuenta corriente habría registrado superávit en tres de los últimos cuatro trimestres. Este desempeño estuvo respaldado por fundamentos estructurales asociados al equilibrio fiscal, la flexibilidad cambiaria y la inversión en sectores exportadores. También contribuyeron factores coyunturales, como la mejora observada de los términos de intercambio.

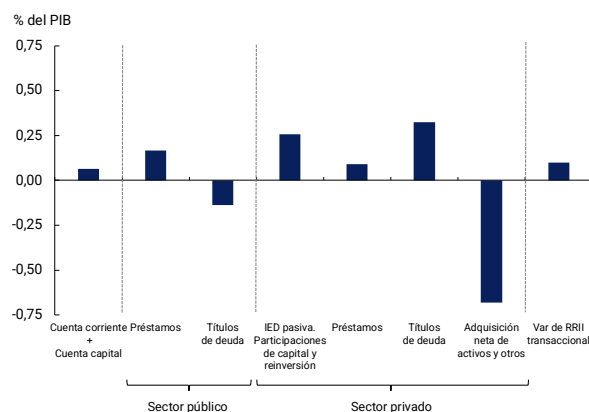
Gráfico I.2.10 | Cuenta corriente de la Balanza de Pagos Internacionales



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

21. Los flujos financieros siguieron fortaleciendo la posición externa de la economía. El endeudamiento externo neto de las firmas habría sido la principal fuente de divisas, seguido por los flujos netos de inversión extranjera directa en el país. Por su parte, el sector público habría registrado leves ingresos netos en el trimestre. La principal fuente fueron los préstamos obtenidos por el gobierno nacional garantizados por organismos internacionales (ver Párrafo 27). Al mismo tiempo, el sector privado no financiero incrementó su tenencia de activos externos, lo que compensó parcialmente esos ingresos. En conjunto, estos movimientos permitieron un nuevo aumento de las reservas internacionales y fortalecieron la posición externa frente a posibles shocks (ver Gráfico I.2.11 y Capítulo 3. Política Monetaria).

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



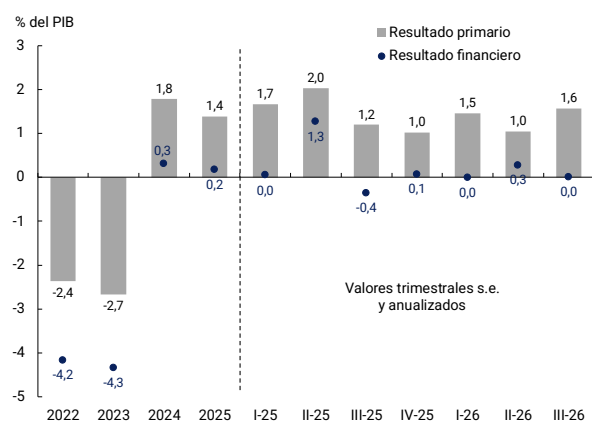
Valores estimados. Sector público: Gobierno General y BCRA.
Sector privado: Resto. Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

22. Las perspectivas para el sector externo siguen siendo favorables. Con más exportaciones, el superávit comercial de bienes se podría sostener aun si la recuperación de la economía aumenta las importaciones. Este resultado estaría respaldado por dos factores. Por un lado, los proyectos de inversión impulsarían aún más la producción energética y minera. Por otro, se mantienen las buenas perspectivas para la próxima campaña agrícola. La apertura comercial también ampliaría el acceso a mercados y a financiamiento externo. Entre los avances recientes se destacan dos. Uno es el acuerdo entre el Mercosur y Singapur. El otro es la cooperación estratégica con Estados Unidos en proyectos de infraestructura como lo es el Corredor Andes-Atlántico. La incertidumbre permanece alta en el plano geopolítico y en el financiero. En ese contexto, los cambios estructurales del sector externo ayudarían a que se mantengan los amplios superávits comerciales en 2026 y en 2027, y a que la macroeconomía sea más estable y sostenible. La proyección de superávit comercial para 2026 de los participantes del REM aumentó nuevamente y alcanzó USD 25.700 millones.

23. El superávit de las cuentas públicas se consolida como ancla del programa económico. En el tercer trimestre de 2026, el Sector Público Nacional No Financiero (SPNF) tuvo un superávit primario en base caja de \$ 6,4 billones. Ajustado por estacionalidad y anualizado el superávit fue de 1,6% del PIB (ver Gráfico I.2.12).

Gráfico I.2.12 | Resultado fiscal del SPNF

Base caja

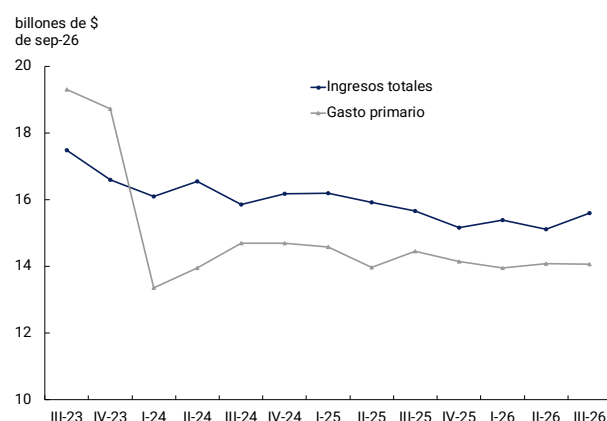


III-26: PIB estimado.

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

Gráfico I.2.13 | Ingresos y gasto primario del SPNF

Base caja promedio mensual, s.e.



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

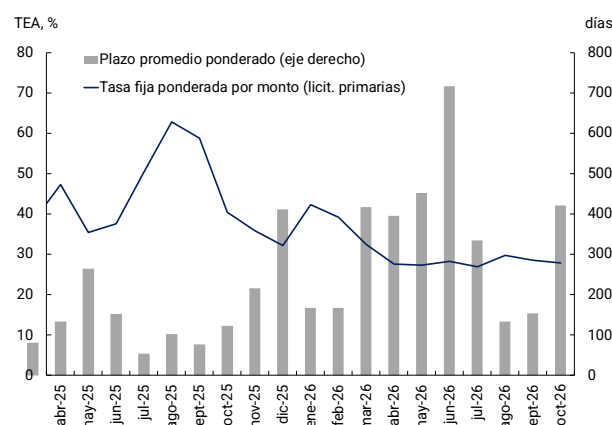
24. Aún con baja de tributos, los ingresos fiscales crecen. En el tercer trimestre de 2026 los ingresos del SPNF alcanzaron su nivel más alto desde igual período de 2025. La serie con ajuste estacional de los ingresos totales del SPNF creció 3,2% s.e. respecto al segundo trimestre de 2026 (ver Gráfico I.2.13). Los recursos tributarios y de la seguridad social aumentaron 2,6% s.e. en el trimestre. Se destacó el aporte del Impuesto a las Ganancias, explicado por el traslado de recaudación de junio a julio y por mayores anticipos de sociedades. También aumentaron los derechos de exportación, donde el mayor valor exportado compensó la baja de alícuotas⁸.

25. La estrategia de gasto público protege el superávit primario, reduce el tamaño del Estado y, al mismo tiempo, protege a la población más vulnerable. Ajustado por estacionalidad, el gasto real del SPNF se mantuvo en torno al promedio registrado en 2024. La composición del gasto primario refleja las prioridades de la administración. En el tercer trimestre de 2026, el gasto en asignaciones familiares fue 39% mayor que en el cuarto trimestre de 2023. El gasto en prestaciones previsionales fue 9% mayor. En ese período, el gasto en el resto de las categorías principales cayó entre 28% y 77%.

⁸ Se redujeron sobre trigo y cebada y se eliminaron o redujeron las retenciones para un conjunto de productos industriales.

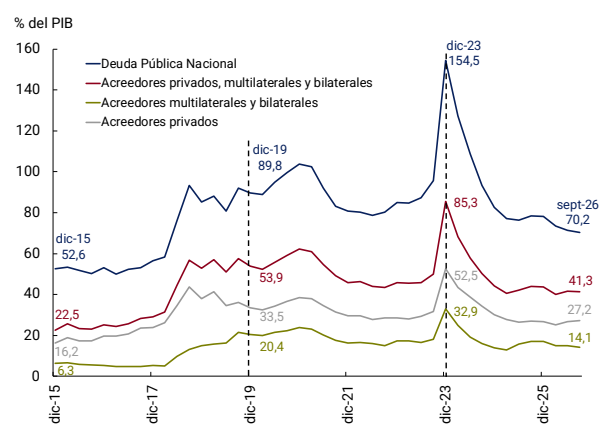
26. La política financiera buscó reducir los riesgos en el entorno de las próximas elecciones acompañando las condiciones del mercado. Hasta fines de julio, el Tesoro Nacional (TN) extendió plazos de colocaciones en pesos. Entre agosto y septiembre, subió la prima por plazo y el TN priorizó no elevar el costo del financiamiento, y concentró su oferta en la parte corta de la curva. En la primera licitación de octubre, ante condiciones más favorables en el mercado de títulos en pesos, el TN retomó su estrategia de alargar plazos. En efecto, el TN logró trasladar vencimientos por cerca de \$ 53 billones para después de octubre de 2027. En el mismo período, el costo de los instrumentos a tasa fija promedió una TEA cercana al 29% (1 p.p. por encima del registro del segundo trimestre de 2026; ver Gráfico I.2.14).

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 sep-26 estimado.

Fuente: Secretaría de Finanzas e INDEC.

27. El Gobierno sigue una política de financiamiento externo al menor costo posible que le permite liberar recursos para seguir bajando impuestos. El Ministerio de Economía presentó el programa financiero en moneda extranjera hasta el fin del mandato presidencial. El programa contempla distintas opciones de financiamiento para cumplir con todas las obligaciones contractuales. Durante el tercer trimestre, el TN cubrió sus necesidades en moneda extranjera sin emitir títulos en el mercado internacional. Ante la suba de la tasa de interés en los países avanzados (ver Párrafo 3), el TN suspendió desde mediados de agosto la oferta quincenal de instrumentos *hard dollar* en el mercado doméstico. Las obligaciones financieras se pagaron de tres formas. Se usaron saldos en moneda extranjera y se compraron divisas con pesos que el Tesoro tenía en el BCRA. También se usaron préstamos de bancos del exterior, con garantía de organismos multilaterales de crédito. Estos préstamos se pactaron a tasas inferiores a las que habría enfrentado el Tesoro en los mercados internacionales de deuda soberana.

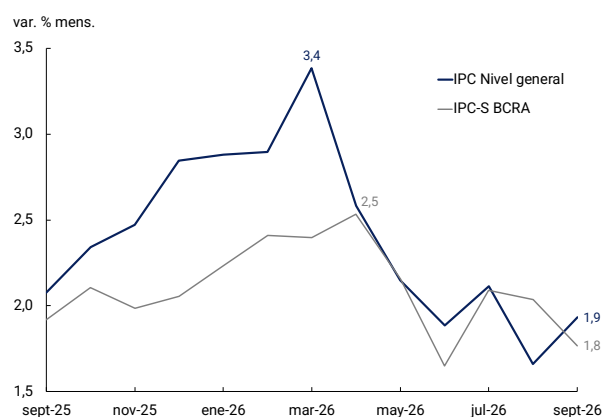
28. La política fiscal y la administración de pasivos permitieron estabilizar la deuda con privados y multilaterales en relación con el PIB. A septiembre de 2026, la deuda pública nacional bruta con acreedores privados, multilaterales y bilaterales se ubicó en torno al 41,3% del PIB. Este valor es 1 p.p. inferior al promedio de los cuatro trimestres previos y se sitúa 44 p.p. por debajo del nivel observado en diciembre de 2023 y 12,6 p.p. por debajo de diciembre de 2019. Por su parte, la deuda con el sector privado representó aproximadamente el 27,2% del PIB (ver Gráfico I.2.15). A principios de agosto, el TN recompró Letras Intransferibles al BCRA por USD 781,5 millones utilizando tenencias de BOPREAL obtenidas por el cobro de impuestos. Con esta operación, el gobierno continuó con su política de fortalecimiento de la hoja de balance de la autoridad monetaria.

29. Para 2027 se espera superávit fiscal por cuarto año consecutivo. En septiembre, el Gobierno presentó el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2027 (PPN-27). El proyecto prevé para 2027 un superávit financiero por cuarto año seguido, algo que no ocurre con pleno cumplimiento de los contratos desde 1993. Para 2026 el PPN-27 proyecta un resultado primario superavitario de 1,3% del PIB, en línea con las expectativas del mercado. Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de septiembre de 2026, la mediana de las proyecciones de superávit primario se ubicó en \$ 15,0 billones, consistente con un 1,3% del PIB. Para 2027, el PPN-27 proyecta un superávit financiero de 0,2% del PIB.

II. Precios

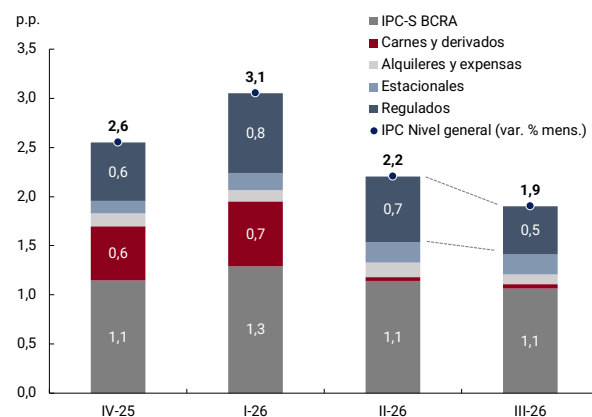
30. La inflación promedio mensual se redujo en el tercer trimestre del año, en línea con lo previsto en el IPOM anterior. La inflación promedió 1,9% mensual entre julio y septiembre, 0,3 p.p. por debajo del registro del segundo trimestre (ver Gráfico II.1). La mayor parte de la reducción de la inflación se concentró en la categoría Regulados (ver Gráfico II.2), que de todas formas tuvo una variación mayor que la del Nivel General. Además, como se anticipó en el IPOM previo, la inflación subyacente medida por el IPC-S BCRA bajó en el tercer trimestre a 2,0% mensual, 0,1 puntos porcentuales menos que en el segundo trimestre. A pesar del reciente descenso de la inflación mensual, la tasa de inflación interanual aumentó levemente en el tercer trimestre (33,6%, +0,5 p.p. respecto del II-26), debido a un efecto base de comparación.

Gráfico II.1 | Inflación Nivel general y subyacente



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

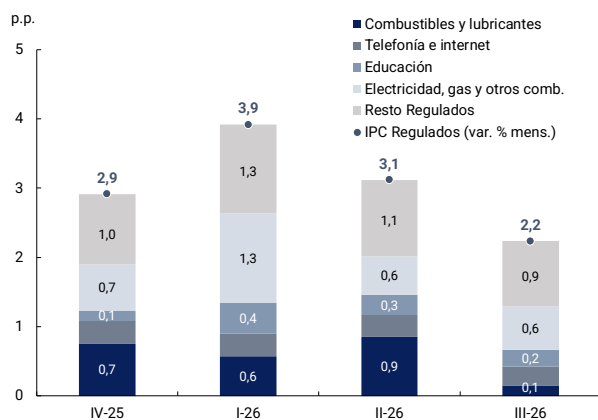
Gráfico II.2 | Contribuciones a la inflación trimestral (promedio mensual)



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

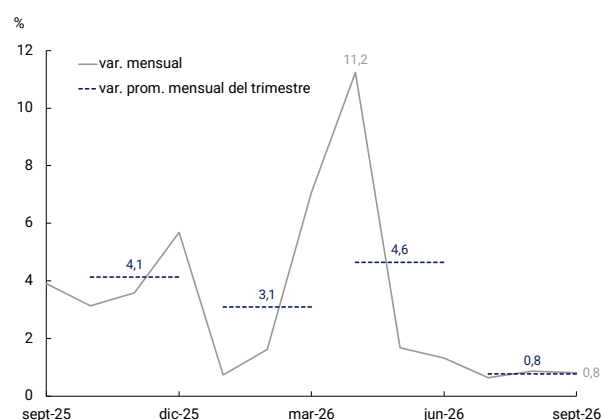
31. La reducción de la inflación en el tercer trimestre se concentró en la categoría Regulados. Esta categoría del IPC promedió un incremento mensual de 2,2% entre julio y septiembre, 0,9 p.p. por debajo de lo verificado en el segundo trimestre (ver Gráfico II.3). Si bien la moderación fue generalizada, Combustibles y lubricantes fue el agrupado que más contribuyó a la desaceleración de la categoría. En abril habían impactado plenamente los significativos aumentos de las naftas, asociados a la suba internacional del precio del petróleo en el marco de la guerra en Medio Oriente. Se había generado así una presión alcista sobre la inflación local que ocurrió en un contexto internacional de aceleración inflacionaria generalizada (ver Párrafo 1). Así, el agrupado Combustibles y lubricantes verificó una suba de 4,6% mensual en el segundo trimestre, que luego se moderó a solo 0,8% mensual en el tercero (ver Gráfico II.4). En menor medida, también ayudaron a moderar la categoría Regulados otros agrupados que subieron menos que en el segundo trimestre. Es el caso de Educación, Telefonía e internet, Gastos de prepagas y Electricidad, gas y otros combustibles.

Gráfico II.3 | Contribuciones a las variaciones trimestrales de la categoría Regulados



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

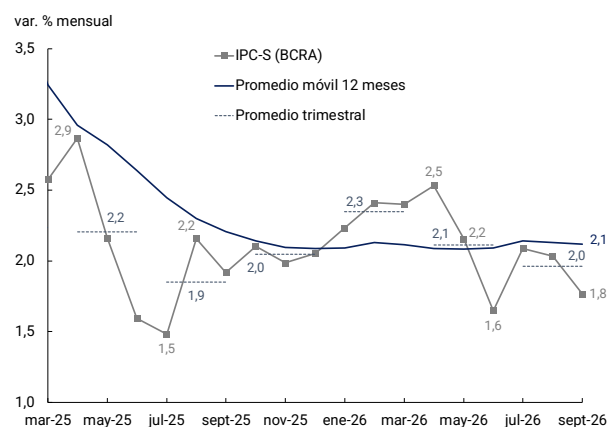
Gráfico II.4 | Agrupado Combustibles y lubricantes para vehículos del IPC



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

32. La inflación subyacente promedio se redujo nuevamente en el tercer trimestre. El sesgo de las políticas fiscal y monetaria, que contuvo la propagación de los *shocks* registrados en el primer trimestre, favoreció su descenso en el segundo y en el tercer trimestre. En efecto, la inflación subyacente medida por el IPC-S BCRA promedió 2,0% mensual: 0,1 p.p. menos que en el trimestre anterior y 0,3 p.p. menos que en el primer semestre (ver Gráfico II.5).

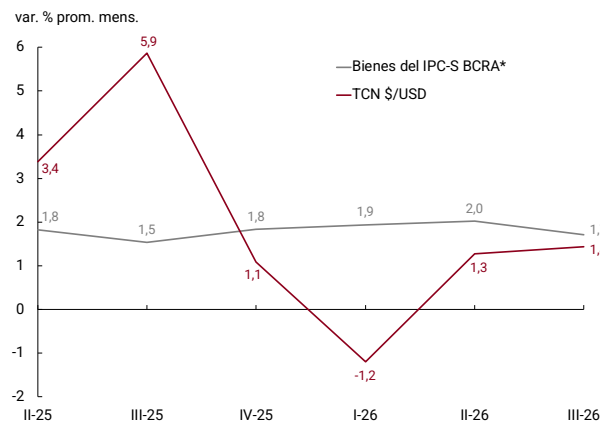
Gráfico II.5 | Inflación subyacente y su tendencia



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

33. La reducción de la inflación subyacente se concentró en los bienes. Durante el tercer trimestre, los bienes subyacentes continuaron desacelerándose respecto del trimestre previo (1,7%, -0,3 p.p.). Al mismo tiempo, mantuvieron una menor sensibilidad a las variaciones del tipo de cambio nominal (ver Gráfico II.6). La mayor contribución a esta moderación provino de los alimentos envasados y bebidas no alcohólicas, que aumentaron un 1,8% mensual en promedio, un ritmo 0,5 p.p. inferior al verificado en el segundo trimestre. Por otra parte, los servicios subyacentes aumentaron a un ritmo levemente mayor al del segundo trimestre (2,7%, +0,3 p.p.). Este resultado reflejó una aceleración en Servicios recreativos y culturales, parcialmente compensada por una leve moderación en Restaurantes y comidas para llevar.

Gráfico II.6 | Bienes del IPC-S BCRA y TCN. Evolución trimestral reciente

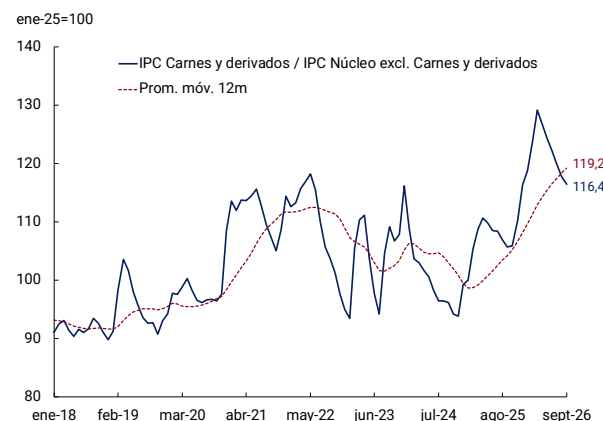


*Bienes de la categoría Núcleo del IPC excluyendo al agrupado Carnes y derivados.
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC y Com. "A" 3500.

34. Durante el cuarto trimestre la estacionalidad desfavorable del precio de la carne vacuna y la aceleración de ciertos ítems regulados podrían generar presiones transitoriamente alcistas sobre la inflación. El

sesgo de las políticas fiscal y monetaria, junto con una menor inercia en precios y salarios, debería conducir a un descenso de la inflación en lo que resta del año. Sin embargo, existen factores que podrían presionarla transitoriamente al alza. Entre ellos se destaca la estacionalidad desfavorable del precio de la carne vacuna, que suele registrar subas elevadas entre noviembre y diciembre de cada año. Esta vez se espera que las subas del agrupado Carnes y derivados del IPC sean menores que las de fines de 2025 y principios de 2026. En ese momento, a la estacionalidad se sumó una fuerte suba del precio relativo de la carne vacuna, por la apertura de mercados y el aumento de los precios internacionales (ver Gráfico II.7). Otro factor que podría presionar transitoriamente al alza la inflación mensual es el incremento de la tarifa promedio nacional de gas por red en octubre y noviembre, como resultado de la reducción de subsidios por Zona Fría. Por último, tras varios meses de relativa estabilidad, el aumento de los precios de las naftas registrado a fines de septiembre impactará plenamente en la inflación de octubre. La evolución del precio internacional del petróleo podría generar presiones inflacionarias adicionales.

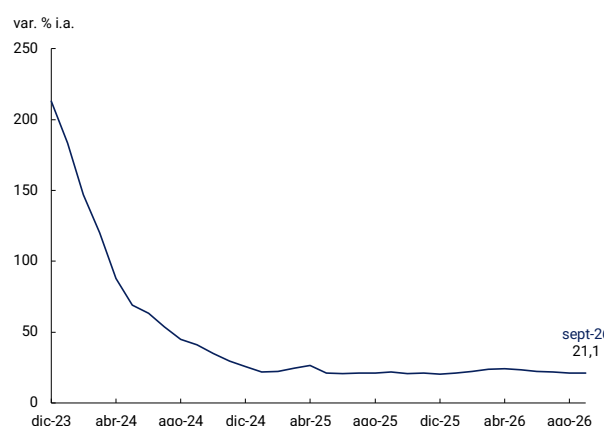
Gráfico II.7 | Precio relativo de Carnes y derivados



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

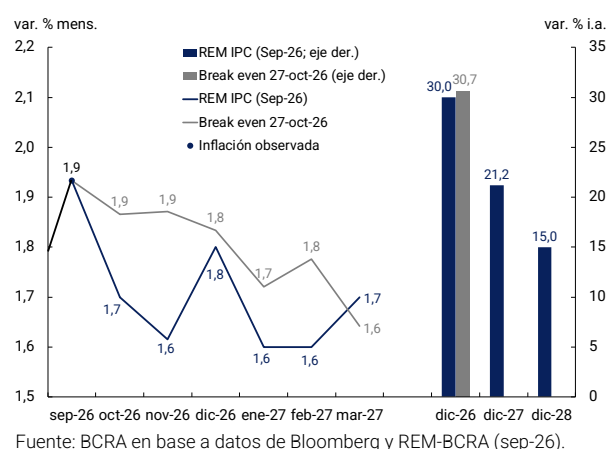
35. El mercado espera que el proceso de desinflación en curso se profundice. Según la encuesta de fines de septiembre de 2026, los analistas económicos que participan del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) esperan que la inflación continúe descendiendo y se mantenga por debajo del 2% en los próximos meses. Asimismo, prevén una inflación de 30,0% interanual para diciembre de 2026, 1,5 p.p. inferior a la de diciembre de 2025. Las expectativas de inflación de los participantes del REM para los próximos 12 meses permanecen ancladas (ver Gráfico II.8). Además, los analistas prevén que el proceso de desinflación seguirá en 2027 (21,2% i.a.) y 2028 (15,0% i.a.). En el mismo sentido, el sendero de inflación mensual implícito en la cotización de los bonos del Tesoro (inflación *break even*)⁹ también sugiere una reducción adicional de la inflación para los próximos meses (ver Gráfico II.9).

Gráfico II.8 | Expectativas de inflación del REM
Próximos 12 meses



Fuente: REM-BCRA.

Gráfico II.9 | Expectativas de inflación



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

36. La aprobación de la reforma de la Carta Orgánica contribuiría a consolidar institucionalmente el proceso de desinflación. La reforma institucionalizaría el fin del financiamiento sistemático del Banco Central al Tesoro. Así bajaría el riesgo de que futuros desequilibrios fiscales vuelvan a generar expansión monetaria y dañen el patrimonio del Banco Central. De este modo, la reforma fortalecería la credibilidad del régimen monetario y contribuiría a una mayor previsibilidad. Asimismo, favorecería el anclaje de las expectativas y la consolidación de una inflación baja y estable (ver Recuadro 1. Los fundamentos del proyecto de reforma de la Carta Orgánica del BCRA).

⁹ Estimación correspondiente al 27 de octubre de 2026.

III. Política Monetaria

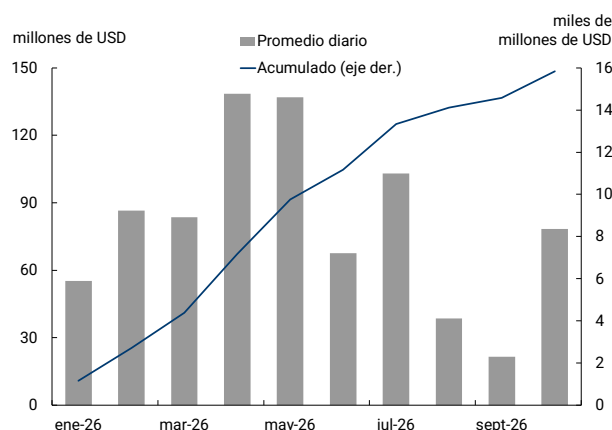
37. El BCRA mantuvo una política monetaria prudente mediante el control de la cantidad de dinero. La disciplina monetaria, junto con una política fiscal consistente con el equilibrio de las cuentas públicas, contribuyó a mantener ancladas las expectativas sobre la continuidad del proceso de desinflación. Esta confianza se reflejó en una nueva reducción de la inflación esperada a doce meses relevada por el REM.

38. La reforma de la Carta Orgánica, que se encuentra en la etapa final de su tratamiento legislativo, busca dar sustento legal a la disciplina monetaria alcanzada. El proyecto establece como único mandato del BCRA preservar el valor de la moneda. Además, prohíbe el financiamiento al sector público y limita la distribución de utilidades del BCRA a aquellas realizadas y líquidas. Estas modificaciones procuran evitar que eventuales desequilibrios fiscales vuelvan a financiarse con emisión monetaria y se traduzcan en un deterioro del patrimonio de la autoridad monetaria y en presiones inflacionarias. De este modo, la reforma apunta a afianzar la estabilidad macroeconómica y reforzar la credibilidad del régimen monetario (ver Recuadro 1. Los fundamentos del proyecto de reforma de la Carta Orgánica del BCRA).

III.1 El superávit externo permitió sostener la acumulación de reservas internacionales.

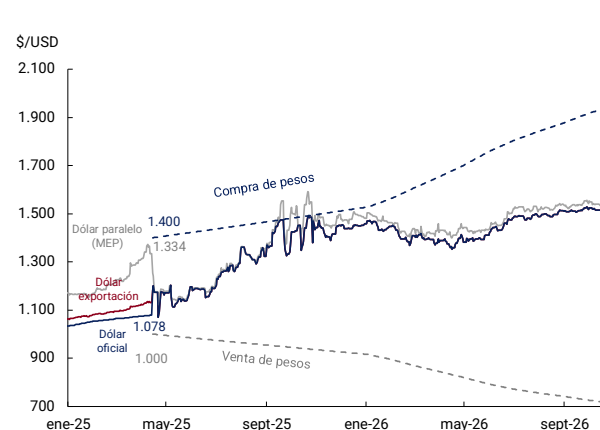
39. El BCRA continuó fortaleciendo su hoja de balance y su capacidad de respuesta ante eventuales episodios de volatilidad financiera. Durante el tercer trimestre adquirió USD 3.400 millones y acumuló compras por más de USD 15.800 millones en lo que va del año. Cabe señalar que el proceso de compra de divisas no es lineal, dado que está condicionado por la dinámica del mercado de cambios. En particular, en el tercer trimestre las compras se dieron en un contexto de menores ingresos vinculados al financiamiento privado y de una mayor demanda para dolarización de portafolios. A partir de octubre, el ritmo de compras de moneda extranjera por parte del BCRA volvió a crecer. En este marco, las reservas internacionales aumentaron USD 1.222 millones en el trimestre, a pesar de los mayores pagos netos de deuda del Tesoro Nacional. De este modo, acumularon una suba de aproximadamente USD 9.400 millones desde principio de año y hasta el 26 de octubre (ver Recuadro 2. La administración transparente y eficiente de las reservas en oro del BCRA). Esta dinámica tuvo lugar sin generar presiones sobre el tipo de cambio nominal, que se mantuvo relativamente estable en el período bajo análisis (ver Gráficos III.1.1 y III.1.2).

Gráfico III.1.1 | Compra de divisas al sector privado



Nota: Oct-26 incluye datos al día 27 de ese mes. Fuente: BCRA.

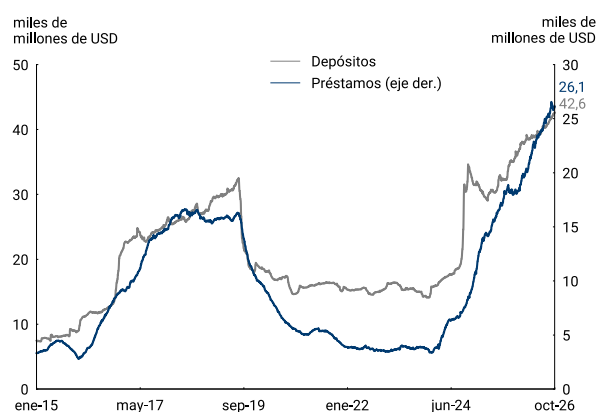
Gráfico III.1.2 | Tipo de cambio nominal



Nota: incluye datos al día 23 de octubre. Fuente: BCRA.

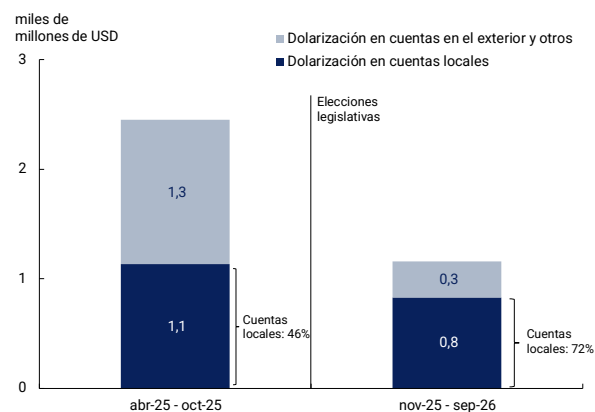
40. Los depósitos del sector privado en moneda extranjera continuaron expandiéndose y alcanzaron un stock de USD 42.700 millones, un máximo histórico. A pesar de que, en el margen, aumentó la dolarización a través del mercado de cambios, los ahorristas siguen confiando en mantener sus tenencias dentro del sistema financiero local. Como resultado, una proporción significativa de las divisas adquiridas para atesoramiento permanece en depósitos locales. Esto contribuye a sostener la intermediación en moneda extranjera mediante la expansión del crédito bancario y un mayor financiamiento a través del mercado de capitales (ver Gráficos III.1.3 y III.1.4).

Gráfico III.1.3 | Préstamos y depósitos en USD



Nota: datos al 22 de octubre.
Fuente: BCRA.

Gráfico III.1.4 | Dolarización en el mercado de cambios



Fuente: BCRA.

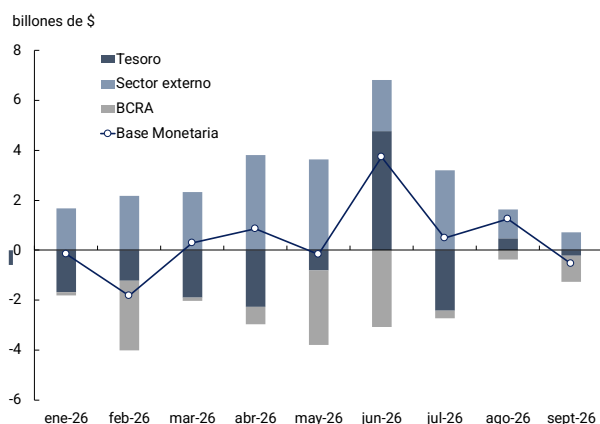
41. El BCRA adecuó la normativa para que una mayor proporción del ahorro en moneda extranjera depositado en el sistema financiero pueda destinarse a financiar la inversión privada. Tras la modificación del artículo 23 del Decreto 905/02 anunciada por el Poder Ejecutivo Nacional, el BCRA adoptó medidas estructurales para impulsar el crédito en moneda extranjera. También buscó preservar la solidez del sistema financiero y reducir los riesgos de descalce. A mediados de agosto, amplió los usos permitidos para los depósitos en moneda extranjera e incorporó nuevas personas jurídicas como posibles destinatarias de estos créditos bancarios. Estas operaciones quedaron sujetas a un límite del 15% de esos depósitos por entidad y a requisitos prudenciales más exigentes. La medida amplía el universo de potenciales tomadores y procura favorecer una mayor canalización de los depósitos hacia el crédito destinado a la inversión privada.

III.2 El manejo prudente de la liquidez ejercido por el BCRA contribuyó a mantener ancladas las expectativas sobre la continuidad del proceso de desinflación.

42. El BCRA continuó utilizando sus instrumentos de regulación monetaria para adecuar las condiciones de liquidez a la evolución de la demanda de dinero y preservar el equilibrio monetario. La trayectoria no lineal del proceso de compra de divisas del BCRA implicó que la creación primaria de dinero por esta vía fuese más acotada que en el trimestre previo. Por su parte, el sector privado continuó demandando títulos públicos. Esta demanda se concentró en julio, cuando el Tesoro Nacional colocó deuda por un monto superior a los vencimientos en su licitación primaria. Parte de los fondos obtenidos se depositó en la cuenta en pesos del gobierno en el BCRA, lo que constituyó un factor de contracción de la liquidez del mercado (ver Gráfico III.2.1). En este contexto, la menor expansión monetaria vinculada a las compras de divisas y el efecto contractivo de las operaciones del Tesoro Nacional funcionaron como un mecanismo de esterilización durante el tercer trimestre (ver Gráfico III.2.2).

Gráfico III.2.1 | Factores de var. de la Base Monetaria

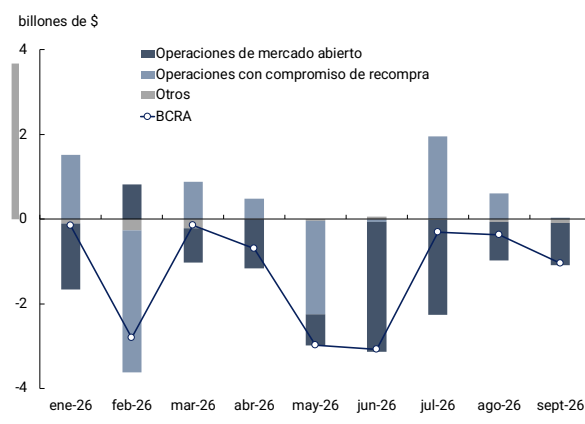
Variación de saldos a fin de mes



Fuente: BCRA.

Gráfico III.2.2 | Administración de la liquidez del BCRA

Variación de saldos a fin de mes



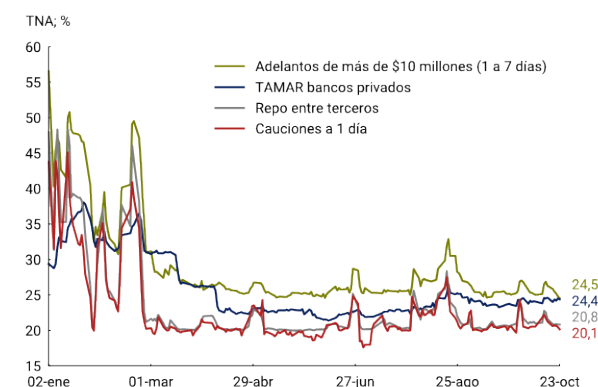
Fuente: BCRA.

43. La Base Monetaria retomó una senda de crecimiento en términos reales. Ajustada por estacionalidad, registró un crecimiento real promedio mensual de 1,4% en el tercer trimestre, luego de 14 meses casi ininterrumpidos de contracción. El cambio en la dinámica de la base monetaria es consistente con la trayectoria descendente de la inflación, el nivel de las tasas de interés, el crecimiento de los agregados transaccionales y la necesidad de fondos prestables por parte del sistema bancario (ver Recuadro 3. Control de agregados monetarios, inflación y remonetización). Esta recuperación se explicó tanto por la expansión del circulante en poder del público como por el aumento de los saldos de las cuentas corrientes de las entidades en el BCRA. En términos del PIB, se ubicó en 4,0%, 1,4 p.p. por encima del mínimo registrado en marzo de 2024.

44. La liquidez fluyó entre las entidades financieras sin generar movimientos disruptivos en las tasas de interés de corto plazo. Las mayores necesidades de liquidez de la primera parte de agosto se reflejaron en el volumen operado en el mercado interbancario. El incremento se concentró en las operaciones con compromiso de recompra entre bancos. Contribuyeron a esta dinámica las mejoras del régimen de control de agregados y la superación de las dificultades operativas propias de mercados poco desarrollados.

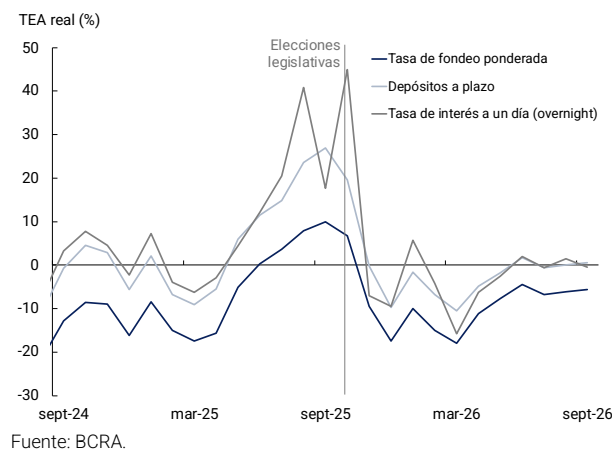
45. Las tasas de interés del mercado monetario mantuvieron la variabilidad inherente a un régimen de control de agregados monetarios, en un contexto de estabilidad financiera. Las tasas de corto plazo se movieron en consonancia con la liquidez del mercado de dinero. Luego de mostrar un aumento a mediados de agosto, al cierre del mes volvieron a ubicarse en torno a los niveles de julio y se mantuvieron relativamente estables en septiembre y octubre. Entre las tasas de interés de muy corto plazo, la tasa de los adelantos en cuenta corriente se ubicó a fines de octubre en 24,5% n.a. y la tasa de cauciones a 1 día hábil, en 20,1% n.a. (ver Gráfico III.2.3). Las tasas de interés pasivas se mantuvieron negativas en términos reales. Esto confirma que la política monetaria no restringe la expansión del crédito, del gasto doméstico ni de la actividad económica que planea el sector privado (ver Gráfico III.2.4).

Gráfico III.2.3 | Tasas de interés de corto plazo



Nota: datos al 23 de octubre. Fuente: BCRA.

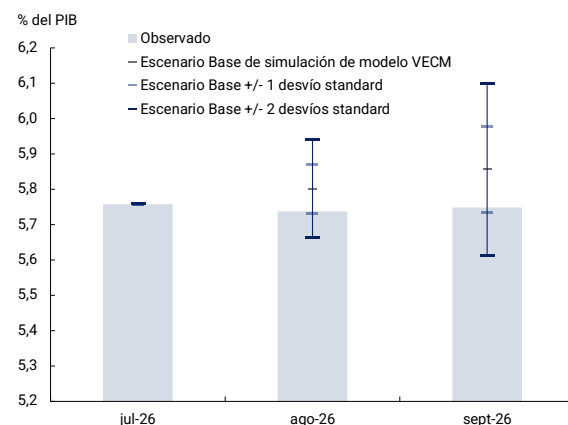
Gráfico III.2.4 | Fondeo bancario: tasas de interés reales



Fuente: BCRA.

46. La consolidación del proceso de desinflación, en un contexto de estabilidad financiera, contribuyó a que el dinero transaccional continuara mostrando signos de recuperación. Los medios de pago, medidos a través del M2 privado transaccional, continuaron creciendo desde mayo. Ajustados por estacionalidad, registraron un incremento real promedio mensual de 0,7% en el tercer trimestre. Este agregado se ubicó ligeramente por debajo de las estimaciones del escenario central presentadas en el IPOM anterior, fundamentalmente por la evolución de las cuentas no remuneradas a la vista (ver Gráfico III.2.5).

Gráfico III.2.5 | M2 privado transaccional Sin estacionalidad

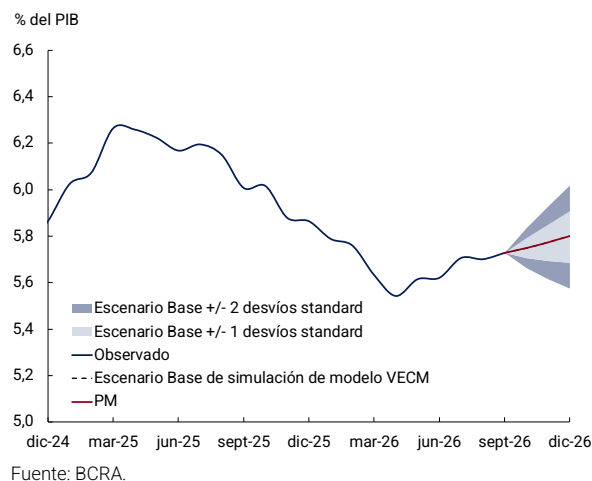


Fuente: BCRA.

III.3 Perspectivas

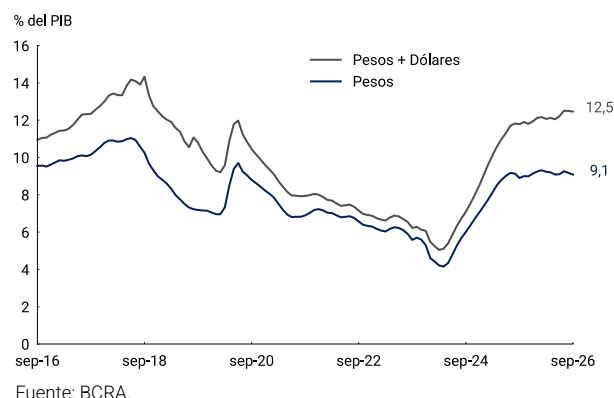
47. El dinero transaccional continuará recuperándose de manera gradual, en línea con las expectativas del mercado de un mayor dinamismo de la actividad económica y de la continuidad del proceso de desinflación. Las colocaciones de obligaciones negociables en el mercado internacional para financiar inversiones domésticas representan un indicio de potencial aumento en la demanda de dinero, de la mano del impacto positivo en la actividad económica generado a medida que estas inversiones se concreten. En dicho contexto, la orientación prudente de las políticas fiscal y monetaria permitirá que, más allá de cierta volatilidad asociada a factores estacionales, la inflación siga desacelerándose. Para lo que resta del año, se espera que el M2 transaccional registre un ligero aumento en términos del PIB (0,1 p.p.; ver Gráfico III.3.1). El BCRA continuará adecuando la oferta de dinero a las necesidades del mercado, en especial en diciembre por el incremento estacional de la demanda.

Gráfico III.3.1 | M2 privado transaccional
Sin estacionalidad



48. El crédito bancario volvió a crecer y se espera que la tendencia se consolide. El crédito bimonetario al sector privado se expandió en el tercer trimestre (a una tasa promedio mensual de 0,6% real s.e.), con un comportamiento heterogéneo por tipo de moneda y destino. Mientras que los préstamos en moneda extranjera continuaron mostrando un sostenido crecimiento, los préstamos en pesos se mantuvieron estables en términos reales y sin estacionalidad. En conjunto y a nivel de las grandes líneas de crédito, crecieron los préstamos destinados a financiar actividades comerciales y los préstamos con garantía real. En cambio, los préstamos al consumo disminuyeron durante el período. Hacia adelante, el crédito bimonetario, equivalente al 12,5% del PIB¹⁰, se expandiría de manera más generalizada y avanzaría hacia un crecimiento equilibrado y sostenible (ver Gráfico III.3.2).

Gráfico III.3.2 | Préstamos al sector privado



49. La ampliación de los destinos admitidos para el crédito bancario en dólares al sector privado también contribuirá a profundizar la intermediación financiera. A medida que los depósitos en moneda extranjera se apliquen a estos nuevos destinos, se incrementará el financiamiento disponible para la inversión privada. El ahorro doméstico en moneda extranjera canalizado a través del sistema bancario permite ampliar la oferta

¹⁰ A diferencia del dato de balance del Gráfico 1 del Recuadro 4, este número no incluye, entre otros, los ajustes de valuación de las UVA, los intereses devengados, ni *leasing* bancario.

de crédito, impulsar la actividad económica y el empleo, y reducir la necesidad de financiamiento externo (ver párrafo 41).

50. La recuperación del crédito en pesos se sumaría al sostenido dinamismo del crédito en moneda extranjera. El crédito en pesos al sector privado se recuperará gradualmente en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica y la normalización de la situación financiera de las familias. El ratio de irregularidad del crédito bancario al sector privado se estabilizó en torno al 7,7% durante los últimos tres meses y mostró indicios de haber alcanzado su pico. En este proceso de normalización fue clave que bancos y clientes refinanciaran créditos de manera voluntaria. Esto permitió acordar tasas de interés más bajas y/o plazos más largos que los pactados originalmente. Esta solución de mercado contribuyó a aliviar la carga financiera de los deudores sin restringir el acceso al crédito (ver Recuadro 4. El descenso reciente de la mora favorece el ciclo de crédito bancario).

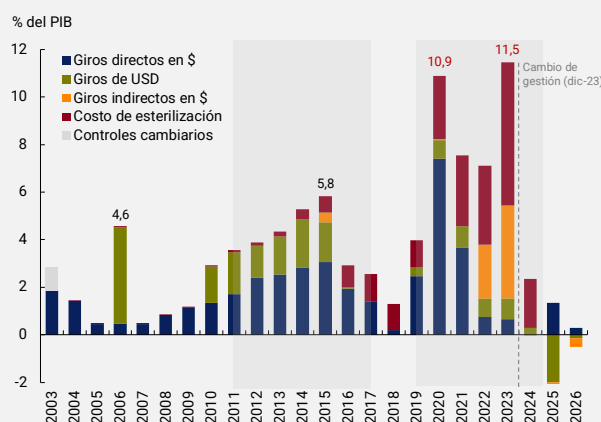
51. En el marco de las reformas impulsadas por el Gobierno, se puso en marcha el Programa de Licitación de Plazos Fijos con Destino a Crédito Hipotecario. La iniciativa permitirá destinar recursos financieros al crédito para la vivienda y reducir los riesgos de liquidez del sistema bancario. El programa busca extender el plazo de fondeo para el crédito hipotecario y atenuar el descalce de plazos derivado de financiar créditos de largo plazo con depósitos de corto plazo. A través de licitaciones ejecutadas por el BCRA, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la ANSES anunció un programa de colocaciones por hasta \$ 2 billones en depósitos a plazo fijo ajustables por UVA en entidades financieras. Los fondos se canalizarán hacia créditos hipotecarios para personas humanas. La mejora de las condiciones de otorgamiento dará un impulso adicional al crédito hipotecario, que muestra un crecimiento sostenido desde mediados de 2024. Ya se realizaron dos licitaciones y en cada una se adjudicó el monto máximo de \$ 200.000 millones. El monto de créditos hipotecarios otorgados aumentó 21% en agosto y otro 17% adicional en septiembre de 2026.

52. Otra iniciativa de carácter estructural que apunta a ampliar las fuentes de financiamiento es la reforma del mercado de capitales que se enviará al Congreso. Esta iniciativa facilitaría el acceso al mercado de capitales mediante el fortalecimiento de las garantías, una mayor flexibilidad financiera para el comercio y nuevos instrumentos para las familias. En este marco, el BCRA trabaja junto al Ministerio de Economía y al Ministerio de Desregulación para desarrollar nuevos mercados de crédito, aumentar la liquidez del sistema y brindar mayor previsibilidad para la toma de decisiones.

Recuadro 1. Los fundamentos del proyecto de reforma de la Carta Orgánica del BCRA

En 2026, el Poder Ejecutivo envió al Honorable Congreso de la Nación un proyecto de reforma de la Carta Orgánica del BCRA (Ley 24144) destinado a reemplazar el marco vigente desde 2012. Esta reforma institucional busca erradicar definitivamente la “dominancia fiscal de la política monetaria”¹. Este concepto postula que la inflación es un fenómeno monetario alimentado por una raíz fiscal. La Carta Orgánica de 2012 institucionalizó ese fenómeno al habilitar mecanismos mediante los cuales el Tesoro podía apropiarse de recursos del BCRA, tanto a través de la emisión de pesos como de sus tenencias de moneda extranjera. Si se suman los costos asociados a la esterilización monetaria, se estima que el daño patrimonial ocasionado en el balance del BCRA entre 2003 y 2023 por estas vías fue equivalente al 85% del PIB (ver Gráfico 1)².

Gráfico 1 | Financiamiento al Tesoro y costo asociado a su esterilización

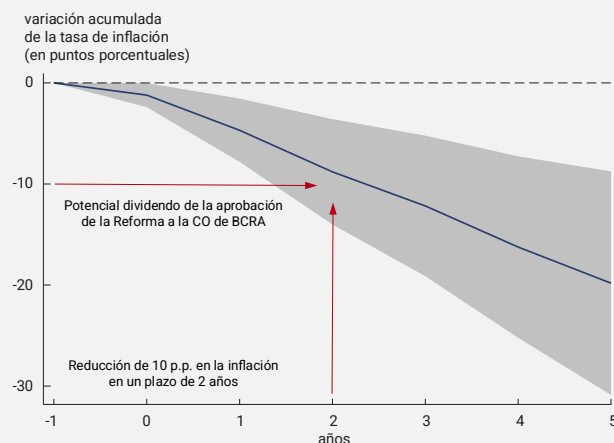


Nota: El año 2026 son datos al 30 de junio. Giros directos en \$ incluyen adelantos transitorios y utilidades. Giros de USD incluyen letras intranferibles. Giros indirectos en \$ incluyen puts y bids.
Fuente | BCRA.

1 El concepto surge en la literatura académica a partir del trabajo de Sargent y Wallace “Una aritmética monetaria indeseable” de 1981.

2 Entre 2003 y 2023 el BCRA giró al Tesoro reservas líquidas por 18% del PIB (giros de USD, contra letras intranferibles); emitió directamente pesos por 46% del PIB (emisión exógena: 22% en adelantos transitorios, 17% en utilidades contables monetizadas y 7% en giros indirectos, mediante opciones de venta y compromisos de compra sobre títulos públicos otorgados a los

Gráfico 2 | Impacto dinámico de la independencia de bancos centrales en Latam, según el nivel inicial de IPC



Fuente: Central Bank Independence and Inflation in Latin America – Through the Lens of History, Jácome & Pienknagura, IMF, 2022.

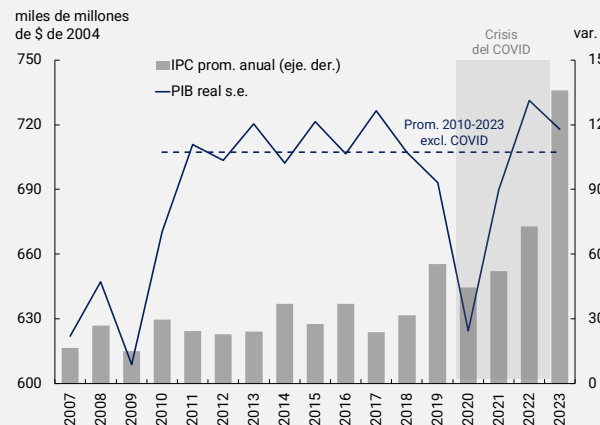
La reforma propuesta sigue criterios basados en la evidencia empírica y en el estudio de las cartas orgánicas de los países que han sido exitosos en la lucha contra la inflación (ver Gráfico 2). El objetivo de la reforma es dotar al BCRA de la independencia y la credibilidad institucional que le permitan asegurar de manera duradera la estabilidad de precios en la economía. Este recuadro presenta los fundamentos económicos de la reforma, destacando los seis ejes principales que la caracterizan: (1) establecer un mandato único, (2) eliminar el financiamiento directo al TN, (3) eliminar las letras intranferibles en moneda extranjera, (4) acotar el concepto de utilidad distribuible y restringir su aplicación por parte del TN (5) mejorar la gobernanza del BCRA, y (6) fortalecer la credibilidad en la política monetaria.

bancos); y emitió otro 21% del PIB en intereses sobre los pasivos remunerados con los que esterilizó esos giros (emisión endógena), un costo que constituye un subsidio al Tesoro porque la monetización le ahorró los intereses que habría pagado si hubiera financiado el déficit con deuda. Ver [presentación del 9 de septiembre de 2026 del vicepresidente del BCRA en la reunión plenaria de las Comisiones de Economía Nacional e Inversión y de Presupuesto y Hacienda de la Cámara de Senadores](#).

1. Mandato único: una sola herramienta resulta efectiva cuando se aplica a un sólo objetivo

La reforma de 2012 asignó al BCRA un mandato múltiple —estabilidad monetaria, estabilidad financiera, empleo y desarrollo económico con equidad social— que debía alcanzarse con un solo instrumento: la política monetaria. Esa herramienta debía operar a través de canales de transmisión estrechos, dado el reducido tamaño del sistema financiero en relación con la economía, y no estaba claro qué objetivo priorizar cuando el uso de la política monetaria para lograr uno de ellos entraba en conflicto con otro. Esta asimetría entre objetivos e instrumentos contribuyó a que ninguno de los objetivos llegara a cumplirse. La economía no crece desde 2011 y el empleo formal, lejos de expandirse, se contrajo; por su parte, en un contexto de creciente inestabilidad de precios, el valor real de los ahorros se erosionó y la pobreza escaló (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | IPC anual y nivel de PIB



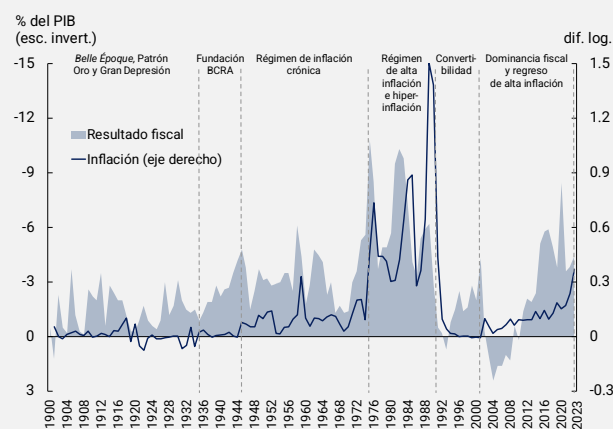
Fuente: BCRA en base a datos de institutos de estadística subnacionales e INDEC.

Incluir el crecimiento como objetivo del banco central en una economía carente de estabilidad de precios resultó una declaración meramente voluntarista. La infundada exigencia de que la política monetaria afecte de manera permanente el desempeño de las variables reales impidió que el BCRA pudiera concentrarse en su tarea fundamental de brindar un

entorno de estabilidad nominal. Como destacó Friedman en 1968, ese entorno es aquel al que un banco central contribuye cuando brinda “un clima monetario favorable a la operación eficaz de las fuerzas básicas de la empresa, el ingenio, la invención, el esfuerzo laboral y la frugalidad que son los verdaderos motores del crecimiento económico”.

En Argentina, por el contrario, la monetización de déficits fiscales crónicos orientada a impulsar transitoriamente la demanda agregada sólo sembró inestabilidad. Como sintetizó Sargent en 2013, “las inflaciones altas y persistentes son siempre y en todo lugar un fenómeno fiscal, donde el banco central es cómplice”³ (ver Gráfico 4). A través de la inflación creciente se creó un círculo económico vicioso: se licuó el ahorro interno y se restringió el crédito en moneda doméstica. Los ahorristas sustituyeron el ahorro en pesos por dólares fuera del sistema financiero, lo que encareció el financiamiento de la inversión, frenó las exportaciones y drenó las reservas del BCRA. En consecuencia, se sucedieron crisis cambiarias y de pagos externos. La escasa inversión limitó el empleo y el impuesto inflacionario redujo el salario real, lo que catapultó la pobreza. La llamada restricción externa —un faltante de dólares— no fue un factor exógeno sino un resultado directo de la ausencia de una restricción interna a la monetización del déficit fiscal.

Gráfico 4 | Resultado fiscal e inflación, 1900-2023



Fuente: BCRA.

3 Sargent, T. J. (2013), *Rational Expectations and Inflation*, 3.^a edición, Princeton University Press, p. 238 (traducción propia).

Por lo tanto, el proyecto de reforma concentra la misión del BCRA en un único objetivo: preservar el valor de la moneda. El mandato único constituye condición necesaria, aunque no suficiente, para preservar el valor de la moneda. Por eso, los demás cambios propuestos se orientan a eliminar de la Carta Orgánica los mecanismos que impedirían cumplir ese mandato.

2. Eliminar el flujo de transferencias directas al Tesoro: fin al financiamiento monetario del Tesoro

Un banco central cuya hoja de balance es permeable a las necesidades de financiamiento del Tesoro no puede sostener de manera creíble un objetivo de estabilidad de precios. Esa permeabilidad opera a través de tres dimensiones:

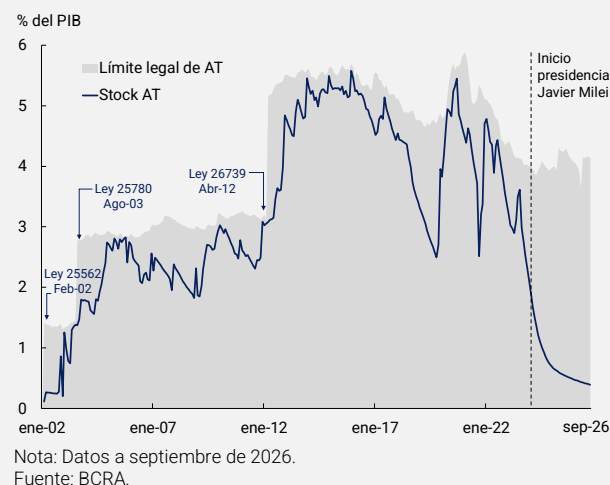
- Primero, deteriora el balance al aumentar los pasivos y reducir los activos y su calidad.
- Segundo, deteriora la efectividad operativa al privar al banco central de las herramientas financieras que su mandato requiere.
- Tercero, deteriora su credibilidad al desanclar las expectativas de inflación y, con ellas, las de devaluación del peso.

Sin embargo, la credibilidad no depende sólo de la gestión discrecional de sus autoridades, sino también de lo que el marco jurídico les permite. Mientras la hoja de balance pueda utilizarse para financiar al Tesoro, el sector privado no puede descartar que se vuelva a utilizar con ese fin, y esa probabilidad se incorpora en las expectativas inflacionarias. El marco normativo vigente hizo posible las transferencias al Tesoro y se adaptó a ellas. Entre 2002 y 2022, el marco se modificó siete veces —tres por ley y cuatro por decreto—, siempre en la dirección de ampliar la capacidad del Tesoro para obtener recursos del banco central.

Los límites cuantitativos a los adelantos transitorios se elevaron en 2002, 2003 y 2012, cada vez que el stock se aproximó a su umbral, y el stock efectivo otorgado acompañó ese desplazamiento (ver Gráfico 5). Esta transferencia en forma de préstamo constituye un activo del BCRA, pero su valor real puede ser

licuado por la inflación. De esta manera, el límite establecido para el stock de adelantos transitorios (AT) no opera como una restricción a la monetización sostenida. Por el contrario, el stock vigente de AT subestima el financiamiento que el TN acumuló a lo largo del tiempo.

Gráfico 5 | Adelantos transitorios al TN: stock y límite



Entre 2003 y 2023, el financiamiento vía AT totalizó \$ 217 billones a precios de junio de 2026, equivalentes al 22% del PIB. Así, un financiamiento concebido como transitorio se volvió permanente, entre otras razones, porque se otorga a tasa cero y la Ley de Administración Financiera impide al Tesoro cancelar una deuda a una tasa menor si para ello debe tomar deuda a una tasa mayor. Por eso, el proyecto deroga la facultad de otorgar adelantos transitorios al Tesoro.

3. Repagar el stock de letras intransferibles: fin al vaciamiento de reservas líquidas del BCRA

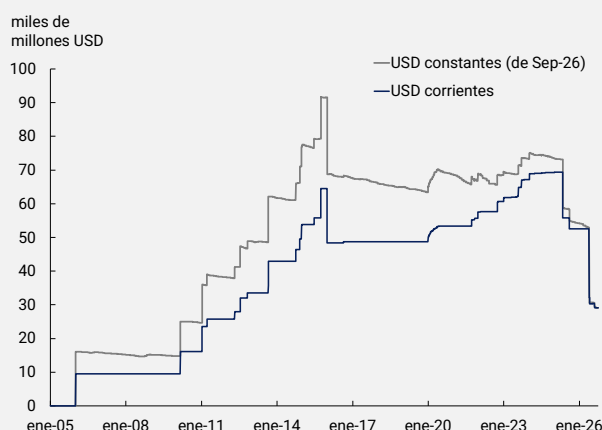
Las Letras Intransferibles constituyeron el canal de transferencia de moneda extranjera al Tesoro y el único mecanismo que afectó directamente el activo externo líquido del BCRA. El mecanismo consistió en la entrega de reservas al Tesoro contra un título en dólares que no podía venderse en el mercado secundario ni devengaba una tasa comparable al costo de endeudamiento del propio Tesoro. El Tesoro las utilizó como sustituto del esfuerzo necesario para redu-

cir los desequilibrios macroeconómicos, cuya corrección le hubiera permitido financiarse y pagar los servicios de deuda en moneda extranjera a tasas razonables de mercado.

Ajustando por los canjes posteriores, las transferencias acumuladas entre 2003 y 2023 ascendieron a USD 83.300 millones corrientes, equivalentes a USD 116.000 millones a precios de junio de 2026 o al 18% del PIB (ver Gráfico 6). Los recursos se aplicaron a tres destinos:

- **Pago de deuda externa a organismos multilaterales:** la cancelación de la deuda con el FMI en 2006, por USD 9.530 millones.
- **Pago de deuda externa a acreedores privados y otros:** el quinquenio 2011-2015 —mediante el Fondo del Desendeudamiento y la ampliación normativa de 2012— y durante el período 2019-2023, que incluyó el pago al FMI de 2021 por USD 4.334 millones.
- **Pago de compensación cambiaria a exportadores:** el Programa de Incremento Exportador de 2022 (dólar soja), por un total de USD 6.197 millones.

Gráfico 6 | Stock de letras intransferibles del TN



Nota: En miles de millones de USD corrientes y constantes de septiembre de 2026 (IPC de Estados Unidos). Datos al 30 de septiembre de 2026.
Fuente: BCRA.

La revaluación en pesos de las letras fue, además, la principal fuente de los resultados contables distribuidos: el instrumento que permitió transferir dólares fue también, por esa vía, una fuente de emisión de pesos.

A partir de 2024, el Tesoro dejó de financiarse por este canal y, desde 2025, comenzó a recomprar el stock existente. Sin embargo, bajo el marco legal vigente, la transferencia de reservas contra letras intransferibles continúa habilitada sin un límite cuantitativo relevante. El proyecto deroga la norma que habilita ese mecanismo.

4. Acotar la definición de utilidad distribuible: fin al incentivo de devaluar la moneda

Además de los adelantos transitorios, el otro canal de transferencia directa de pesos fue la distribución de resultados contables.

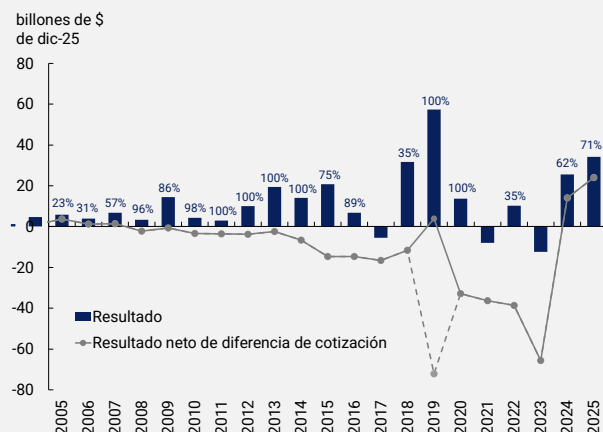
Hasta 2023, esos resultados contables del BCRA dependieron mayoritariamente de las diferencias de cotización. Estas ganancias no realizadas se originaban en la revaluación en pesos de activos denominados en moneda extranjera. Distribuir esas ganancias requería emitir moneda sin respaldo: la transferencia se convertía en emisión cuando los fondos acreditados se retiraban de la cuenta del Tesoro en el BCRA. Por esta vía se giraron al Tesoro \$ 179 billones a precios de junio de 2026, equivalentes al 17% del PIB. En 2019, un cambio extraordinario de criterio contable —la revalorización a la par de las letras intransferibles— aportó por sí solo el 133% del resultado del ejercicio.

Es decir, por diseño, la norma acarrea dos agravantes: primero, al habilitar la distribución de resultados por diferencias de cotización, convirtió la depreciación del peso en una fuente de recursos fiscales; segundo, la permisividad para girar pesos terminó por alimentar un stock de pasivos remunerados cuyos intereses fueron, a su vez, una fuente endógena de emisión adicional. La reforma permite eliminar los incentivos a la devaluación sistemática del peso y a la emisión endógena: dos dinámicas explosivas.

Desde diciembre de 2023, el BCRA dejó de distribuir resultados originados en variaciones cambiarias y el tratamiento de las utilidades cambió de naturaleza. De los resultados de 2024 y 2025, este último fue el mayor de los últimos veinte años en moneda constante, excluido el ejercicio 2019. De las utilidades correspondientes a 2025, una parte se retuvo para capitalizar al BCRA y el

resto se giró al Tesoro (ver Gráfico 7), con dos destinos ajenos al gasto corriente y sin efecto monetario: depósitos en el propio BCRA, y recompra de letras intransferibles en cartera de la institución.

Gráfico 7 | Resultado contable del BCRA (con y sin diferencias de cotización)



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 millones (el 133% del resultado del año). Fuente: BCRA.

Conviene distinguir ambas operaciones: la retención de utilidades aumenta el patrimonio del BCRA; en cambio, la distribución seguida de la recompra cancela un activo ilíquido con los fondos provenientes del dividendo, sin expansión monetaria neta. En 2026, \$ 18,4 millones de los \$ 24,4 millones girados por el ejercicio 2025 se destinaron a esa segunda operación. El proyecto incorpora esa operatoria como mecanismo para profundizar la mejora del balance del BCRA. Así, hasta la cancelación total de las letras intransferibles y los adelantos transitorios, los resultados de valuación que, en el régimen permanente, irían a una cuenta de capital o a la reserva de resultados no realizados se pondrán a disposición del Gobierno nacional. Esos fondos tendrán un único destino: extinguir esas obligaciones sin efecto monetario.

La diferencia con los giros de 2025 y 2026 radica en la base contable: esos giros fueron dividendos distribuidos bajo el artículo 38 vigente; la nueva norma excluye los resultados de valuación de la base de cálculo de las utilidades distribuibles. El proyecto convierte en regla que los resultados por variaciones del tipo de cambio y

del valor del oro no son distribuibles, y adecúa la contabilidad del BCRA a estándares prudentes. Al acotar la definición de utilidad distribuible, la emisión habilitada por esta vía deja de depender de un criterio contable modificable.

5. Gobernanza: involucrar de manera vinculante al Congreso en la decisión de remover autoridades

La eficacia de una regla para determinar una conducta de gestión es una cuestión de incentivos. Una regla limita las conductas futuras en la medida en que incumplirla resulte más costoso que respetarla; cuando modificarla es sencillo, su capacidad para condicionar las expectativas disminuye. El período 2003-2023 documenta un costo de modificación particularmente bajo: siete modificaciones del marco, cuatro de ellas por decreto, de las cuales ninguna fue revertida ni se orientó a restringir el financiamiento monetario al Tesoro.

Un compromiso es tanto más creíble cuanto más costoso resulta alterarlo. El proyecto eleva ese costo por la vía de la gobernanza: la remoción de las autoridades del BCRA deja de depender exclusivamente del Poder Ejecutivo y requiere la intervención vinculante del Congreso. Subordinar al BCRA a las necesidades de financiamiento del Tesoro ya no depende de la voluntad de un solo poder, sino de la participación de dos, lo que alinea los incentivos del Directorio con su mandato.

Se trata de recuperar la efectividad operativa y la credibilidad que la dominancia fiscal erosionó: un Directorio con incentivos alineados con el mandato no valida expectativas de inflación creciente para atender las necesidades del Tesoro. El cumplimiento de ese mandato requiere, a su vez, políticas que lo complementen: legislar sobre la base de que el equilibrio fiscal —piedra angular de la estabilidad macroeconómica junto con el equilibrio monetario— es innegociable.

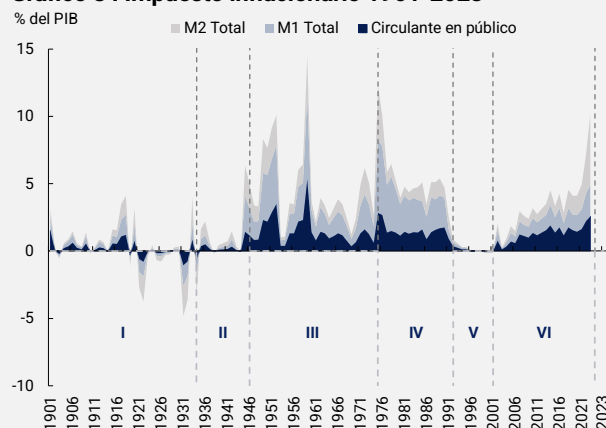
6. Credibilidad monetaria: el activo intangible que la reforma pone en juego

La reforma propuesta elimina jurídicamente los tres mecanismos disponibles para transferir recursos del

balance del BCRA al del Tesoro Nacional. De esta manera, la reforma contribuirá a reducir la inflación y el abuso sistemático del impuesto inflacionario por parte del Estado, del que han sido víctimas los ahorristas argentinos. El impuesto inflacionario recae sobre la tenencia voluntaria —o forzada, cuando rigen controles cambiarios— de saldos reales en moneda local. Penaliza directamente el ahorro doméstico, conduce la economía a la desmonetización y priva al BCRA del ejercicio de la soberanía monetaria.

Ese impuesto es, de todos los tributos, el más distorsivo: se cobra sin haber sido sancionado por ley, su tasa es desconocida de antemano, la recaudación no es coparticipada con las provincias y recae con mayor peso sobre los segmentos de menores ingresos. El BCRA estima que entre 2003 y 2023, los ahorristas argentinos sufrieron, en concepto de impuesto inflacionario, una pérdida acumulada de recursos equivalente al 60% del PIB, calculada sobre sus saldos de M2 privado transaccional. Solo en 2023, el impuesto inflacionario ascendió al 7% del PIB, o a más del 30% de la recaudación tributaria del Tesoro Nacional (ver Gráfico 8).

Gráfico 8 | Impuesto inflacionario 1901-2023



Nota: Los porcentajes indican el promedio anual de cada período, estimado sobre el M2 total. I (Belle Époque, Patrón Oro y Gran Depresión): 0,2%; II (Fundación del BCRA): 1,3%; III (Régimen de inflación crónica): 4,6%; IV (Régimen de alta inflación e hiperinflación): 5,5%; V (Convertibilidad): 0,2%; VI (Dominancia Fiscal y regreso de alta inflación): 3,6%. Fuente: BCRA e INDEC.

4 Opciones de venta (*puts*) y compromisos de compra (*bids*) sobre títulos del Tesoro que el BCRA otorgó a los bancos desde julio de 2022 (Com. "A" 7546).

5 Actualmente, el BCRA administra la liquidez con operaciones de mercado abierto y de pase a tasas de mercado. Los pasivos

Cuando se registra un déficit fiscal y la ley permite que el banco central lo financie, los procesos inflacionarios adquieren una dinámica explosiva impulsada por la formación de expectativas de emisión que conducen a una caída de la demanda de dinero. Entre 2015 y 2023, se observa una contracción de la base monetaria en términos del PIB, del 9% al 3%. En paralelo, los agregados transaccionales más amplios, como el M2 privado transaccional, cayeron del 12% al 6% del PIB en el mismo período. Así, al reducirse la base del impuesto inflacionario, el Estado requiere una tasa de inflación cada vez más elevada para sostener el nivel de recaudación.

Con el propósito de erradicar la inflación y, con ella, el impuesto inflacionario, desde diciembre de 2023 el BCRA opera bajo la misma lógica que inspira la reforma propuesta. Los resultados de esa gestión se observan en todas las dimensiones que aborda la reforma:

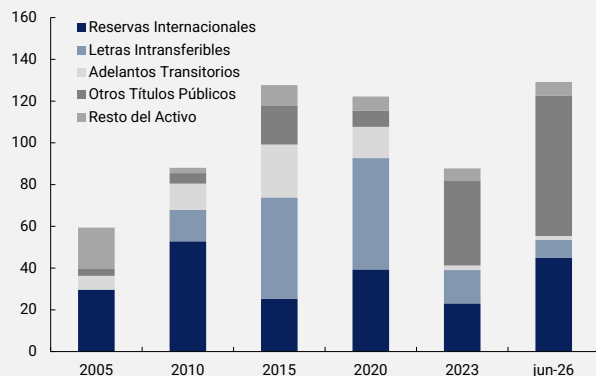
- El stock de adelantos transitorios se redujo al 0,4% del PIB.
- Las letras intransferibles no solo dejaron de emitirse, sino que, desde 2025, el Tesoro las recompra.
- Se abandonó la distribución de resultados por diferencias de cotización.
- Las opciones de liquidez sobre títulos públicos se extinguieron en 2024⁴.
- El stock heredado de pasivos remunerados se desarmó en dos etapas⁵.

Esto le ha permitido al BCRA revertir décadas de deterioro patrimonial y avanzar en el saneamiento de su hoja de balance, al aumentar el tamaño de sus activos, disminuir el de sus pasivos y mejorar la calidad de ambos (ver Gráficos 9 y 10).

pasivos subsisten como instrumento de regulación de la liquidez de corto plazo, no como un stock destinado a esterilizar giros al Tesoro.

Gráfico 9 | Activos de BCRA

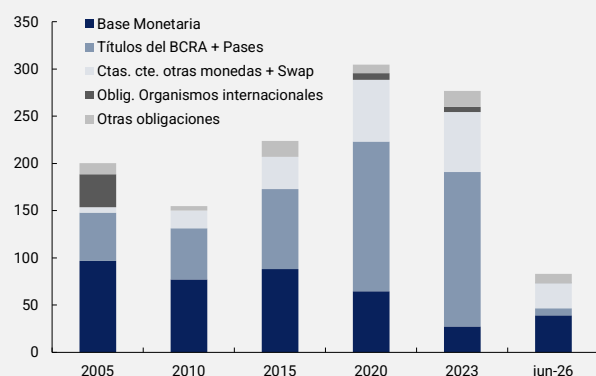
miles de millones de USD



Fuente: BCRA.

Gráfico 10 | Pasivos de BCRA

billones de \$ de dic-25



Fuente: BCRA.

Un banco central que no monetiza los desequilibrios fiscales por decisión propia y otro que no puede hacerlo debido a límites legales pueden obtener transitoriamente el mismo resultado monetario, pero ofrecen garantías muy distintas sobre los resultados monetarios futuros. Esa diferencia es fundamental, ya que impacta en la credibilidad de la política monetaria. La credibilidad se refleja en la capacidad de un banco central para comprometerse a preservar el valor de la moneda sin quedar expuesto a problemas de inconsistencia intertemporal ante el riesgo de que resurja la dominancia fiscal. Por lo tanto, la credibilidad del banco central afecta la formación de las expectativas de inflación del sector privado. La aprobación de la reforma propuesta permitiría reemplazar la conducción monetaria discrecional actual, *de facto*, por un compromiso *de jure* sobre la gestión futura. A través de su efecto sobre las expectativas, ese compromiso podría aportar mayor credibilidad a la política monetaria del BCRA desde el presente.

Es decir, la nueva Carta Orgánica no introduciría cambios en la operatoria actual del BCRA. Sin embargo, como el saneamiento en curso obedece a decisiones de las autoridades y no a cambios normativos que operen como límite jurídico, los instrumentos permanecen legalmente disponibles y las políticas mencionadas podrían revertirse sin intervención legislativa. La reforma no reemplaza la disciplina fiscal, pero sí acota la posibilidad de que una dominancia de ese origen condicione las decisiones de política monetaria; su función es restringir las alternativas disponibles ante una eventual reaparición de las presiones fiscales y elevar el costo institucional de canalizarlas por medio de desvíos en la política monetaria del BCRA.

Recuadro 2. La administración transparente y eficiente de las reservas en oro del BCRA

Las reservas internacionales (RRII) constituyen un componente esencial de la política monetaria y cambiaria del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Se componen por reservas en divisas, en oro, y en derechos especiales de giro (DEG). El objetivo de su administración es preservar, en orden de prioridad, la seguridad, la liquidez y la rentabilidad de estos activos. Este apartado detalla los principales aspectos de la gestión de las tenencias de oro. Sus características son distintivas: en el caso del BCRA se trata de un activo cuya tenencia es mayoritariamente en formato físico, relativamente ilíquido, sin renta propia y sujeto a volatilidad de precio.

Una estrategia de administración de riesgos se adopta en un contexto de incertidumbre y, por lo tanto, debe evaluarse sobre la base de la información de mercado disponible “*ex ante*”. Toda estrategia de cobertura se diseña con un objetivo. La evaluación de la estrategia implementada debe contrastar los resultados respecto del objetivo fijado (por ejemplo, reducir la volatilidad en el valor de un portafolio en su conjunto).

El conocimiento “*ex post*” de la trayectoria de los precios resulta indispensable para contabilizar el resultado neto de las operaciones. Sin embargo, una vez despejada la incertidumbre, ese conocimiento no constituye un criterio adecuado para evaluar la solidez financiera de una operación puntual dentro de la estrategia de cobertura. Este apartado describe las características salientes de la gestión de riesgos aplicada por el BCRA a su posición de oro desde 2006. Entre ellas, cabe destacar:

- **La continuidad de las políticas institucionales:** Las políticas de cobertura del oro vigentes desde el 12 de diciembre de 2023 dan continuidad a las implementadas sobre la base del Manual de Inversiones del BCRA y auditadas sin observaciones por la AGN durante los últimos 20 años;
- **La prudencia en la administración de las RRII, ante su extrema fragilidad:** La situación de las

RRII del BCRA a fines de 2023 reforzaba las razones convencionales para cubrir el riesgo de una caída del precio del oro y, entre las alternativas disponibles, optar por una estrategia sin costo neto de prima (*zero-cost collar*);

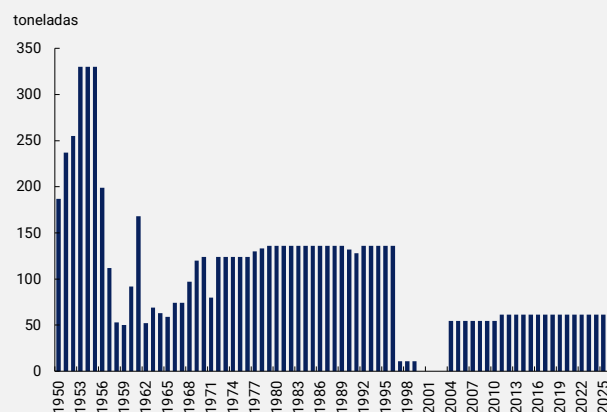
- **La prevalencia de condiciones financieras internacionales atípicas:** Durante el período analizado (2024-2026), el precio del oro registró variaciones de muy baja probabilidad estadística, que generaron simultáneamente ganancias significativas y un costo de oportunidad también significativo para el BCRA.

La siguiente información forma parte de la estrategia financiera de un banco central, cuya administración de activos y pasivos exige un alto estándar de confidencialidad. Ese resguardo de información, especialmente antes del cierre de cada ejercicio, busca evitar que las operaciones del BCRA puedan ser anticipadas y contrarrestadas por actores del mercado, en detrimento de su resultado patrimonial. La confidencialidad es un elemento esencial en la participación de un banco central en los mercados financieros.

Continuidad: La cobertura de las reservas de oro en los últimos 20 años

El oro ocupa un lugar relevante dentro de las reservas internacionales del BCRA. La institución mantiene 61,7 toneladas, adquiridas entre 2004 y 2011 (ver Gráfico 1). Desde 2006 utiliza instrumentos derivados para implementar coberturas financieras y gestionar de manera más eficiente el riesgo y el rendimiento de estos activos. Este tipo de estrategias se utilizó en trece de los últimos 20 años.

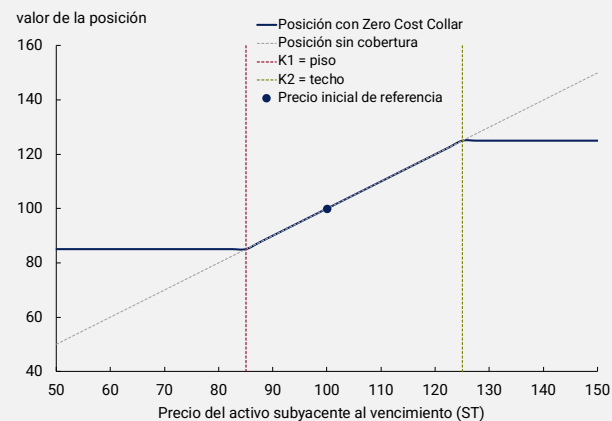
Gráfico 1 | Tenencias de oro del BCRA



Fuente: IFS y BCRA.

Las coberturas financieras realizadas en 2024 y 2025 utilizaron el mismo tipo de instrumentos derivados que el BCRA emplea desde 2006: *zero-cost collars*. Esta estrategia combina la compra de opciones de venta (*puts*) con la venta simultánea de opciones de compra (*calls*). De este modo, se establece un piso de protección para el valor de mercado de las reservas en oro sin afrontar un costo neto de prima al inicio. La prima pagada para proteger la posición frente a una eventual caída del precio se compensa con la prima recibida por resignar una parte de las ganancias potenciales ante subas extraordinarias del metal. Como estas operaciones se liquidan en divisas, las coberturas no modifican las tenencias físicas de oro ni generan movimientos, compromisos o gravámenes en esa posición (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Valor de la posición al vencimiento: con y sin Zero Cost Collar (ZCC)



Fuente: BCRA.

Prudencia: RIN negativas y precio del oro récord refuerzan las razones para tomar cobertura

Aunque la cobertura de la posición de oro era una práctica habitual desde 2006, a partir de diciembre de 2023 surgieron razones adicionales para utilizarla. Estas se relacionaban, por un lado, con el nivel de las RRH y la participación del oro dentro de ellas y, por otro, con la evolución reciente del precio del metal. A fines de 2023, la posición de oro tenía un peso mucho mayor que veinte años antes, tanto en relación con el resto de los activos en moneda extranjera del BCRA, en particular los líquidos y realizables, como frente a sus pasivos en moneda extranjera, especialmente los encajes bancarios que respaldaban los depósitos de los ahorristas. Esta configuración del balance fue resultado directo del deterioro provocado por desequilibrios macroeconómicos crónicos y por la ineficacia de los controles cambiarios que los acompañaron.

En 2006, el principal pasivo en moneda extranjera del BCRA eran los encajes de las entidades, por USD 2,3 mil millones, mientras que las reservas en divisas superaban en más de diez veces ese pasivo. En diciembre de 2023, en cambio, las reservas del BCRA, incluidas las tenencias de oro, no alcanzaban a cubrir los pasivos en moneda extranjera con vencimiento en los siguientes 12 meses. Las Reservas Internacionales Netas (RIN) eran negativas en USD 11,2 mil millones.

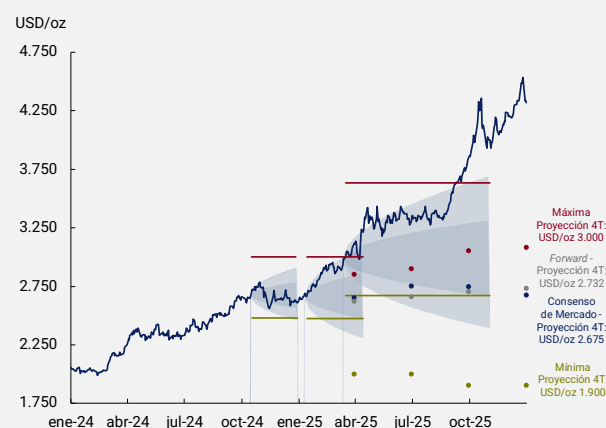
La fragilidad del balance del BCRA era extrema: el 93% de sus reservas en divisas estaba comprometido en la cobertura de operaciones de pase y swap con vencimiento en los siguientes 12 meses. Por lo tanto, las divisas restantes alcanzaban para cubrir menos del 10% de los principales pasivos en moneda extranjera del BCRA, entre ellos, los depósitos de las entidades. Ante esta situación, el BCRA avanzó en dos líneas de acción fundamentales.

- **Traslado del oro para aumentar la liquidez de las RRH:** Por un lado, rebalanceó una parte de sus reservas en oro con el objetivo principal de mejorar la disponibilidad y la liquidez de esos activos.

- **Cobertura para preservar el valor de las RRII:** Por otro lado, después de que el BCRA recompusiera su posición de liquidez, y que el precio del oro acumulara una suba de casi 40% en los 12 meses previos, el BCRA decidió reanudar la cobertura financiera de la posición para proteger su valor de mercado (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Diagrama de abanico del precio del oro 2024-2025 y Proyecciones de Mercado al 31-12-24

ZCC agrupados por concertación y horizonte



Fuente: BCRA.

En 2006, cuando el BCRA inició la cobertura financiera de sus reservas en oro, su valor de mercado era cercano a USD 1,1 mil millones y representaba 4,2% de las reservas totales. En diciembre de 2023, las tenencias de oro estaban valuadas en USD 4,1 mil millones y representaban el 18% del total de las reservas internacionales, pero estas reservas incluían una parte importante comprometida en operaciones de *swap* y pases¹. En octubre de 2024, cuando el BCRA reanudó estas coberturas, su valor ascendía a USD 5,2 mil millones, equivalente a 19,3% de las reservas totales.

Además del peso creciente del oro en un contexto de limitada liquidez de las RRII, la decisión de reanudar la cobertura en 2024 y mantenerla en 2025 respondió al fuerte aumento y a la elevada volatilidad del precio del metal. Cuanto mayor es la participación del oro en las reservas internacionales, más relevante resulta proteger su valor frente a eventuales caídas de precio.

¹ A partir del año 2014 el BCRA comienza a utilizar activamente los mecanismos de *swap* para el fortalecimiento de sus reservas internacionales.

Condiciones financieras atípicas: La cobertura en el contexto de la evolución del precio del oro en 2025

Las coberturas implementadas por el BCRA se diseñan con criterios conservadores: (a) contemplan escenarios de caídas significativas del precio del oro y (b) permiten capturar amplios márgenes de apreciación adicional.

Los precios de ejercicio de las opciones concertadas por el BCRA en 2024 y 2025 implicaban que su ejercicio ocurriría únicamente ante variaciones superiores a 1,8 desviaciones estándar en términos anualizados. Es decir, ante escenarios ubicados en las colas de la distribución, con una probabilidad implícita de apenas 3,6%. Además, frente a los pronósticos de mercado vigentes, los *puts* concertados en 2025 protegían al BCRA si se materializaban las proyecciones más pesimistas para el precio del oro, mientras que los precios de ejercicio de los *calls* se ubicaban muy por encima de las proyecciones más optimistas.

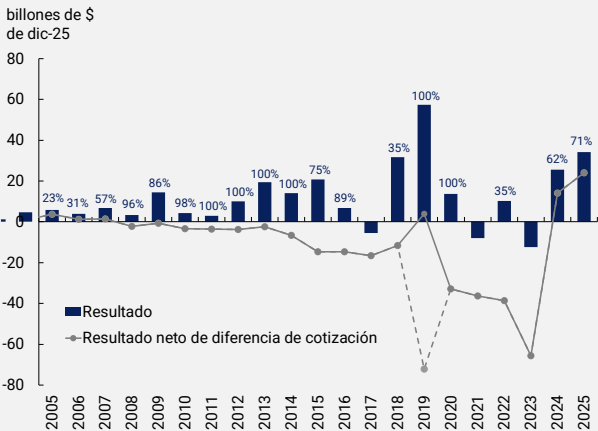
El uso de derivados es compatible con las mejores prácticas de gestión de reservas cuando se destina a cobertura, control de riesgos o implementación eficiente de la estrategia de inversión. Desde 2006, la cobertura financiera de las reservas en oro mediante *zero-cost collars* ha mostrado la mayor eficiencia en términos de rendimiento ajustado por riesgo. Las mejores prácticas de gestión de riesgos indican que los bancos centrales deben identificar y gestionar activamente las exposiciones de mercado significativas, en particular cuando puedan afectar su patrimonio o la función de las RRII. Un número significativo de bancos centrales, incluido el BCRA, utiliza portafolios de referencia, límites de riesgo e instrumentos derivados para administrar esas exposiciones.

Toda decisión de administración de riesgos debe analizarse desde una perspectiva “*ex ante*”, basada en probabilidades y escenarios, y no únicamente a partir de los resultados observados “*ex post*”, cuando el riesgo ya se ha materializado y la incertidumbre ha

sido reemplazada por certeza. Durante 2025, el oro registró un aumento excepcional de 66%, equivalente, según la estimación utilizada, a un evento de probabilidad estadística extremadamente baja, de apenas 0,01%. Esa suba provocó el ejercicio de las opciones vendidas (*calls*), cuyas primas habían financiado la compra de las opciones de venta (*puts*). Aun así, la estrategia permitió al BCRA capturar aproximadamente el 70% del aumento total del precio del metal y generó una ganancia inédita sobre la posición de oro.

Toda decisión de administración de riesgos también debe analizarse desde la perspectiva de su contribución a la administración del portafolio general. Junto con el resultado neto de las demás operaciones, la ganancia neta de la posición de oro del BCRA contribuyó a que, en 2024 y 2025, la institución registrara los mayores resultados económicos, tanto totales como realizables, de los últimos 20 años (ver Gráfico 4 y Recuadro 4. Balance del BCRA: mejoras cuantitativas y cualitativas, IPOM junio 2026).

Gráfico 4 | 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.

Recuadro 3. Control de agregados monetarios, inflación y remonetización

Pese a la intensificación de los riesgos externos, durante el tercer trimestre de 2026 se consolidaron las señales de una progresiva normalización monetaria, tras el *shock* electoral de 2025. La fortaleza de la balanza de pagos y la estabilización de las tasas de interés domésticas a principios de 2026 favorecieron la recuperación paulatina de los agregados monetarios. Esta dinámica se observa tanto en el M2 privado transaccional, relacionado con la demanda real de dinero, como en la *creación secundaria* de dinero a través del crédito bancario bimonetario (ver Gráfico 1). El crédito muestra señales de reactivación selectiva mientras la mora ha comenzado a descender y el financiamiento a empresas a través del mercado de capitales doméstico avanza con firmeza (ver Recuadro 4 / El descenso reciente de la mora favorece el ciclo de crédito bancario).

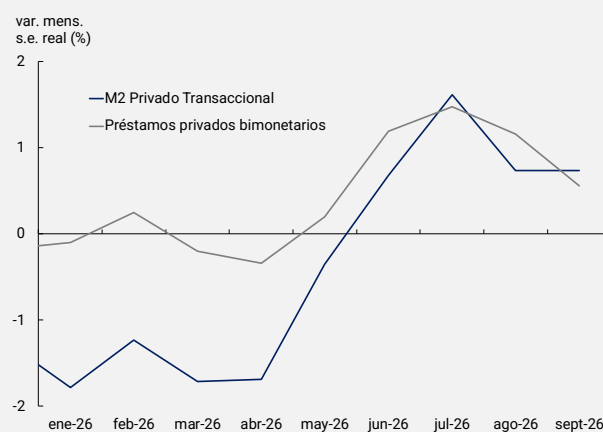
El BCRA administra la liquidez primaria resultante de la compra de reservas internacionales, en el marco de su política de fortalecimiento del balance, con el fin de sostener el proceso de desinflación en curso. En el primer trimestre de 2026, los ajustes de precios relativos presionaron el IPC al alza, mientras que, más recientemente, su dinámica reflejó la desaceleración anticipada por el BCRA en el IPOM de diciembre de 2025. Además de confirmarse la desaceleración de la inflación observada, se mantuvieron ancladas las expectativas de inflación a 12 meses y surgieron señales de una mayor demanda real de dinero. Estos factores despejaron el camino para la reciente expansión real de la base monetaria (fuente de *creación primaria* de dinero).

Ese aumento de la liquidez resulta de la combinación de ingresos de divisas por cuenta capital neto de la esterilización. La esterilización se hace a través de operaciones de mercado abierto con títulos públicos, que son demandados por las empresas que liquidan las divisas que compra el BCRA, reflejando la naturaleza endógena del grado de esterilización. Esa demanda de empresas por activos en moneda local precede el aumento progresivo de su demanda de saldos reales, prevista en función del planeamiento de sus

gastos operativos y de capital. Entre los factores determinantes del ritmo de avance de la demanda real de dinero se encuentra la prevalencia de tasas de interés pasivas reales en niveles negativos. Estas tasas, además ofrecen la confirmación de que la política monetaria no representa una restricción para la expansión del crédito, del gasto doméstico y de la actividad económica planeada por el sector privado.

Gráfico 1 | Demanda de dinero y evolución de crédito bimonetario

Var. mensual s.e. en términos reales. Promedio móvil 3 meses



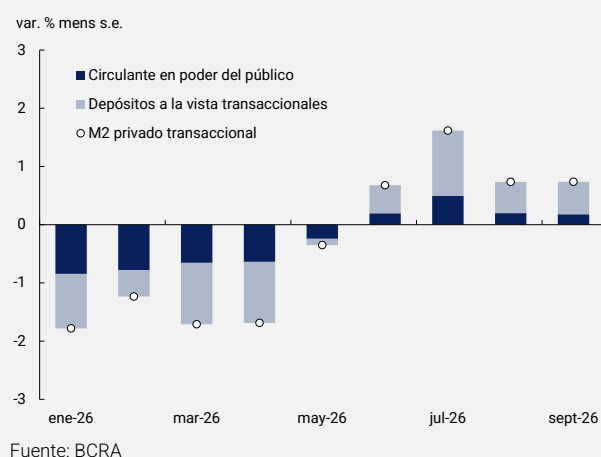
Fuente: BCRA.

1. Demanda real de dinero: La recuperación del M2 privado transaccional

Bajo un régimen de control de la cantidad de dinero, el BCRA adoptó la evolución del M2 privado transaccional como referencia de la dinámica de la demanda de dinero. Los modelos que guían la programación monetaria del BCRA están calibrados para proyectar la dinámica de ese agregado monetario (ver Apartado técnico 5 / Régimen de agregados monetarios y ancla nominal: estimación de la demanda real de dinero, IPOM de diciembre de 2025). Los desafíos de la programación monetaria son múltiples: incluyen los cambios en el régimen monetario, el impacto de la innovación financiera en el sistema de pagos, la propagación de shocks en un sistema bimonetario, y la incertidumbre sobre la persistencia de los shocks y sus rezagos, sobre la demanda de

dinero. Sin embargo, los ejercicios de *back-testing* fuera de muestra indican que estos modelos contribuyen a implementar una gestión adecuada de los riesgos para el equilibrio monetario (ver Recuadro III.4.1.1. Régimen de agregados monetarios: estimación de la demanda de dinero, IPOM de diciembre de 2025). Cabe observar que la trayectoria del M2 privado transaccional ha comenzado a exhibir señales de recuperación gradual en términos reales desde mediados del 2026 (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | M2 privado transaccional
Promedio 3 meses

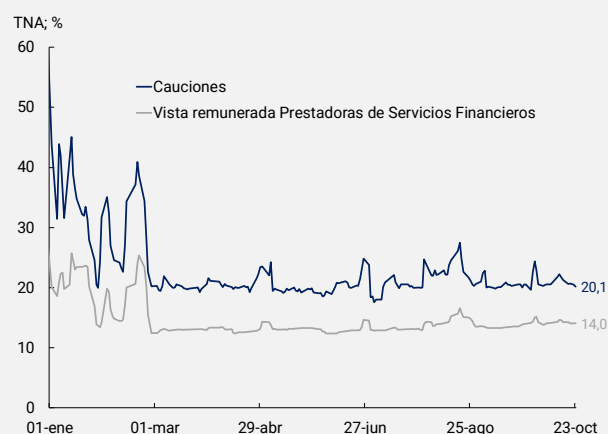


Este punto de inflexión no implica que toda expansión de la cantidad de dinero sea automáticamente compatible con la estabilidad de precios. Esa compatibilidad depende del origen de la expansión de la liquidez, de la velocidad con que se produce y de la capacidad del público para absorberla voluntariamente. El objetivo de la programación monetaria es que la oferta de dinero acompañe a la demanda en el proceso de remonetización. Para ello, la oferta no debe anticiparse a esa demanda ni hacer que los cambios transitorios de liquidez se vuelvan presiones persistentes sobre los precios.

Por eso, el BCRA monitorea en conjunto una serie de agregados monetarios. Entre ellos están el M0 (la base monetaria), el M2 privado transaccional, los factores de creación secundario de dinero (como el crédito bancario) y sus determinantes fundamentales. Entre los factores explicativos convencionales

de la demanda de dinero resulta especialmente relevante la tasa de interés determinada por el mercado. Al reflejar los cambios en las condiciones de liquidez, las tasas de corto plazo, determinadas *endógenamente*, pueden exhibir volatilidad. Sin embargo, superados los episodios de incertidumbre extrema (como la tensión financiera preelectoral de 2025), las tasas de interés a un día se estabilizaron en nive-

Gráfico 3 | Tasas de interés en pesos de corto plazo



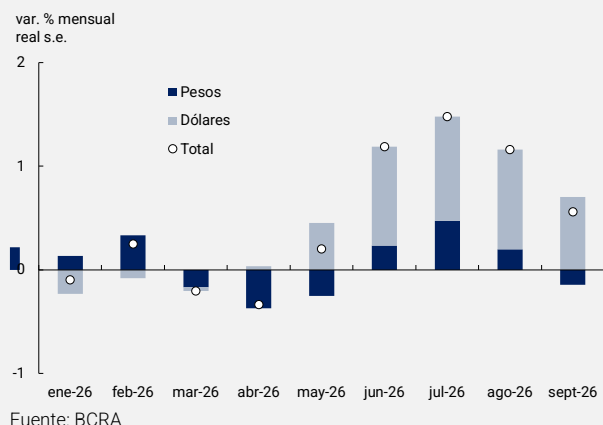
Nota: Datos al 23 de octubre.
Fuente: BCRA

les inferiores y consistentes con los fundamentos económicos durante 2026 (ver Gráfico 3).

2. Crédito bancario: La recuperación de los préstamos bimonetarios

Tras las elecciones, la normalización monetaria se fue trasladando al crédito bancario, con rezagos acordes con un shock extremo (cabe recordar que, en su pico, la dolarización fue equivalente a más del 50% del M2). Los préstamos bancarios al sector privado en pesos y en dólares recuperaron dinamismo, y su promedio móvil de tres meses volvió a mostrar una evolución positiva desde mayo de 2026. La mejora se observa de manera heterogénea entre monedas y segmentos, lo que sugiere una expansión más selectiva que la observada en la fase inicial del ciclo crediticio (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Préstamos bancarios al sector privado
Promedio 3 meses



Esta expansión del crédito es complementada por el

Gráfico 5 | Financiamiento de mercado de capitales



Nota: Incluye bonos corporativos, fideicomisos financieros, pagarés, cheques de pagos diferidos, facturas de crédito electrónicas, acciones y fondos mutuos cerrados. Usando la tasa de USD *blue-chip* (MEP).
Fuente | BCRA en base a datos de la CNV.

crecimiento sostenido del financiamiento en el mercado de capitales (ver Gráfico 5).

Son varios los factores que influyen en la dinámica de crédito, pero cabe destacar dos. En primer lugar, las medidas monetarias y crediticias que adoptó el BCRA. Estas medidas buscaron reducir la volatilidad de las tasas de interés en pesos y, luego, ampliar la oferta de crédito en dólares y la oferta de crédito hipotecario. En segundo lugar, la mejora en la previsibilidad de condiciones inherentes al negocio bancario: el nivel negativo en términos reales de las tasas de fondeo y, más recientemente, la disminución en la mora

bancaria (ver Recuadro 4 / El descenso reciente de la mora favorece el ciclo de crédito bancario).

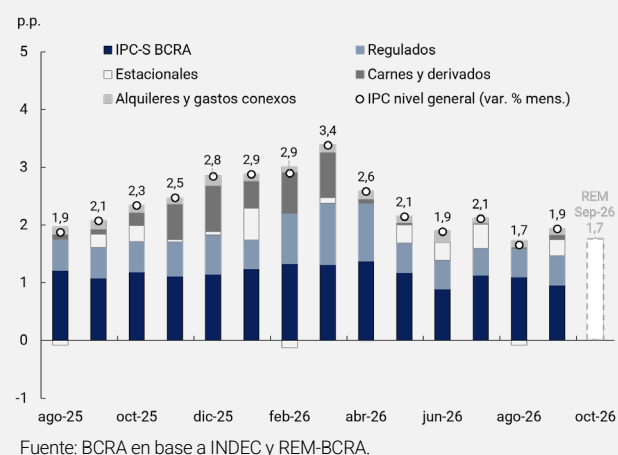
3. Liquidez primaria: La baja de la inflación y el aumento reciente de la base monetaria real

Una vez disipado el shock electoral de la segunda mitad de 2025, el contexto monetario comenzó a mostrar señales positivas en múltiples frentes.

- En primer lugar, la inflación consolidó su tendencia descendente desde el máximo registrado en marzo, en línea con la disminución de las expectativas privadas y a pesar de la volatilidad de los precios internacionales de las materias primas, incluida la energía (ver Gráfico 6).

Gráfico 6 | Componentes del IPC

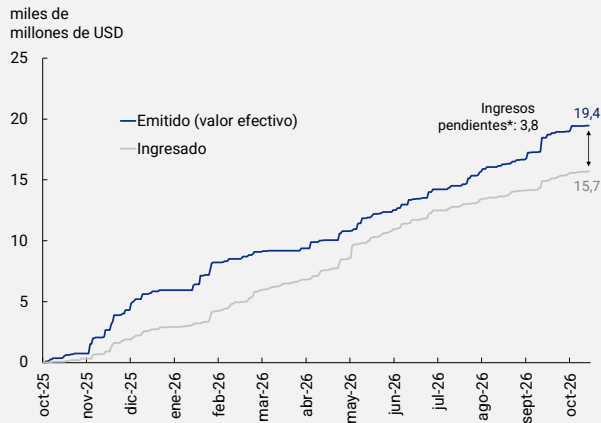
Contribución a la tasa de inflación mensual



- En segundo lugar, las tasas de interés de corto plazo se estabilizaron en torno al 20% n.a. desde marzo y redujeron su variabilidad.
- Finalmente, mejoró el balance cambiario a partir del aumento de la oferta de divisas proveniente del superávit de la balanza de pagos y aumentaron las compras por parte del BCRA.

Gráfico 7 | Colocación de títulos de deuda privada en moneda extranjera y liquidación de USD

Se excluyen canjes

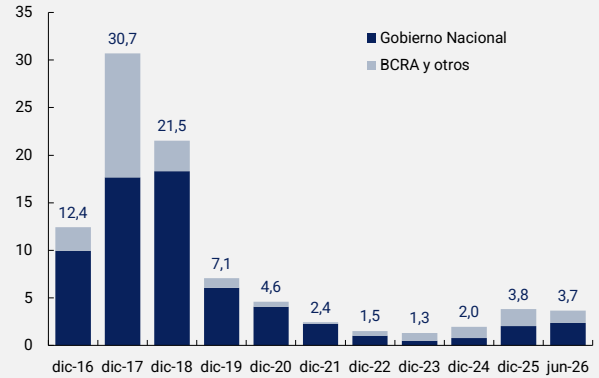


Fuente: BCRA.

Esta secuencia, en la que el sector privado obtiene divisas mediante la colocación de títulos y luego demanda pesos para afrontar gastos locales, constituye una fuente genuina de expansión de la liquidez (ver Gráfico 7). El flujo de divisas se origina en el financiamiento de largo plazo corporativo orientado al desarrollo de inversiones en el sector real de la economía. La demanda temporaria de títulos públicos por parte de las empresas anticipa un incremento de la demanda real de dinero. Por lo tanto, es importante distinguirla de la demanda de títulos que podría reflejar el ingreso de inversiones de portafolio orientadas a posicionarse en activos financieros líquidos como destino final. Este financiamiento externo de corto plazo, observado en programas de estabilización previos, no se observa en la actualidad (ver Gráfico 8). Es decir, los ingresos actuales de divisas y su esterilización tienen como destino final la liquidación de esos títulos para satisfacer la demanda real de dinero, y no la demanda de moneda extranjera.

Gráfico 8 | Exposición a activos en pesos de no residentes

miles de millones de USD (CCL)
a valor de mercado

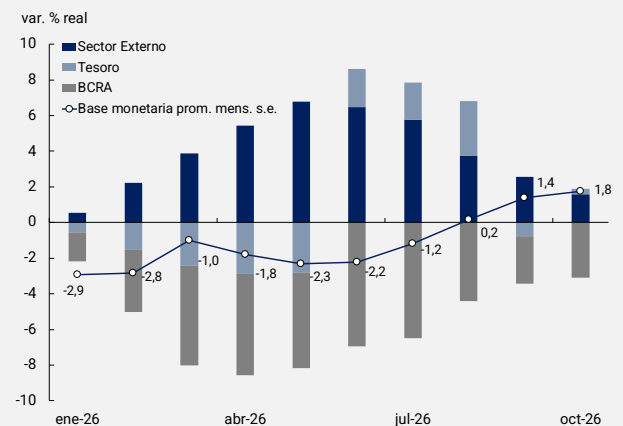


Fuente: BCRA.

En este marco, la base monetaria registra variaciones positivas, tras un período prolongado de contracción en términos reales (ver Gráfico 9). El cambio en su dinámica es consistente con la trayectoria descendente de la inflación, el nivel de las tasas de interés, el crecimiento de los agregados transaccionales y la necesidad de fondos prestables por parte del sistema bancario.

Gráfico 9 | Base monetaria y factores de variación

Variación de saldos a fin de mes. Promedio móvil de 3 meses



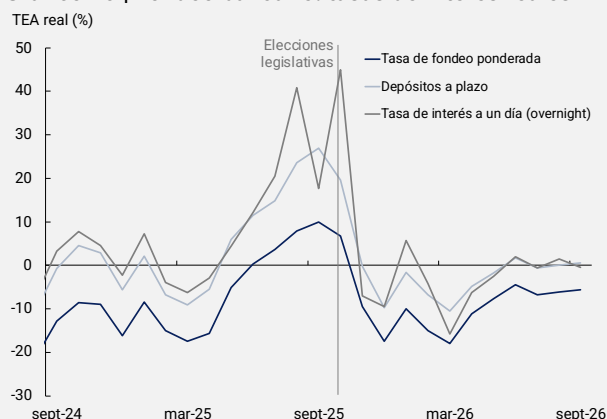
Fuente: BCRA.

En síntesis, la evidencia reciente indica una transición desde una fase de absorción de liquidez y desaceleración crediticia hacia otra de remonetización gradual y normalización del financiamiento. La base monetaria comenzó a crecer, el M2 privado transac-

cional se recupera, las tasas de corto plazo muestran mayor estabilidad y el crédito bimonetario retoma una trayectoria expansiva, mientras que la mora de las familias deja de aumentar.

Los puntos de inflexión monetario y crediticio se refuerzan mutuamente. Una demanda de dinero más estable reduce la volatilidad financiera y mejora las condiciones para la intermediación. A su vez, la recuperación prudente del crédito contribuye a ampliar los medios de pago y facilita la transmisión de la política monetaria hacia la actividad económica. Las tasas de interés pasivas son negativas en términos reales (ver Gráfico 10). Esto confirma que la política monetaria no restringe la expansión del crédito, del gasto doméstico ni de la actividad económica que planea el sector privado.

Gráfico 10 | Fondeo bancario: tasas de interés reales



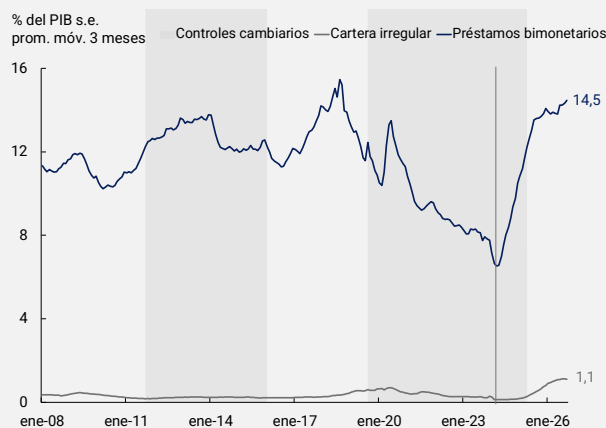
Nota | La tasa de fondeo ponderada refleja la tasa correspondiente a cada fuente de financiamiento —depósitos a la vista remunerados, depósitos a plazo, operaciones de pase, préstamos interbancarios y depósitos no remunerados— según su participación relativa en el fondeo de los bancos. Fuente | BCRA.

La consolidación de estas tendencias dependerá de que la oferta de dinero continúe respondiendo a una demanda genuina y de que el crecimiento del crédito se mantenga compatible con la estabilidad monetaria y financiera.

Recuadro 4. El descenso reciente de la mora favorece el ciclo de crédito bancario

Luego de un período extenso entre 2019 y 2023, durante el cual el sistema bancario (y el mismo Banco Central) se orientó principalmente a financiar al Estado, a partir de diciembre de 2023 los bancos iniciaron un proceso de reasignación de crédito al sector privado. Este proceso de “crowding in” del crédito al sector privado fue impulsado por el reordenamiento macroeconómico, incluyendo la eliminación del déficit fiscal y la reversión del proceso inflacionario. En términos del PIB el crédito bancario al sector privado casi se duplicó y el mayor crédito fue acompañado por un aumento de la mora (ver Gráfico 1). De esta manera, entre diciembre de 2023 y septiembre de 2026 la cartera regular de los bancos sobre el total de préstamos otorgados se redujo cerca de 4 p.p., pasando de 96,3% a 92,5%.

Gráfico 1 | Préstamos al sector privado y cartera irregular



Este recuadro destaca las características de la evolución de la mora bancaria¹. Se identifican las causas, la magnitud, la persistencia y la composición del crédito en mora, destacando, en particular, su punto de inflexión reciente. Se concluye que, luego de estabilizarse a mediados de año la mora ha iniciado una fase descendente, que coincide con la recuperación del crédito bancario bimonetario (ver Recuadro 3. Control de agregados monetarios, inflación y remo-

netización). También se evalúan diversas propuestas de intervención dirigidas a acelerar la normalización del ciclo de crédito y mora bancaria, distinguiendo aquellas que debilitan los incentivos de pago del mercado de crédito (introducen riesgo moral) de aquellos que no lo hacen.

Con el propósito de contribuir a la aceleración del proceso de normalización, evitando los costos que presenta el riesgo moral, el BCRA ha impulsado diversas políticas y continúa trabajando en conjunto con la CNV para reformar al sistema de pagos, de crédito bancario y de mercado de capitales. Las reformas buscan ampliar el acceso y bajar el costo del financiamiento. Por último, se resalta el contraste entre el nivel bajo de las tasas de interés de corto plazo (*negativas* en términos reales) y el peso de la carga tributaria en el CFT del crédito (representando casi 30% del mismo). Es decir, potenciales cambios en la política fiscal resultarían más efectivos para reducir las tasas de interés activas que potenciales cambios en la política monetaria, operando a través de la tasa de interés pasiva.

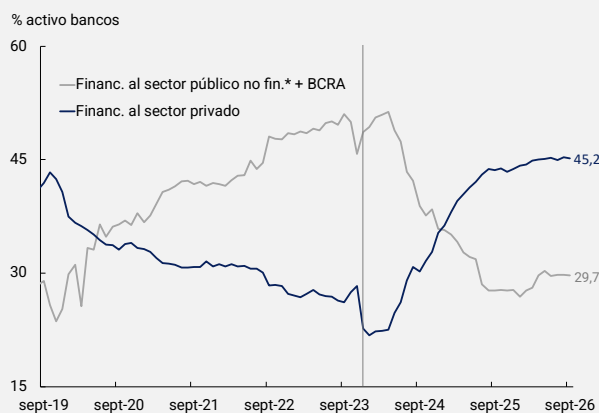
1. La fuerte expansión del crédito y el aumento de la mora

A partir de diciembre de 2023, el equilibrio fiscal y la independencia monetaria modificaron estructuralmente el sistema bancario, reorientando recursos desde el sector público hacia el sector privado. Bajo el esquema previo el crédito al sector público representaba 16,7% del PIB y 68% del crédito bancario total, imponiendo un “crowding out” del crédito destinado al sector privado que alcanzaba apenas 7,8% del PIB (23% de los activos bancarios). En septiembre de 2026, el crédito privado casi se duplicó hasta aproximadamente 14,5% del PIB, representando 60% del crédito total y 45% de los activos bancarios, mientras que la exposición al sector público se redujo a 9,6% del PIB y 40% del total (ver Gráfico 2).

¹ Ver también “[El ciclo de crédito \(repunta\) y de la mora \(finaliza\): La estabilidad monetaria contribuye al crédito, la carga fiscal sobre](#)

[el crédito contribuye a la mora](#)”, presentación del 5 de octubre de 2026 de Vladimir Werning, Vicepresidente del BCRA.

Gráfico 2 | Crédito bancario



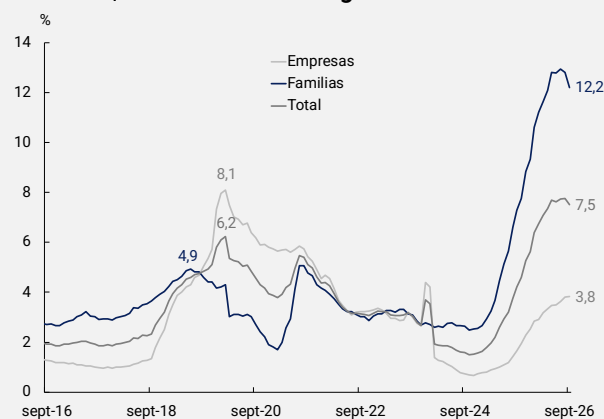
Nota: Dato de septiembre de 2026 preliminar. * Financiamiento al sector público no financiero: Posición en tít. públicos + Préstamos al s. público + LEFI. Sector público incluye todas las jurisdicciones.
Fuente: BCRA.

La fuerte expansión del crédito privado estuvo acompañada de un aumento de la cartera irregular de crédito al sector privado. Este deterioro mostró las siguientes características principales:

- **El crédito bancario en situación normal de pago:** El crédito en condiciones de pago normal bajó 4 p.p., pasando del 96,3% en diciembre de 2023 al 92,5% en septiembre de 2026.
- **La divergencia en la mora de individuos y empresas:** La mora total de la cartera de crédito al sector privado se elevó de 3,7% a 7,5% entre diciembre de 2023 y septiembre de 2026. Esta suba reflejó una divergencia en la evolución de la capacidad de pago: Mientras que el ratio de irregularidad entre individuos *aumentó* de 2,8% a 12,2%, el ratio entre las empresas se *redujo* de 4,4% a 3,8%.
- **La comparación con el pico de ciclo previo:** El nivel actual de mora de 7,5% es 1,3 p.p. mayor que el nivel del último pico de 6,2% en 2020. La comparación por categoría de deudor muestra un contraste. Mientras que la mora entre individuos superó en 7,3 p.p. el pico del ciclo previo (de 4,9%), la mora entre empresas cayó 4,3 p.p. en relación con el pico del ciclo previo (de 8,1%).
- **Las señales del inicio de una fase descendente:** El ciclo de mora ha llegado a un fin y se anticipa

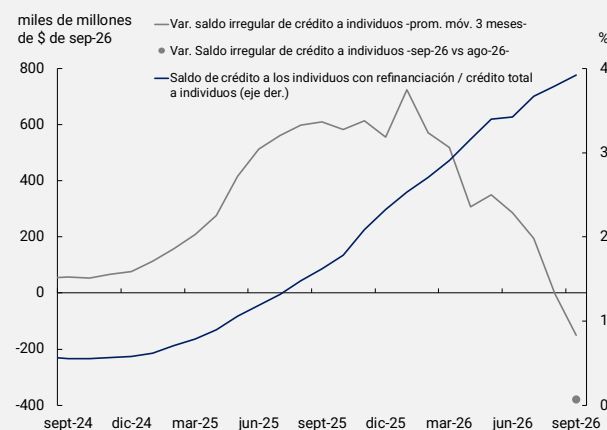
una reducción de esta hacia adelante. Desde mediados de año se observó una estabilización del ratio de irregularidad del crédito en un rango de entre 7,5% y 7,7% (ver Gráfico 3). Más recientemente, ante el avance de las refinanciaciones bancarias se observa una reducción del saldo de crédito irregular de los individuos. En el segmento de crédito a individuos la cartera en mora ha comenzado a reducirse a partir de agosto (ver Gráfico 4).

Gráfico 3 | Crédito bancario irregular



Nota: Dato de septiembre de 2026 preliminar.
Fuente: BCRA.

Gráfico 4 | Crédito en mora y refinanciaciones (individuos)

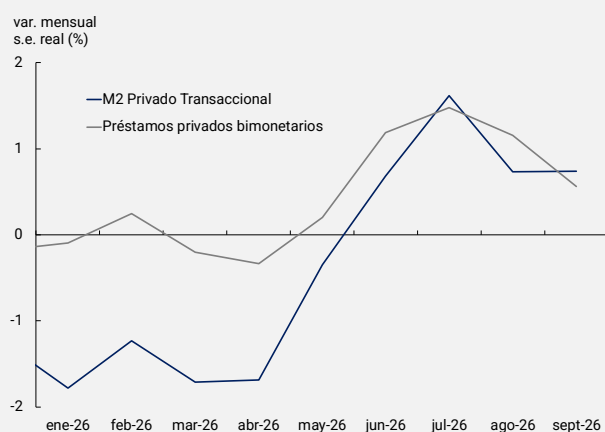


Nota: Dato de septiembre de 2026 preliminar.
Fuente: BCRA.

Existe una relación fluida entre la dinámica del crédito y de la mora. Desde la perspectiva de negocio bancario, el ciclo descendente de crédito en mora permite a los bancos internalizar la pérdida total que ha acompañado el ciclo de expansión del crédito.

Esta información, junto con la información que permite segregar sujetos de crédito que han pagado sus deudas de los que no lo han hecho impulsa el otorgamiento de nuevos préstamos y refuerza el ciclo de crédito bancario en curso (ver Gráfico 5). Por otro lado, desde la perspectiva estadística, la evolución del ratio de cartera irregular depende tanto del flujo de cartera en mora como del stock de cartera de crédito total. Por ello, se anticipa que la recuperación de los préstamos bancarios en pesos y dólares contribuirá a reducir el ratio de mora.

Gráfico 5 | Demanda de dinero (M2) y crédito bimonetario
Prom. móvil 3 meses



Nota: Datos a septiembre de 2026.
Fuente: BCRA.

2. Determinantes del ciclo de la mora: La divergencia entre tasas de interés *ex ante* y *ex post*

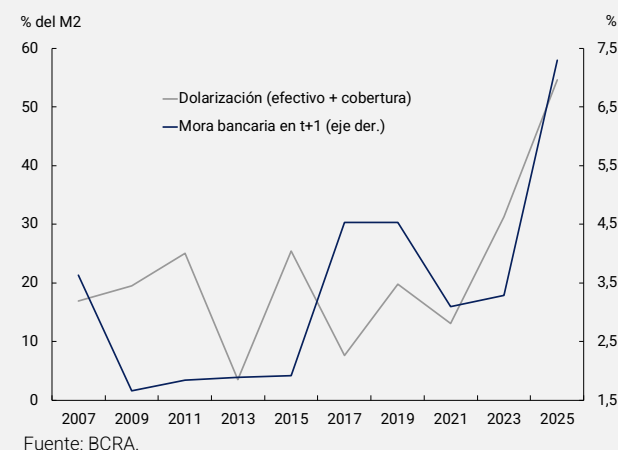
Las características del ciclo de mora previamente expuestas surgen de los factores específicos que deterioraron las condiciones de repago del crédito. Tres factores resultan de particular importancia:

- **Causal del ciclo de la mora (expectativas privadas):** La transición desde un régimen de alta inflación a uno de baja inflación genera cambios en la formación de expectativas privadas a medida que avanza el proceso de desinflación y se confirma su sostenibilidad. En 2024 la inflación observada bajó más rápido que lo anticipado por el sector privado (medidas por los pronósticos mensuales de inflación publicados en el REM) y en 2025 el tipo de cambio observado se depreció

menos de lo anticipado por esa muestra de expectativas del sector privado. En consecuencia, la tasa de interés real observada ("ex-post") resultó más alta que la tasa de interés real esperada ("ex-ante"), determinando un mayor costo *real* del crédito al anticipado por los deudores y los acreedores al momento de pactar los términos.

- **Intensidad del ciclo de la mora (shock electoral):** La expectativa negativa en torno a las elecciones legislativas de 2025 tampoco fue corroborada, pero generó un shock inédito en la demanda real de dinero (dolarización >50% M2). Esto implicó un alza transitoria, pero aguda, en las principales tasas de interés pasivas y activas del sistema bancario. Las condiciones financieras de 2025 impactaron significativamente sobre la demanda agregada (inversión y consumo discrecional). Con un rezago, esas condiciones continuaron impactando en 2026 sobre el ratio de mora (ver Gráfico 6), a pesar del relajamiento monetario poselecciones (a mediados de febrero las tasas de interés pasivas de corto plazo ya se habían estabilizado en niveles negativos en términos reales).

Gráfico 6 | Shock electoral (dolarización) e impacto rezagado (mora)



Fuente: BCRA.

- **Agravante del ciclo de la mora (divergencia de tasas de interés):** A mediados de 2026 el nivel de las tasas activas para los individuos se mantenía elevado, todavía representando 3/4 del pico del costo financiero preelectoral. Por el con-

trario, el nivel de las tasas activas para las empresas se redujo a 1/5 del pico del costo financiero preelectoral de la mano de una baja del riesgo país desde 1.500 p.b. a 500 p.b. Es decir, la mayor capacidad de negociación y el acceso a fuentes alternativas de crédito permitieron a las empresas reducir su costo financiero con mayor rapidez que los individuos.

3. Propuestas de intervenciones: Con y sin costo a futuro (riesgo moral)

Frente al ciclo de la mora surgen iniciativas de intervención estatal. Para su evaluación resulta útil separar las propuestas entre las que sólo contemplan los efectos sobre la calidad del stock de cartera crediticia (aquellas que introducen riesgo moral) y las que además consideran las implicancias de la intervención para el funcionamiento futuro del mercado de crédito (aquellas que no introducen riesgo moral).

3.1. Medidas que generan *riesgo moral* (transferir recursos, modificar contratos y datos crediticios)

Las propuestas de intervención estatal constituyen soluciones centralizadas. De 38 proyectos presentados en el Congreso de la Nación, 87% proponían refinanciamientos compulsivos, 79% afectaban la propiedad privada, 71% proponían topes en las tasas de interés, y 50% proponían aumentar la burocracia dedicada a la supervisión de las relaciones de crédito entre privados.

Estas propuestas introducen un problema de *riesgo moral* al mercado de crédito. El mismo hace referencia al costo implícito de esa intervención debido a los incentivos que inducen cambios en el comportamiento futuro que atenta contra el objetivo perseguido por la intervención original. En el caso de la mora las intervenciones en los contratos de quien no pagó un crédito generan incentivos de no pago entre quienes lo vienen haciendo normalmente, arriesgando un *aumento* de incobrabilidad entre deudores y una *disminución* de la oferta crediticia entre acreedores. Cuatro propuestas caen dentro de esta categoría:

- **Adquisición de créditos incobrables por el BCRA.** La intervención más directa para bajar la mora suele apoyarse en la idea de que el BCRA utilice recursos públicos (del contribuyente) para sanear la cartera irregular de los bancos. En un contexto de elevada capitalización del sistema bancario (más del doble del promedio para los sistemas bancarios de América Latina) esta propuesta carece de sentido ya que la estabilidad financiera está resguardada por la capacidad propia de los bancos de absorber las pérdidas.
- **Modificación de las condiciones de contratos privados por BCRA:** Esta intervención busca disminuir el alto costo financiero total (CFT) del crédito. Sin embargo, los topes a las tasas de interés activas constituyen una ruptura de contratos entre privados que afecta adversamente los derechos de propiedad. Aunque menos costosa que un *bail-out* directo de la cartera incobrable, incurre en el costo de compensar la reducción de valor que implica la modificación del contrato. Además, las restricciones de precio afectan adversamente las cantidades, traducéndose en una retracción de la oferta de crédito a futuro.
- **Relajación del régimen informativo del BCRA.** Otra intervención propuesta consiste en modificar la clasificación de los deudores que hoy rige bajo el régimen informativo de la Central de Deudores (CENDEU). En particular, se aspira a evitar, frente a reclasificaciones realizadas por otras entidades, la reclasificación de cartera de deudores propia ("efecto arrastre"). Si bien este procedimiento reduciría marginalmente la cartera irregular, también reduciría la calidad de la información crediticia sin alterar la capacidad de pago del sujeto de crédito. La imposibilidad de las entidades de usar la información fidedigna en su *scoring* crediticio perjudica por igual a los deudores con buenos y malos historiales.
- **Relajación de los encajes bancarios por BCRA.** La modificación de encajes presume que un relajamiento de las condiciones monetarias podría

reducir las tasas de interés pasivas y, de trasladarse a las tasas de interés activas, reducir también el costo del crédito que incide en el nivel de mora. Sin embargo, el nivel de las tasas de interés **a un día** y el costo promedio de fondeo de los bancos ya resulta *negativo* en términos reales y, por lo tanto, las mismas no constituyen una restricción al crédito. De hecho, hoy los encajes en efectivo no están en niveles elevados en términos históricos (depósitos de entidades en BCRA por 12% de los depósitos totales). Una reducción de los encajes sí reduciría la cobertura de los depósitos, exponiendo a los ahorristas a operar en un sistema bancario con menor disponibilidad de liquidez prudencial.

3.2. Medidas que no generan riesgo moral (mejorar la competencia, el acceso, y el costo de crédito)

Las refinanciaciones voluntarias de créditos en mora entre bancos y sus clientes constituyen soluciones descentralizadas. Las mismas, que han avanzado visiblemente a lo largo del 2026 (ver Gráfico 4), permiten reducir la tasa efectiva, extender los plazos y adecuar el servicio de la deuda al flujo de ingresos. Al reservar la negociación de condiciones y del pago contractual a las partes (acreedores y deudores), estas operaciones evitan transferencias de pérdidas a terceros y permiten conservar intacto el historial crediticio como señal para futuras decisiones de financiamiento.

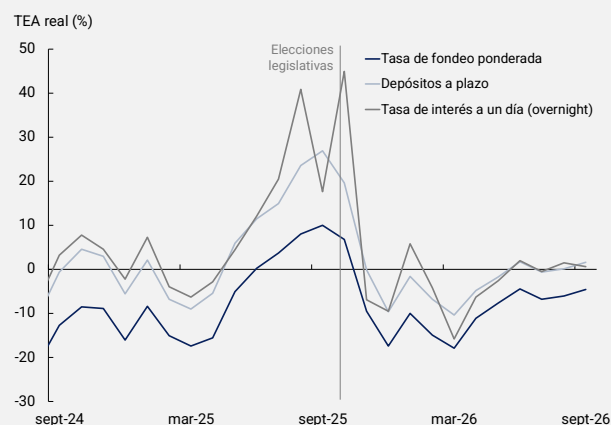
Complementando este proceso de refinanciación voluntaria, el BCRA está impulsando medidas y reformas que buscan reducir aún más el costo financiero del crédito. Las iniciativas introducen mayor disponibilidad y plazo de fondeo bancario, mayor competencia entre acreedores y mejoras en la disponibilidad de instrumentos de colateral para deudores. Entre las medidas tomadas en 2026 y las que están en etapa de elaboración se pueden destacar:

- **Medidas a favor de empresas y de individuos ya implementadas por BCRA:** En 2026, el BCRA introdujo un marco macroprudencial para ampliar

la intermediación en moneda extranjera² orientado a las empresas privadas. Al mismo tiempo, el FGS realizó licitaciones para canalizar ahorro institucional hacia el sistema financiero, ampliando las fuentes de fondeo de largo plazo disponibles para el crédito hipotecario³.

- **Reformas regulatorias del mercado de crédito que impulsa el BCRA.** El BCRA persigue la profundización del crédito eliminando restricciones y desarrollando un marco regulatorio que amplía las fuentes de financiamiento, mejora las garantías y facilita la canalización del ahorro hacia familias y empresas. El BCRA se encuentra elaborando iniciativas que expanden el crédito a individuos (ampliación del uso de códigos de descuento para empleados públicos y privados); a comercios (creación de cupones de tarjeta transferibles y negociables); y a empresas (creación de un Sistema Federal de Garantías y cambios aplicables a las SGR).

Gráfico 7 | Fondeo bancario: tasas de interés pasivas reales



Nota: La tasa de fondeo ponderada refleja la tasa correspondiente a cada fuente de financiamiento —depósitos a la vista remunerados, depósitos a plazo, operaciones de pase, préstamos interbancarios y depósitos no remunerados— según su participación relativa en el fondeo total de los bancos. Fuente: BCRA.

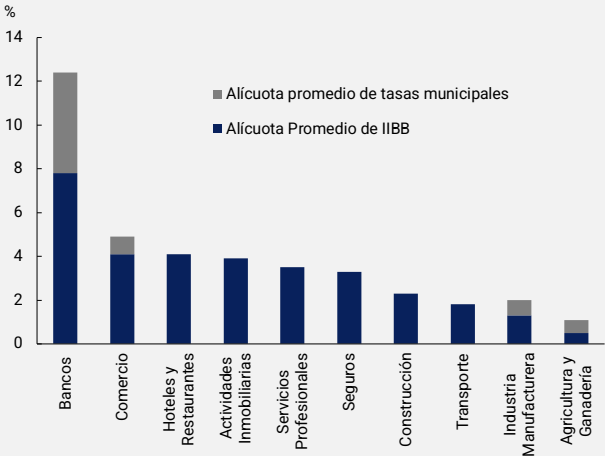
- **El impacto potencial de la política fiscal vs. los límites de la política monetaria:** Como se menciona más arriba, las tasas de interés de corto plazo pasivas hoy se encuentran en niveles *negativos* en términos reales (ver Gráfico 7). Queda en evidencia que el BCRA tiene poco espacio

2 Comunicación "A" 8467.

3 Comunicación "A" 8475.

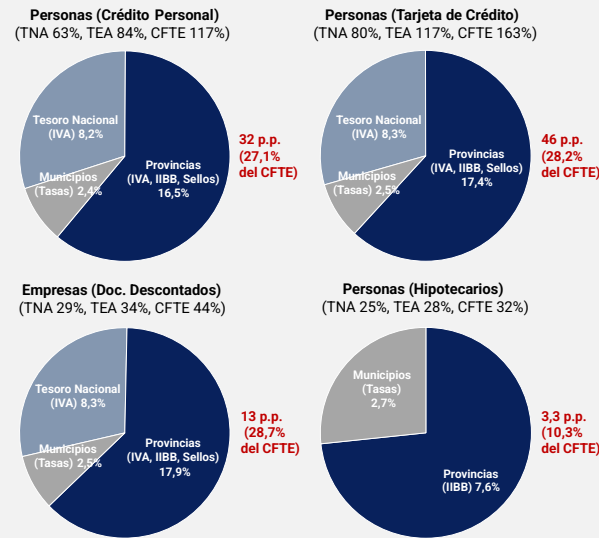
para incidir directamente, a través del relajamiento de la política monetaria, en condiciones financieras que se trasladen a una reducción en las tasas de interés activas de los créditos bancarios. Por el contrario, el spread de intermediación bancario (la diferencia entre la tasa de fondeo y de los préstamos) indica que la política fiscal sí tiene un potencial importante para reducir la tasa de interés activa: los impuestos nacionales, provinciales y municipales representan una proporción significativa del CFT de los préstamos (cerca del 30% para los préstamos personales). La carga de Ingresos Brutos provinciales y tasas municipales sobre la intermediación financiera es particularmente alta, 4x el promedio de la carga tributaria sobre otros sectores económicos (ver Gráficos 8 y 9).

Gráfico 9 | Promedio de IIBB provincial y de tasas municipales por actividad económica



Nota: La alícuota municipal de comercio promedia mayorista y minorista.
Fuente: IERAL.

Gráfico 8 | Costo impositivo de un préstamo bancario
Como % CFT



Nota: Datos a septiembre de 2026.
Fuente: BCRA.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

AFJP: Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

ALyCs: Agentes de Liquidación y Compensación

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

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BCRP: Banco Central de la República del Perú

BOPREAL: Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre

BYMA: Bolsas y Mercados Argentinos

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CBT: Canasta Básica Total

CENDEU: Central de Deudores

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

EMBI: *Emerging Markets Bond Index*

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

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

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

IIF: Instituto de Finanzas Internacionales

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

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

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 \$

MBP6: Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

MCBA: Mercado Central de Buenos Aires	ROFEX: Mercado a Término de Rosario
Mens: mensual/mensualizada	RR.II: Reservas internacionales
MEP: Mercado Electrónico de Pagos	SDID: <i>Synthetic Difference-in-Differences</i>
MiPyMEs: Micro, pequeñas y medianas empresas	s.e.: Serie sin estacionalidad
MAE: Mercado Abierto Electrónico	SPNF: Sector Público Nacional No Financiero
MLC: Mercado libre de cambios	STEySS: Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	SIOPEL: Sistema de Operaciones Electrónicas
ME: Moneda Extranjera	TAMAR: Tasa Mayorista de Argentina
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	TCN: Tipo de cambio nominal
MT: Metas de Agregados	TEA: Tasa Efectiva Anual
MTE: Memorando Técnico de Entendimiento	TEM: Tasa Efectiva Mensual
n.a.: Nominal anual	TIPS: Títulos del Tesoro ajustados por inflación
NEA: Noreste argentino	TN: Tesoro Nacional
NOA: Noroeste argentino	TNA: Tasa Nominal Anual
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos	TPM: Tasa de política monetaria
OO.II.: Organismos internacionales	Trim.: Trimestral / Trimestre
OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo	USD: Dólares Americanos
OTC: <i>Over the counter</i>	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
p.b.: Puntos básicos	UVA: Unidad de Valor Adquisitivo
p.p.: Puntos porcentuales	Var.: Variación
p: Proyectado	WEO: <i>World Economic Outlook</i> elaborado por el FMI
PBoC: Banco de la República Popular de China	
PEA: Población Económicamente Activa	
PFE: Programa de Facilidades Extendidas del FMI	
PIB: Producto Interno Bruto	
PMI: <i>Purchasing Managers' Index</i> . Índice de encuestas a gerentes de compras	
PP: Productos primarios	
PPN-27: Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2027	
PTF: Productividad total de los factores	
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	