

Informe Económico Mensual



Nº 246. Año 25

26 de febrero de 2026

Equipo: Adolfo Bosch, Jorge Viñas y Héctor Rubini.

Editor: Héctor Rubini

EL DATO DEL MES

Inflación.

El IPC registró en enero de 2026 una suba mensual de 2,9% (32,4% i.a.). Es la suba mensual más alta observada desde mayo de 2025.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina.

La inflación de enero sostiene la aceleración de subas de precios desde mayo de 2025, pero no es claro que se sostenga esa suba en los próximos meses. Mientras avanzan algunas de las reformas estructurales pro-mercado, las estadísticas disponibles contradicen a quienes todavía afirman que desde el año pasado la economía argentina pareciera encontrarse en un escenario de estancamiento o recesión con inflación.

En lo que va de 2026 el BCRA acumula compras de divisas por U\$S 2.413 millones, superando los pronósticos más optimistas, sin poner presión alcista sobre el tipo de cambio, que por el contrario tiende a apreciarse. El éxito en este frente se ha reflejado en una baja del riesgo soberano al área de 500 puntos. Al mismo tiempo, la política monetaria restrictiva que da sustento al esquema cambiario conspira contra una reactivación más vigorosa de la demanda interna.

Mercados internacionales.

La Corte Suprema de EE.UU. falló en contra de los aranceles recíprocos impuestos por Trump sin el aval del Congreso. Esto abre un período de incertidumbre en este frente, que se suma a otros factores que asoman como fuente de volatilidad financiera, en especial los cambios en la política monetaria de la Fed ante el reemplazo de Powell por Kevin Warsh, recientemente nominado por Trump para el cargo.

LO QUE VIENE

Argentina. El Presidente Milei está logrando la aprobación, con ciertas modificaciones de sus proyectos de ley enviados al Congreso de la Nación a fines de 2025. Se espera el envío de nuevos proyectos legales de reformas estructurales para los próximos meses.

Acuerdo Mercosur-Unión Europea. Sobre el cierre de este informe el Congreso de la Nación Argentina votó a favor del acuerdo entre ambos bloques comerciales

Rusia vs. Ucrania. La guerra abierta continúa, y se observa una visible recuperación de territorio por parte de las fuerzas de Ucrania. No es claro que el gobierno ruso cuente con recursos humanos y económicos para sostener este conflicto por largo tiempo.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE ENERO DE 2026

	2025 Octubre	Noviembre	Diciembre	2026 Enero	Tendencia hasta enero 2026
IPC Var. % mensual	2,3%	2,5%	2,8%	2,9%	
IPC	31,3%	31,4%	31,5%	32,4%	
Industria % uso capacidad instalada	61,0%	57,7%	53,8%	s.d.	
	2025 Octubre	Noviembre	Diciembre	2026 Enero	Tendencia hasta enero 2026
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	657	648	571	496	
IVA DGI Recaudación Mensual	+35,7%	+24,4%	+25,1%	+28,0%	Estable
		Var. % interanual.			
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	1.443	1.451	1.459	1.448	Estable
Depósitos en pesos Sector privado	+1,0%	+1,2%	+3,9%	+0,3%	
		Var. % mensual de saldos promedios diarios			
Depósitos en dólares Sector privado	+7,0%	+1,1%	+2,9%	+3,6%	
		Var. % mensual de saldos promedios diarios			

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Enero 2026	Var. % mensual	2,9%	2,8%	
				Var.% interanual	32,4%	31,5%	
	IPC G.B.A		Enero 2026	Var. % mensual	2,8%	2,8%	
				Var.% interanual	32,7%	31,7%	
	IPC C.A.B.A	Dirección Gral. de Estad. y Censos. GCBA	Enero 2026	Var. % mensual	3,1%	2,7%	
				Var.% interanual	31,7%	31,8%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Diciembre 2025	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	3,4%	4,0%	
	Ventas en Supermercados		Diciembre 2025	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	2,0%	2,2%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Enero 2026	Var.% interanual	-4,9%	10,3%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Diciembre 2025	Var.% mensual (sin estacionalidad)	1,8%	-0,1%	
				Var.% interanual	2,8%	1,5%	
	PBI		3 ^{er} Trimestre 2025	Var. % Jul-Ago '25 vs Jul-Ago '24	3,3%	6,4%	
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero		Diciembre 2025	Var.% interanual	-3,9%	-8,7%	
	Uso capacidad instalada		Diciembre 2025	% uso capacidad instalada	53,8%	57,7%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Diciembre 2025	Var.% interanual	2,9%	-4,8%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Enero 2026	Var % mensual	19,9%	4,9%	
				Var. interanual	28,0%	25,1%	
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	41,1%	1,9%	
				Var. interanual	27,3%	29,5%	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	2,1%	10,4%	
				Var. interanual	31,9%	35,9%	

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Enero 2026	Nivel (U\$S M)	7.057	7.482	
				Var. % interanual	19,3%	6,1%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	5.070	5.556	
				Var. % interanual	-11,9%	3,1%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	1.987	1.927	

PANORAMA DE ARGENTINA

INFLACIÓN Y ACTIVIDAD EN EL INICIO DEL AÑO

Héctor Rubini

La inflación de enero fue la mayor desde mayo pasado, pero no es claro que se sostenga esa suba en los próximos meses. Mientras avanzan algunas de las reformas estructurales pro-mercado, las estadísticas disponibles contradicen a quienes todavía afirman que desde el año pasado la economía argentina pareciera encontrarse en un escenario de estancamiento o recesión con inflación.

1. La inflación: a la expectativa de los índices de febrero

La suba del IPC de enero fue de 2,9%, manteniendo hasta allí la persistente suba mensual desde mayo de 2025. Esto se explica tomando los componentes del índice fundamentalmente por la suba de Alimentos y Bebidas (4,7% mensual en enero) cuya inflación mensual superó en 4,2 puntos porcentuales a la de mayo de 2025 (la mayor diferencia observada entre los componentes del IPC), y con un fuerte componente estacional. Sin embargo, la inflación núcleo (tomando el IPC sin computar los bienes y servicios de precios regulados ni los estacionales), mostró un descenso del 3,0% de diciembre de 2025 a 2,6% en enero de 2026, siendo la misma variación registrada en noviembre del año pasado. Aun así, la tendencia descendente de las variaciones interanuales del IPC general y del IPC núcleo parecieran haber tocado un “piso” superior al 31% en el caso del índice general y al 33% en el caso de la inflación núcleo, pero igualmente la inflación mensual muestra una tendencia gradual de convergencia hacia la de los países de Sudamérica.

CUADRO 1. TASA DE VARIACIÓN MENSUAL DEL IPC EN ARGENTINA Y EN OTROS PAÍSES DE SUDAMÉRICA

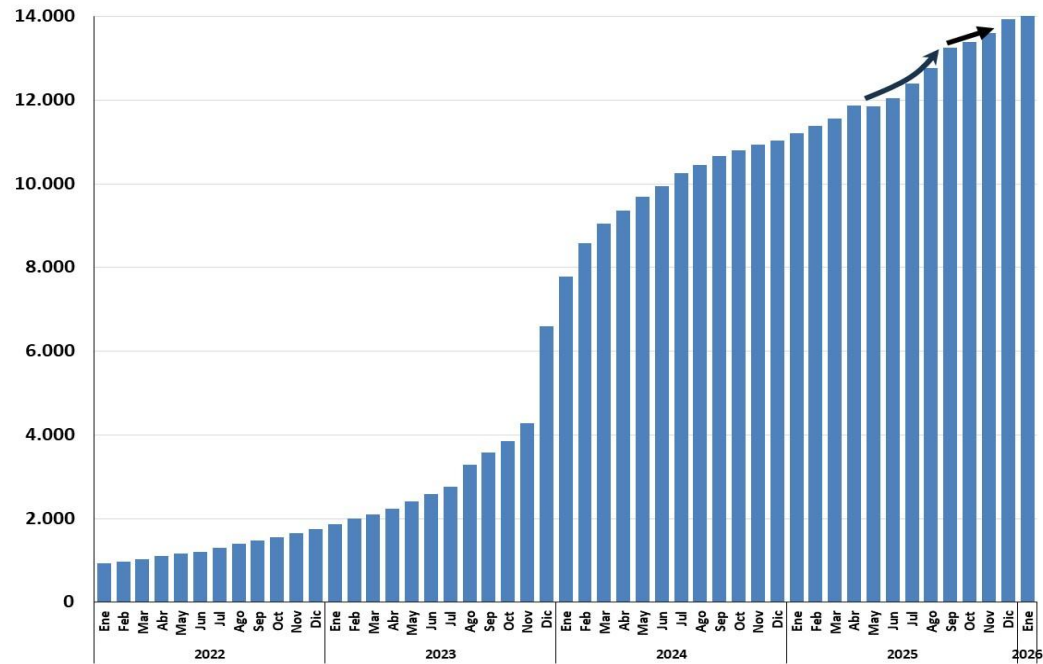
Año	Mes	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	Paraguay	Perú	Uruguay
2023 2024	D	25,5%	0,6%	0,5%	-0,5%	0,0%	0,3%	0,4%	-0,1%
	E	20,6%	0,4%	0,9%	0,7%	0,1%	0,9%	0,0%	1,5%
	F	13,2%	0,8%	1,1%	0,6%	0,1%	0,0%	0,6%	0,6%
	M	11,0%	0,2%	0,7%	0,4%	0,3%	1,1%	1,0%	0,0%
	A	8,8%	0,4%	0,6%	0,5%	1,3%	0,8%	-0,1%	0,6%
	M	4,2%	0,5%	0,4%	0,3%	-0,1%	0,4%	-0,1%	0,4%
	J	4,6%	0,2%	0,3%	-0,1%	-1,0%	-0,4%	0,1%	0,4%
	J	4,0%	0,4%	0,2%	0,7%	0,9%	0,1%	0,2%	0,1%
	A	4,2%	0,0%	0,0%	0,3%	0,2%	-0,2%	0,3%	0,3%
	S	3,5%	0,4%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	-0,2%	0,4%
2025	O	2,7%	0,6%	-0,1%	1,0%	-0,2%	0,0%	-0,1%	0,3%
	N	2,4%	0,4%	0,3%	0,2%	-0,3%	0,2%	0,1%	0,4%
	D	2,7%	0,5%	0,5%	-0,2%	-1,0%	0,7%	0,1%	0,3%
	E	2,2%	0,2%	0,9%	1,1%	-0,2%	1,0%	-0,1%	1,1%
	F	2,4%	1,3%	1,1%	0,4%	0,1%	0,4%	0,2%	0,7%
	M	3,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	1,2%	0,8%	0,6%
	A	2,8%	0,4%	0,7%	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%
	M	1,5%	0,3%	0,3%	0,2%	1,0%	0,0%	-0,1%	0,1%
	J	1,6%	0,2%	0,1%	-0,4%	0,1%	0,0%	0,1%	-0,1%
	J	1,9%	0,3%	0,3%	0,9%	0,2%	0,4%	0,2%	0,1%
	A	1,9%	-0,1%	0,2%	0,0%	0,3%	0,1%	-0,3%	0,0%
	S	2,1%	0,5%	0,3%	0,4%	0,1%	-0,1%	0,0%	0,4%
	O	2,3%	0,1%	0,2%	0,0%	0,3%	-0,1%	-0,1%	0,4%
	N	2,5%	0,2%	0,1%	0,3%	-0,4%	0,2%	0,1%	0,1%
	D	2,8%	0,3%	0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,3%	0,0%	-0,1%
	E 26	2,9%	0,3%	1,2%	0,4%	0,4%	0,6%	0,1%	0,9%
INFLACIÓN PROMEDIO MENSUAL (SOBRE 12 MESES)									
Año	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	Paraguay	Perú	Uruguay	
2023	7,2%	0,8%	1,4%	0,5%	0,0%	0,5%	0,8%	1,0%	
2024	6,8%	0,4%	0,4%	0,4%	0,0%	0,3%	0,2%	0,4%	
2025	2,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,2%	0,3%	0,1%	0,3%	

Elaboración propia en base a datos de Instituto Nacional de Estadística y Censos (Argentina), Banco Central do Brasil, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Brasil), Departamento Administrativo Nacional de Estadística (Colombia), Banco de la República (Colombia), Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas (Chile), Instituto Nacional de Estadística e Informática (Perú), Banco Central de Reserva (Perú) e Instituto Nacional de Estadística (Uruguay).

Las variaciones positivas del índice de precios, con un precio del dólar estable y cierto retroceso hacia los \$ 1.400 en febrero han reavivado los reclamos por un tipo de cambio real más alto vía una devaluación o liberalización cambiaria que conduzca a una fuerte depreciación. Si bien también se observa un descenso de la cotización de otras monedas (ver gráfico 2 del artículo de Jorge Viñas en este informe), no es claro que una o sucesivas devaluaciones futuras pudieran asegurar un tipo de cambio real alto permanente y sin traslado hacia la inflación. Probablemente requerirá acelerar y extender más las reformas estructurales (laboral, tributaria, cambiaria e importadora) que todavía despiertan notoria resistencia de sectores que justamente parecieran propugnar una devaluación abrupta del peso.

Por otro lado, los precios mayoristas mostraron un salto de aproximadamente un punto porcentual en el incremento mensual de diciembre que inevitablemente se trasladó a precios al consumidor en enero de este año. Los datos de febrero en adelante dilucidarán si el salto de diciembre en particular fue determinante de una suba estacional, transitoria o no de los precios mayoristas

GRÁFICO 1. NIVEL DEL ÍNDICE DE PRECIOS INTERNOS AL POR MAYOR (IPIM)



Fuente: INDEC.

2. Nivel de actividad

Los indicadores de la actividad real al menos hasta fin de 2025 siguen mostrando una dinámica declinante. El Índice de Producción Industrial Manufacturero del INDEC acumuló entre julio y diciembre pasado seis meses con un nivel inferior a los de los respectivos meses del año 2024.

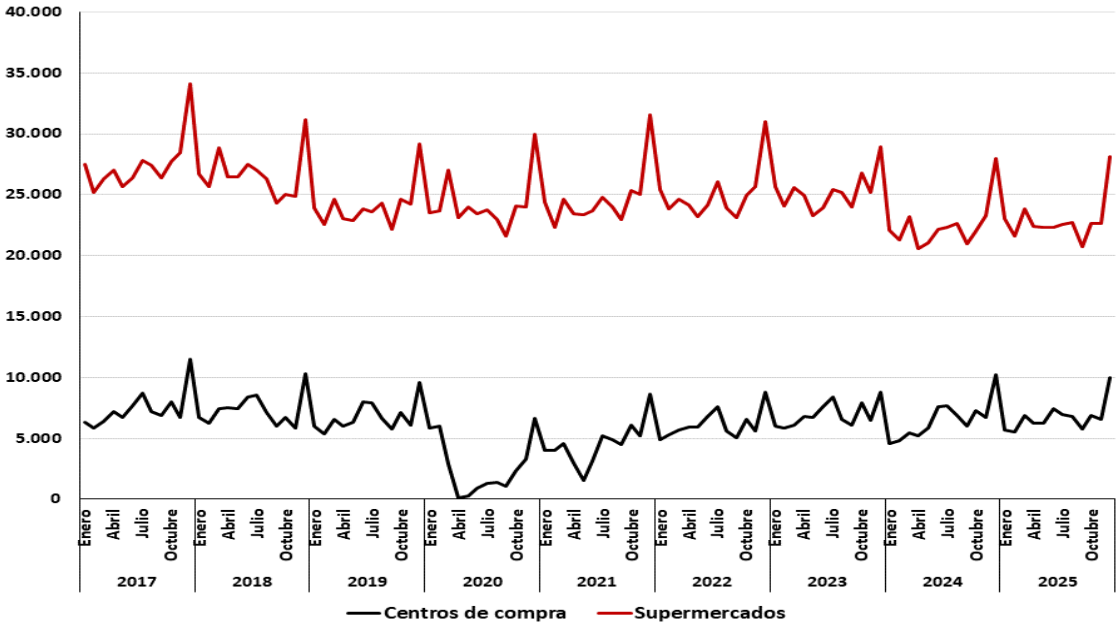
CUADRO 2. TASA DE VARIACIÓN MENSUAL DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL MANUFACTURERO

Año	Mes	IPI Manufacturero	Alimentos y bebidas	Productos textiles	Prendas de vestir, cuero y calzado	Madera, papel, edición e impresión	Refinación del petróleo, coque y combustible nuclear	Sustancias y productos químicos	Productos de caucho y plástico	Productos minerales no metálicos	Industrias metálicas básicas	Maquinaria y equipo	Vehículos automotores, carrocerías, remolques y autopartes	Otro equipo de transporte	Muebles y colchones, y otras industrias manufactureras
2025	Enero	-5,2%	1,8%	-25,7%	-30,8%	8,7%	0,1%	0,6%	-3,4%	-14,0%	4,9%	-29,3%	-30,3%	2,2%	-10,6%
	Febrero	-0,6%	-3,2%	42,3%	3,9%	-3,7%	-21,4%	-6,9%	4,7%	7,3%	-23,9%	25,0%	50,1%	4,4%	-1,1%
	Marzo	5,7%	0,3%	15,1%	26,2%	1,2%	12,1%	4,0%	1,3%	5,8%	39,8%	9,6%	-1,2%	2,6%	11,2%
	Abril	4,5%	3,2%	4,3%	-1,7%	2,8%	7,3%	2,6%	5,3%	7,4%	5,1%	14,6%	7,1%	6,1%	13,7%
	Mayo	2,1%	2,2%	3,9%	-0,8%	5,2%	-8,1%	11,7%	2,4%	0,1%	2,7%	-9,7%	7,5%	3,3%	0,7%
	Junio	-5,3%	-4,1%	0,6%	-9,7%	-10,1%	9,0%	-6,7%	-7,0%	-1,6%	-14,4%	-4,4%	-10,6%	-15,1%	-9,1%
	Julio	5,7%	7,4%	1,7%	2,0%	5,3%	2,3%	7,0%	6,4%	6,3%	5,7%	3,7%	-8,0%	3,9%	12,8%
	Agosto	-0,7%	-0,6%	-8,9%	-1,5%	1,4%	3,6%	-1,6%	-1,1%	0,4%	3,6%	-5,3%	16,0%	-3,7%	-10,7%
	Septiembre	1,2%	1,6%	-15,0%	-1,0%	5,1%	-1,7%	0,2%	-2,2%	-2,1%	-0,7%	11,7%	2,8%	9,0%	-0,3%
	Octubre	1,4%	0,5%	-11,6%	8,8%	0,5%	-2,6%	0,7%	-0,9%	8,4%	8,8%	1,1%	-0,3%	8,1%	2,8%
	Noviembre	-9,7%	-10,0%	-19,8%	-13,2%	-4,1%	1,7%	-6,3%	-7,7%	-8,7%	-8,7%	-19,6%	-17,3%	-9,8%	-9,6%
	Diciembre	-2,0%	2,8%	0,1%	11,0%	-6,1%	6,4%	-2,5%	-15,5%	-6,1%	-3,5%	-0,3%	-18,4%	-10,4%	-2,2%
		-3,9%	0,8%	-25,7%	-16,7%	4,6%	4,0%	1,0%	-18,3%	0,3%	7,4%	-14,8%	-21,6%	-2,9%	-6,6%

Fuente: INDEC

El panorama del sector ha generado mayor preocupación en las últimas semanas a partir del cierre de la planta de la empresa productora de neumáticos, y las perspectivas negativas del sector textil ante el ingreso de importaciones. Si bien por un lado la actividad industrial se ve afectado por una mayor apertura al comercio, también se registra un cambio en los canales de comercialización, que está mudando rápidamente a canales digitales. Esto no parece afectar significativamente la dinámica de ventas en supermercados y centros de compra (shoppings y shopping malls), como se observa en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 2. VENTAS MENSUALES DE SUPERMERCADOS Y CENTROS DE COMPRA (EN MILLONES DE PESOS CONSTANTES)



Fuente: INDEC

La dinámica desacoplada de los números de la actividad industrial sugiere que la demanda interna no se encuentra en un tobogán de caída, aun cuando todavía no es caro que se esté recuperando de manera permanente la demanda de bienes de consumo. Por el lado de la oferta el **Estimador Mensual de Actividad Económica promedio de 2025 (desestacionalizado)** ha registrado un incremento de 4,4%, lo que al menos hasta ahora desmiente ciertos diagnósticos sobre que la economía argentina se encontraría en un escenario o dinámica de estanflación (estancamiento con inflación). El cuadro siguiente muestra que los de mayor tasa de crecimiento mensual promedio durante el año pasado:

CUADRO 3. TASA DE VARIACIÓN MENSUAL PROMEDIO DE LA ACTIVIDAD POR SECTORES. AÑO 2025.

Sector productivo	A - Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	B - Pesca	C - Explotación de minas y canteras	D - Industria manufacturera	E - Electricidad, gas y agua	F - Construcción	G - Comercio mayorista, minorista y reparaciones	H - Hoteles y restaurantes
Var. promedio	6,4%	-1,4%	8,0%	1,3%	1,1%	4,6%	4,1%	8,2%

Sector productivo	I - Transporte y comunicaciones	J - Intermediación financiera	K - Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	L - Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria	M - Enseñanza	N - Servicios sociales y de salud	O - Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales	Impuestos netos de subsidios
Var. promedio	2,0%	24,8%	3,6%	-0,9%	0,8%	-0,1%	0,2%	8,7%

Fuente: INDEC

El panorama es, por tanto, heterogéneo y claramente lejos de confirmar la insistente prédica de quienes en las últimas semanas han afirmado que se está en una dinámica estanflación (estancamiento con inflación). La realidad igualmente es dinámica, y se verá afectada por diversos factores locales y externos que jugarán un rol importante a partir de estas semanas:

- a) El efecto negativo de la falta de lluvias con altas temperaturas en buena parte de enero - febrero en áreas sembradas con maíz y soja.

- b) La reforma laboral y probables otras más sobre precios y costos directos de producción locales, y en particular si se mantendrá en las convenciones colectivas una pauta de ajuste de salarios nominales por debajo de las expectativas o pronósticos de consenso para la inflación de 2025.
- c) La evolución de precios y costos internos y del tipo de cambio nominal, y de las expectativas del mercado de cambios.
- d) La evolución de la demanda externa de bienes exportables, dependiente en buena medida de la política arancelaria de los Estados Unidos y las reacciones del resto del mundo, las aprobaciones parlamentarias del acuerdo Mercosur-Unión Europea, ya concretada en nuestro país.
- e) La evolución de costo de capital según el comportamiento de la percepción externa del riesgo país y el comportamiento de las políticas macroeconómicas de nuestro país y del exterior.

COMPRA DE DIVISAS DEL BCRA APUNTALA LA CONFIANZA.

Jorge Viñas

En lo que va de 2026 el BCRA acumula compras de divisas por U\$S 2.413 millones, superando los pronósticos más optimistas, sin poner presión alcista sobre el tipo de cambio, que por el contrario tiende a apreciarse. El éxito en este frente se ha reflejado en una baja del riesgo soberano al área de 500 puntos. Al mismo tiempo, la política monetaria restrictiva que da sustento al esquema cambiario conspira contra una reactivación más vigorosa de la demanda interna.

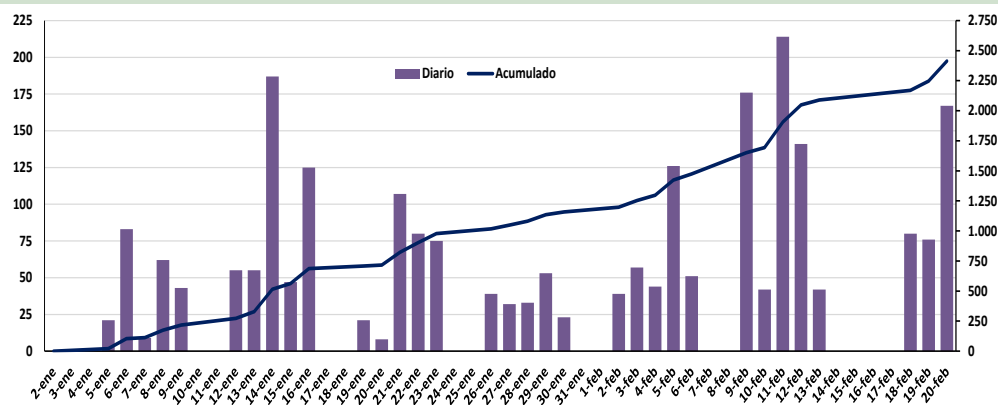
Desde el arranque de 2026, el gobierno implementó ajustes al esquema cambiario, en lo que se puede considerar como la “4ª. fase”. Desde el 2 de enero, las bandas cambiarias dejan de ajustarse al ritmo de 2% mensual y pasan a ajustarse al ritmo de la última inflación mensual conocida, que en la práctica implica que cada mes las bandas se ajustan al ritmo de la inflación de dos meses atrás. En enero se ajustó al 2,5% mensual de la inflación de noviembre, en febrero se está ajustando diariamente al ritmo del 2,8% de diciembre, en marzo correrá al 2,9% de enero, y así sucesivamente. Además, se introdujo explícitamente el objetivo del BCRA de comprar divisas en el mercado oficial de cambios para acumular reservas, sin esperar a que el tipo de cambio llegue al piso de la banda, que perdió toda relevancia práctica. Para evitar distorsiones en el funcionamiento de un mercado de cambios que se caracteriza por una liquidez acotada, se estableció un límite orientativo del 5% del volumen diario de operaciones para las compras del BCRA.

El objetivo de acumulación de reservas no solo forma parte de las metas del acuerdo con el FMI, sino que también se trata de un reclamo cada vez más insistente de los mercados financieros. Esto se debe al persistente bajo nivel de reservas netas que arrastra el BCRA, lo que provoca crecientes dudas entre los inversores respecto al cumplimiento de los vencimientos de deuda en moneda extranjera, en especial a partir de 2027 cuando los pagos anuales se incrementan en forma significativa. A priori, el nuevo esquema enfrentaba algunos riesgos no despreciables. Más allá del límite del 5% del volumen, la intervención oficial dentro de la banda podría poner presión alcista sobre la cotización del tipo de cambio oficial. Como antecedente, cuando en junio de 2025 el Tesoro empezó a comprar divisas en forma frecuente dentro de la banda (porque el BCRA no estaba autorizado según las reglas de la “fase 3”) para poder afrontar los vencimientos de bonos de principios de julio, las presión alcista sobre el tipo de cambio lo alejó del centro de la banda, donde había oscilado desde la implementación del esquema de bandas en abril, y empezó a acercarse al techo, que finalmente fue alcanzado luego de la derrota del gobierno nacional en la elección de PBA en septiembre.

Bajo el nuevo esquema, en caso de que el tipo de cambio empezara a tomar tendencia alcista, se combinaría con una banda que ahora ajusta por la inflación pasada, lo que podría dar lugar a una espiral depreciación-inflación que lleve a un desanclaje de expectativas y a una nominalidad mucho más elevada. Sin embargo, dichos riesgos no se materializaron. Por el contrario, el BCRA empezó a comprar divisas diariamente por montos muy superiores a los anticipados y, lejos de ejercer presión alcista sobre el mercado cambiario, tanto el tipo de cambio oficial como las cotizaciones financieras empezaron a tender a la baja en el transcurso de enero, lo que se intensificó en lo que va de febrero. Desde el lunes 5 de enero hasta el viernes 20 de febrero, el BCRA lleva 33 jornadas consecutivas con saldo positivo de intervención, acumulando compras por U\$S 2.413 millones (véase el gráfico 3). En ese lapso, el tipo de cambio oficial A3500 bajó de 1.470 a 1.384, mínimo desde el 27 de octubre, ubicándose un 13,2% debajo de la banda superior (1.594 al 20 de febrero). El tipo de cambio financiero (CCL), bajó de 1.534 a 1.443, con la brecha cambiaria oscilando en un rango acotado entre 3% y 6% desde principios de año.

Este comportamiento benigno del mercado cambiario se explica por factores de demanda y de oferta de divisas originados tanto en el comercio de bienes como en los flujos financieros. En primer lugar, la balanza comercial se mantuvo en terreno positivo, cerrando el año 2025 con un superávit anual de U\$S11.286 millones, que se acentuó en enero de 2026, cuando el superávit mensual ascendió a U\$S 1.987m, frente a U\$S 186 millones en enero de 2025, con un crecimiento interanual de 19,3% de las exportaciones y una caída del 11,9% de las importaciones.

GRÁFICO 3. COMPRAS DIARIAS DE DIVISAS POR PARTE DEL BCRA EN 2026 – MILLONES DE U\$S



Fuente: BCRA

El salto en las exportaciones se explica principalmente por el buen desempeño del sector agrícola. La caída de importaciones, concentrada principalmente en insumos industriales, puede obedecer en parte a niveles excesivos de stocks, ocasionado por la conjunción de un adelantamiento de importaciones antes de las elecciones de octubre, como cobertura ante un salto devaluatorio que no se concretó, y un nivel de actividad industrial que no muestra un repunte vigoroso. Pasando a los flujos financieros, las colocaciones de obligaciones negociables en dólares por parte de empresas argentinas de primera línea y las provincias con posición financiera más sólida (Córdoba, Santa Fe, CABA), que acumulan más de U\$S 8.000 millones desde fines de octubre de 2025, juegan un papel importante en el incremento de la oferta de divisas, ya que la normativa vigente exige que los montos obtenidos por la colocación sean liquidados a través del mercado oficial de cambios dentro del plazo de 180 días, para que la empresa emisora tenga el derecho de acceder al mercado oficial para comprar las divisas para pagar intereses y las amortizaciones de dichas obligaciones. Hasta mediados de enero, según estimaciones del Vicepresidente del BCRA Vladimir Werning, faltaban liquidar unos U\$S 3.500 millones del total colocado por esta vía.

También está jugando un papel importante el elevado nivel de dolarización precautoria de ahorros y portafolios de inversión observado en los meses previos a las elecciones de octubre, que según el cálculo del BCRA superó el 50% del stock de M2 privado. Tras el triunfo electoral por amplio margen que logró el gobierno nacional, que le permitió aumentar significativamente su base de apoyo en ambas cámaras legislativas, el riesgo de devaluación cayó abruptamente, llevando a un derrumbe de la demanda para dolarización de carteras. A ello también contribuye la política monetaria restrictiva del BCRA, que se traduce en altas tasas de interés en términos reales por colocaciones en moneda nacional, generando un incentivo extra para mantenerse en pesos. Por último, no debe soslayarse el efecto positivo sobre la confianza en la moneda local que generan las compras de divisas del BCRA. Muchas veces se pone énfasis en el aumento de la demanda que representan las compras del BCRA, lo que implica un sesgo alcista para el tipo de cambio. Sin embargo, si dichas compras generan confianza en el sector privado por el mayor respaldo de la moneda local con reservas, esto se traduce en una menor demanda de divisas del sector privado que compensa la mayor demanda del BCRA. En este caso, la nueva estrategia oficial atacó de lleno una de las principales preocupaciones de los inversores, lo que se tradujo en un descenso del riesgo soberano a un nuevo mínimo, llegando a perforar los 500 puntos a fines de enero (al 20 de febrero se ubicó en 519 puntos básicos).

GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DEL RIESGO SOBERANO ARGENTINO SEGÚN EL EMBI EN LA GESTIÓN MILEI (EN PUNTOS BÁSICOS).



Fuente: JPMorgan, Ámbito Financiero

Pese a las fuertes compras de divisas del BCRA desde principios de 2016, el progreso en términos de recomposición de las reservas netas sigue siendo lento, arrojando el cálculo de reservas netas (incluyendo la resta de los vencimientos de Bopreal dentro de los próximos 12 meses) un saldo negativo de -U\$S 2.036 millones. Esto se debe a una constante que se ha repetido desde el comienzo de la actual gestión: las divisas adquiridas en el mercado, sea por el BCRA o por el Tesoro, son aplicadas en gran medida al pago de deudas con organismos internacionales, con bonistas privados y con importadores. Desde comienzos de 2026, el gobierno debió hacer frente al pago de amortización e intereses de los bonos soberanos por U\$S 4.200 millones, de los cuales U\$S 3.000 millones los obtuvo de un nuevo repo con bancos internacionales, pero el resto salió de los depósitos en dólares que el Tesoro había acumulado en el BCRA, así como U\$S 900 millones de vencimientos con organismos internacionales. Adicionalmente, el BCRA debe afrontar a fin de febrero el pago de la segunda cuota de amortización del Bopreal serie 3 por U\$S 1.005 millones incluyendo intereses, aunque este pago ya estaba neteado en el cálculo de reservas netas, por lo que no tendrá ningún impacto adicional sobre dicho cálculo, pero sí reducirá las reservas brutas de su nivel actual superior a los U\$S 46.000 millones.

El camino más directo para retener en las reservas una porción mayor de las divisas compradas sería que el gobierno pueda renovar los vencimientos de capital con nuevas colocaciones de deuda en el mercado internacional. Las condiciones para lograrlo se presentan hoy más propicias que en los últimos 8 años. Con el riesgo soberano en torno a los 500 puntos y la tasa libre de riesgo (el rendimiento del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años) en torno a 4,10%, una emisión con tasas en torno al 9% luce factible. Además, Ecuador, un país con un perfil de riesgo y una historia de defaults similar a Argentina, sentó un precedente favorable, al haber emitido deuda por U\$S 4.000 millones a mediados de enero, aplicando unos U\$S 3.000 millones a la pre-cancelación de bonos con vencimiento en 2030 y 2035. Sin embargo, el gobierno argentino insiste en que por el momento no tiene intención de realizar una emisión internacional, privilegiando la estrategia de generar “escasez” de bonos argentinos en el mercado para lograr un descenso más pronunciado del riesgo soberano antes de salir a emitir deuda nueva.

Por el momento los pesos emitidos para la compra de los más de U\$S 2.400 millones no se han traducido en un aumento de la base monetaria, que por el momento registra una contracción de \$2 Bn desde el cierre de 2025 (de \$42,9 Bn a \$40,9 Bn al 13 de febrero). A ello ha contribuido la absorción de pesos por parte del Tesoro a través de la sobrecolocación de Letras en las primeras 3 licitaciones del año, en las que renovó \$3,5 Bn en exceso de los vencimientos enfrentados.

Esta reducción de la liquidez interna, si bien reconoce un componente estacional de disminución de la demanda de dinero tras el pico de fin de año, se tradujo en tasas de interés elevadas y volátiles tanto en términos nominales como reales. La tasa de caución a 1 día tuvo picos de 45% TNA a mediados de enero, que se repitieron a mediados de febrero luego de la última licitación del Tesoro en la que alcanzó un rollover del 126% y absorbió \$1,7 Bn del mercado. La TAMAR, el promedio de tasas de plazo fijo mayorista de bancos privados, alcanzó un pico de 38% en la segunda mitad de enero, para estabilizarse en febrero en un rango todavía elevado de 32-34%. Por el lado de las tasas reales, las tasas de las letras ajustables por CER llegaron a estar por encima del 8% tanto a corto como a largo plazo, aunque luego de la publicación del dato de inflación de enero de 2,9% mensual, por encima de lo esperado, subió la demanda de estos instrumentos y las tasas reales cortas comprimieron a niveles de 3-5%. Pese al éxito inicial innegable del nuevo esquema cambiario, el mismo no está exento de riesgos y desafíos. En primer lugar, como siempre que se da un proceso de apreciación cambiaria, aparece el fantasma del atraso cambiario. Al respecto, pese a la apreciación reciente, el tipo de cambio real multilateral que publica el BCRA se mantiene un 10% por encima del nivel de un año atrás (véase el Gráfico 5).

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL – DIC 2015 = 100



Fuente: BCRA

Por otra parte, el saldo positivo de la balanza comercial, con perspectivas de incrementarse hacia adelante, no da sustento a la tesis de atraso cambiario generalizado, más allá de los problemas de competitividad que arrastran algunos sectores transables que el nivel actual de tipo de cambio real tiende a agravar. Sin embargo, para terminar de ganar legitimidad, el actual esquema cambiario debería complementarse con el levantamiento de las restricciones remanentes, algo que el gobierno no parece dispuesto a afrontar en el corto plazo.

El otro desafío para el esquema cambiario proviene del hecho de que está sustentado en una política monetaria restrictiva que mantiene las tasas de interés elevadas en términos reales. En principio, los planes del gobierno contemplaban que la inyección de pesos para la compra de dólares por parte del BCRA iba a abastecer el aumento de la demanda de dinero generado por el crecimiento del nivel de actividad y por la recomposición de la monetización de la economía desde niveles extremadamente deprimidos.

El alto nivel de tasas nominales y reales conspira contra la expansión del crédito, que en enero volvió a registrar una contracción en términos reales luego de un incipiente repunte en los meses finales de 2025. Adicionalmente, también repercuten negativamente en la morosidad del sistema bancario, que a fines de 2025 todavía seguía aumentando. Se esperaba que pudiera alcanzar un pico en los primeros meses de 2026 y empezar a declinar, pero la persistencia de tasas de interés elevadas pone en duda dicha expectativa. En última instancia, la clave para la sustentabilidad del esquema cambiario pasa por el éxito que obtenga en la lucha contra la inflación. Si la política monetaria restrictiva y la estabilidad cambiaria consiguen que la inflación retome la baja en los próximos meses y quiebre definitivamente el 2% mensual en el segundo semestre de 2026, las tasas de interés podrán acompañar a la baja, dando impulso a la reactivación de la demanda interna. De lo contrario, si la inflación persistiera por encima del 2%, no habría margen para relajar la política monetaria y aumentaría el riesgo de atraso cambiario, poniendo en duda la continuidad del esquema cambiario.

PANORAMA INTERNACIONAL

EE.UU.: REVÉS PARA LA POLÍTICA COMERCIAL DE TRUMP EN LA CORTE SUPREMA

Jorge Viñas

La Corte Suprema de EE.UU. falló en contra de los aranceles recíprocos impuestos por Trump sin el aval del Congreso. Esto abre un período de incertidumbre en este frente, que se suma a otros factores que asoman como fuente de volatilidad financiera, en especial los cambios en la política monetaria de la Fed ante el reemplazo de Powell por Kevin Warsh, recientemente nominado por Trump para el cargo.

Cuando la economía mundial estaba empezando a adaptarse a las nuevas reglas de política comercial establecidas por el gobierno de Donald Trump, la decisión de la Corte Suprema de EE.UU. en contra de los aranceles recíprocos abre una nueva instancia de incertidumbre sobre el comercio internacional.

El viernes 20 de febrero, en una votación dividida (6-3), la máxima autoridad jurídica estadounidense determinó que no había justificación para que el gobierno, invocando la ley de poderes económicos de emergencia internacional (IEEPA, por su sigla en inglés), eludiera la aprobación del Congreso para establecer nuevos aranceles discrecionales.

Esto implica un duro golpe a uno de los pilares principales de la política económica de Trump, aunque no significa que los aranceles se retrotraigan automáticamente a los niveles previos al “Día de la Liberación” (2 de abril de 2025), cuando Trump anunció por primera vez la aplicación de aranceles recíprocos. Por el contrario, pocas horas después de conocerse la decisión de la Corte Suprema, Trump anunció que, para compensar la pérdida de ingresos fiscales y de protección frente a los abusos de los socios comerciales de EE.UU., a partir del 24 de octubre impondría un arancel uniforme del 10% sobre todas las importaciones de EE.UU., algo contemplado por la normativa vigente, aunque sólo por un plazo de 150 días sin la aprobación del Congreso.

También ordenó al Secretario de Comercio iniciar investigaciones sobre todos los socios comerciales de EE.UU., a fin de determinar abusos y amenazas a la seguridad nacional que permitan aplicar sanciones compensatorias, algo también contemplado en otro capítulo de la normativa de comercio exterior de EE.UU. Al día siguiente, modificó el anuncio original, subiendo a 15% el arancel uniforme.

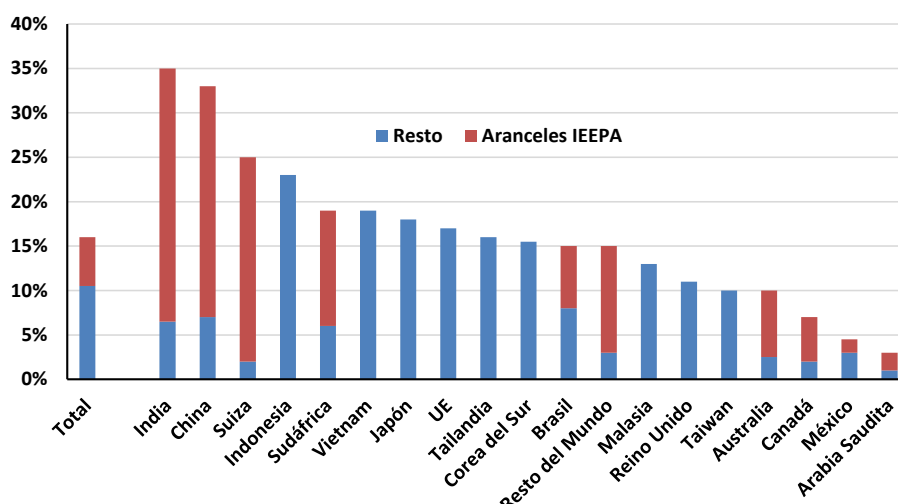
Por otra parte, la Corte Suprema no se expidió sobre la cuestión de si los fondos ya recaudados por el gobierno de EE.UU. por la aplicación de los aranceles recíprocos hasta la fecha de hoy, que ascienden a U\$S 170.000 millones y han representado un aporte importante para las arcas públicas, deben ser devueltos. Como Trump ya ha confirmado que no piensan devolver dichos fondos, esto dará lugar a reclamos judiciales por parte de las empresas alcanzadas por los aranceles recíprocos, cuya resolución en los tribunales puede llevar varios años.

Si bien este fallo constituye una muy buena noticia para las empresas de aquellos sectores económicos y países más castigados por los aranceles recíprocos de Trump, en términos más amplios se trata de un nuevo factor de incertidumbre y de volatilidad en el plano del comercio internacional, que puede extenderse por mucho tiempo. En efecto, con el antecedente del fallo en contra de la política arancelaria de Trump, muchas empresas perjudicadas por el nuevo arancel uniforme del 15% judicializaron su reclamo, por lo que tampoco puede considerarse que las nuevas medidas estén firmes. Hay que recordar que muchos países, inicialmente alcanzados por los aranceles recíprocos, han llegado con posterioridad a acuerdos bilaterales con el gobierno de EE.UU. a través de los cuales habían quedado exceptuados en forma parcial o total de los aranceles recíprocos. Estos países se verían particularmente afectados por el nuevo arancel uniforme de 15%.

Por el momento, no queda claro de si existe margen para negociar excepciones, sea por restricciones de la normativa o por la voluntad del gobierno de Trump de otorgarlas. Para Trump, el reemplazo de los aranceles recíprocos por un arancel uniforme más elevado no se trata de una decisión gratuita, ya que está compensando la pérdida de ingresos provenientes de países considerados “rivales”, como China que vería reducido el arancel promedio del 33% actual al 15%, por un aumento de la carga sobre países “amigos” que en su momento se alinearon con Trump y cedieron a sus exigencias para llegar a un acuerdo.

El gráfico 6 muestra los niveles arancelarios vigentes para los principales socios comerciales de EE.UU. y su composición entre aranceles aplicados invocando al IEEPA, rechazados por la Corte Suprema, y el resto no sujeto al fallo. El Reino Unido, uno de los primeros países en firmar un acuerdo comercial con EE.UU. tras la imposición de aranceles compensatorios, sería uno de los principales perjudicados por la suba del arancel uniforme al 15%.

GRÁFICO 6. NIVEL Y ESTRUCTURA ARANCELARIA PARA LOS SOCIOS COMERCIALES ANTES DEL FALLO



Fuente: JPMorgan, Departamento del Tesoro de EE.UU.

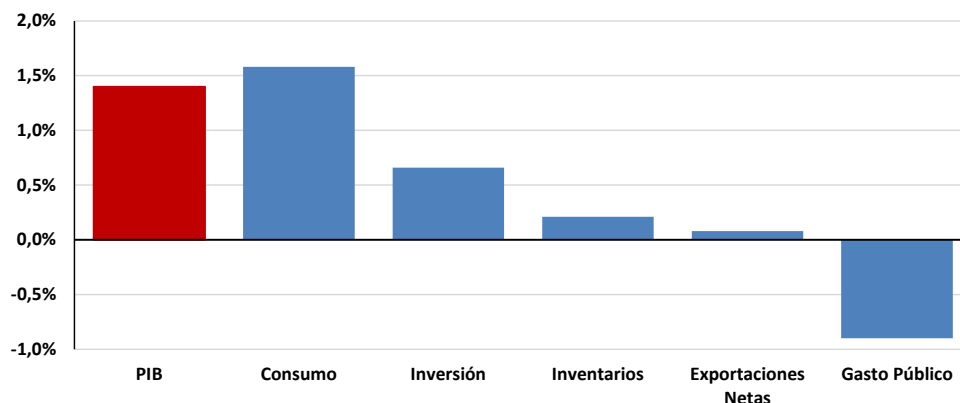
Este nuevo foco de conflicto en el frente comercial se suma a otros factores que venían complicando el análisis de la situación y las perspectivas de la economía de EE.UU. y que también repercuten a nivel global. En primer lugar, todavía se están experimentando las consecuencias negativas sobre las estadísticas económicas del último “shutdown” del gobierno de EE.UU. que comenzó el 1 de octubre de 2025 y se extendió por 43 días.

Además de las postergaciones en la publicación, se generaron distorsiones en las series, especialmente en lo referido a los ajustes por estacionalidad, y aumentó la volatilidad de los datos mes a mes, muchas veces con resultados contradictorios, así como un incremento de las revisiones de meses anteriores. Todo esto complicó la tarea de los analistas, cuyas estimaciones perdieron confiabilidad. Esto se refleja en un aumento en la magnitud de las “sorpresas”, es decir, las diferencias entre las estimaciones de consenso y el dato publicado se ampliaron a niveles inusitados.

Uno de los ejemplos más recientes es el de los datos del PIB del último trimestre de 2025. De acuerdo a los indicadores ya conocidos que habitualmente se utilizan para elaborar las estimaciones trimestrales del PIB, existía un amplio consenso de que la economía de EE.UU. había terminado el año 2025 con una expansión sólida, sostenida en el consumo y en la inversión en las áreas relacionadas con la tecnología principalmente. En base a ello, la estimación del consenso que releva Bloomberg se ubicaba en un crecimiento del 2,8% trimestral anualizado. Sin embargo, el dato oficial marcó sólo 1,4%, lo que implica una sorpresa negativa significativa, que a priori refleja una expansión mucho menos vigorosa. Ello, a pesar de que el consumo y la inversión tuvieron una evolución positiva en línea con las estimaciones.

El factor que sesgó el crecimiento del PIB a la baja fue el gasto público, que registró una contracción del 5% y resto casi un punto porcentual entero del PIB (véase el gráfico 7). Dicha contracción obedece al impacto del “shutdown” que abarcó casi la mitad del trimestre, pero cuyo impacto es muy difícil de evaluar y anticipar.

GRÁFICO 7. CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB DEL 4º TRIMESTRE.



Fuente: Bloomberg

Unos días antes se habían publicado el reporte de empleo de enero, que reflejó una mejora de las condiciones del mercado laboral, a contramano de otras encuestas y datos sectoriales que venían planteando un escenario más débil. En efecto, en enero se crearon 130.000 empleos, el doble de la estimación de consenso de Bloomberg y muy por encima del promedio mensual del año 2025, que luego de fuertes revisiones a la baja de las estadísticas históricas, quedó en sólo 15.000 empleos mensuales. La tasa de desempleo bajó 1 décima a 4,3%, revirtiendo de esta forma la suba del segundo semestre de 2025. Aquí también los datos se vuelven difíciles de interpretar, ya que hubo cambios en el ajuste estacional y en la metodología para ajustar la aparición de nuevas empresas que no estaban en encuestas anteriores y la desaparición de otras, lo que se denomina el ajuste por “death/birth ratio”. Respecto a la inflación minorista, los datos de enero también mostraron un escenario benigno, con descensos en la medición interanual tanto del índice agregado (de 2,7% a 2,5%) como en la inflación subyacente (de 2,6% a 2,5%).

En este contexto, sin confirmación de un debilitamiento del mercado laboral y con la inflación con un leve sesgo bajista pero todavía por encima de la meta oficial del 2%, la Fed mantuvo sin cambios la tasa de Fondos Federales en 3,75% en la reunión de fines de enero.

Las minutas de dicha reunión, publicadas dos semanas después, reflejaron una fuerte división interna del comité, con miembros abogando por bajas de tasas agresivas y otros alertando que nuevas bajas de tasas podrían reavivar el proceso inflacionario. Todo esto con el trasfondo de la transición en el liderazgo de la Fed que se concretará en mayo cuando vence el mandato de J. Powell. El presidente Trump finalmente develó la incógnita y anunció que Kevin Warsh será el reemplazante de Powell. En parte resultó una sorpresa, porque no figuraba entre los que contaban con más chances en la previa en los mercados de predicciones.

Además, los antecedentes de Warsh, quien ya se había desempeñado dentro del comité de la Fed, no coinciden con los de un defensor de políticas monetarias laxas, que era lo que se especulaba a partir de la insistencia de Trump respecto a la necesidad de que la Fed baje las tasas más agresivamente. Por el contrario, Warsh se había opuesto en su momento a las políticas de expansión cuantitativa que aplicó la Fed desde 2008 en adelante y volvió a utilizar durante la pandemia del Covid-19. De esta forma, **la nominación de Warsh moderó las expectativas de baja de tasas en el mercado financiero, y también puso un freno a la tendencia bajista del USD frente a otras divisas.**

Las perspectivas de una creciente dominancia fiscal en la próxima etapa de la Fed, había propiciado una creciente debilidad del USD, así como un fuerte aumento de la demanda de metales preciosos, cuyos precios treparon velozmente a máximos históricos cada vez más empujados. La nominación de Warsh sirvió como excusa para una toma de ganancias en los metales preciosos, que de todos modos se mantienen en niveles muy elevados.

GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL ORO – U\$S POR ONZA



Fuente: Bloomberg

Respecto a los primeros pasos que podría tomar Warsh cuando asuma, las especulaciones se han tornado hacia la posibilidad de que retome la baja de tasas, alineándose con las preferencias de Trump y el secretario del Tesoro Scott Bessent, pero que al mismo tiempo busque reducir más agresivamente el activo del balance de la Fed, acelerando el denominado *Quantitative Tightening* (QT). Sin embargo, no es claro el efecto neto que tendrían dichas medidas adoptadas en forma simultánea. La baja de la tasa de Fed Funds pondría un ancla a las tasas de mercado de corto plazo, lo que le permitiría al Tesoro refinanciar los vencimientos de deuda crecientes que enfrenta, así como cubrir el déficit fiscal con nueva deuda, sin que se dispare el costo en intereses, lo que podría tornar explosiva la dinámica de la deuda pública.

Pero, por otro lado, la mayor oferta de títulos de mediano y largo plazo por el QT de la Fed, pondría presión alcista a las tasas de largo plazo, derivando en una curva de rendimientos con pendiente positiva más empinada. Esto afectaría negativamente a las tasas hipotecarias, en contradicción con una de las principales preocupaciones del gobierno de Trump, que es aliviar el costo de acceso a una vivienda que está impidiendo que la mayoría de los estadounidenses pueda comprar su casa. Las medidas puntuales que ha tomado el gobierno buscando bajar las tasas hipotecarias no parecen suficiente para lograrlo.

De esta forma, el año 2026 ha arrancado con una economía de EE.UU. que parece sostener un ritmo de crecimiento moderado, pero con varias amenazas latentes, como el exceso de inversión en IA, el impacto de la IA sobre el empleo, el recambio en el liderazgo de la Fed y su impacto sobre la política monetaria. A todo esto, ahora se suma nuevas idas y vueltas en el frente comercial. Todo esto apunta a una mayor volatilidad financiera, luego de un período muy benigno que sobrevino al shock del “Día de la Liberación”.

NOTA ESPECIAL

JOHN C. HULL (1946-2026)

Héctor Rubini

El 31 de enero de 2026 falleció a los 79 años John C. Hull, probablemente uno de los más influyentes y conocidos investigadores y docentes de aspectos cuantitativos de las finanzas. Desde 1988 era docente de la Rotman School of Management de la Universidad de Toronto (Canadá) y en la actualidad profesor emérito, pero manteniendo una activa tarea de investigación y presentaciones públicas poco común. De nacionalidad británica, había nacido el 31 de enero de 1946 y se graduó en Matemáticas en la Universidad de Cambridge (B.A. y M.A.), luego en Investigación Operativa en la Universidad de Lancaster (M.A.) y finalmente completó el doctorado en Finanzas (Ph.D.) en la Universidad de Cranfield. Hull ha sido un más que destacado especialista en derivados y administración de riesgos, disciplinas en las que se consolidó como docente e investigador en Toronto desde 1988 hasta su deceso. Entre 1984 y 2022 recibió más de 30 premios y distinciones. En la Rotman School of Management fue el codirector de la maestría en finanzas (2007-2021) y de la maestría en administración de riesgos financieros (2014 a 2021). Fue miembro del comité asesor de la Financial Risk Management y de la Global Association of Risk Professionals.

Su producción académica ha sido más que prolífica, con más de un centenar de artículos en revistas científicas, libros y participaciones como invitado en la redacción de artículos y capítulos para diversos libros. A nivel mundial han sido más que conocidos dos de sus libros sobre derivados: *"Options, Futures and Other Derivatives"* y *"Fundamentals of Futures and Option Markets"*. El primero, publicado por primera vez en 1988, fue luego reeditado once veces más -la última edición es del año 2021- y publicado en 11 idiomas, mientras que el segundo, publicado por primera vez en 1992, fue reeditado nueve veces -la última edición es de 2016- y publicado en 12 idiomas. Ambos volúmenes se han consolidado como bibliografía esencial en cursos sobre derivados en programas de finanzas en decenas de países de todo el mundo. Probablemente sean aún hoy dos de los libros más conocidos (si no los más conocidos) en los cursos sobre derivados para estudiantes de grado y posgrado de Finanzas.

Otros de sus libros, también bastante conocido, es *"Risk Management and Financial Institutions"*, publicado por primera vez en 2006, que fue reeditado seis veces -la última edición es del año 2023- y traducido del inglés a varios idiomas (francés, polaco, chino mandarín, macedonio, italiano, albanés, japonés y otros). A su vez, en el año 2019 publicó su último libro *"Machine Learning in Business: An Introduction to the World of Data Sciences"*, que fue reeditado 2020 y 2021, y traducido a italiano, coreano y chino mandarín. Entre sus publicaciones se han destacado sus contribuciones en coautoría con Alan White que son la base del llamado "modelo de Hull y White" para determinar el precio de contratos derivados sobre tasas de interés, el cual sigue siendo hoy uno de los modelos más populares en la teoría y uso de contratos derivados. El artículo original es el publicado en 1990 por ambos autores: "Pricing Interest-Rate Derivative Securities", *The Review of Financial Studies*, Vol 3, No. 4 (1990) pp. 573–592. Luego siguieron diversas extensiones que publicaron en otra serie de artículos relacionados:

- "One Factor Interest Rate Models and the Valuation of Interest Rate Derivative Securities," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 28, No 2, (June 1993) pp. 235–254.
- "The Pricing of Options on Interest Rate Caps and Floors Using the Hull–White Model" in *Advanced Strategies in Financial Risk Management*, Chapter 4, pp. 59–67.
- "Numerical Procedures for Implementing Term Structure Models I," *Journal of Derivatives*, Fall 1994, pp. 7–16.
- "Numerical Procedures for Implementing Term Structure Models II," *Journal of Derivatives*, Winter 1994, pp. 37–48.
- "A Note on the Models of Hull and White for Pricing Options on the Term Structure: Response" *Journal of Fixed Income*, Vol 5, No 2 (Sept 1995), pp 97-102.
- "Interest Rate Trees: Extensions and Applications" *Quantitative Finance*, 18, 7 (2018): 1199-1209 (con Alan White)
- "Using Hull-White Interest Rate Trees," *Journal of Derivatives*, Vol. 3, No. 3 (Spring 1996), pp 26-36.

Algunas de sus publicaciones más recientes son las siguientes:

- "Gamma and Vega Hedging Using Deep Distributional Reinforcement Learning" *Frontiers in Artificial Intelligence, Section: Artificial Intelligence in Finance*, Vol. 6, (2022), con Jay Cao, Jacky Chen, Soroush Farghadani, Zissis Poulos, Zeyu Wang, y Jun Yuan.
- "Deep Learning for Exotic Option Valuation" *Journal of Financial Data Science*, Winter 2022, 4 (1), 41-53 (con Jay Cao, Jacky Chen, y Zissis Poulos).
- "A Neural Network Approach to Understanding Implied Volatility Movements", *Quantitative Finance*, 20, 9 (2020): 1405-1413 (con Jay Cao y Jacky Chen)
- "Optimal Delta Hedging for Options" *Journal of Banking and Finance*, 82, September 2017, 180-190. (con Alan White).

INDICADORES Y EVENTOS

2026		Marzo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
						1
2	3	4	5	6	7	8
				INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Enero de 2026: Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Enero de 2026. <u>Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): Situación del empleo. Febrero de 2026		
9	10	11	12	13	14	15
		<u>Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): IPC Febrero de 2026.	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Febrero de 2026.	INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Enero de 2026. <u>Bureau of Economic Analysis</u> (EE.UU.): PBI 2a estim. 4° trim. y Año 2025.		
16	17	18	19	20	21	22
	INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Febrero de 2026. Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Febrero de 2026. <u>Reserva Federal</u> (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto. <u>Banco Central de Brasil</u> . Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos. 4° trimestre de 2025. <u>Reserva Federal</u> (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto. <u>Banco Central de Brasil</u> . <u>Banco de Japón</u> y <u>Banco Central Europeo</u> : Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Intercambio comercial argentino (ICA). Bienes. Febrero de 2026. <u>Banco de Inglaterra</u> . <u>Banco de Japón</u> y <u>Banco Central Europeo</u> : Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Informe de avance nivel de actividad. 4° trimestre de 2025. Encuesta de supermercados. Enero de 2026.. Encuesta de autoservicios mayoristas. Enero de 2026. Encuesta nacional de compras. Enero de 2026.		
23	24	25	26	27	28	29
		INDEC: Índice de salarios. Enero de 2026.	INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Enero de 2026.	INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Enero de 2026		
30	31					
	INDEC: Incidencia de la pobreza y la indigencia en 31 aglomerados urbanos. 2° semestre de 2025. Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades. Febrero de 2026.					

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Ene-25	Feb-25	Mar-25	Abr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dic-25	Ene-26
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	2,2%	2,4%	3,7%	2,8%	1,5%	1,6%	1,9%	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,8%	2,9%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	2,4%	2,9%	3,2%	3,2%	2,2%	1,7%	1,5%	2,0%	1,9%	2,2%	2,6%	3,0%	2,6%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	1,8%	3,2%	5,9%	2,9%	0,5%	0,6%	1,9%	1,4%	1,9%	2,3%	2,8%	3,1%	4,7%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	84,5%	66,9%	55,9%	47,3%	43,5%	39,4%	36,6%	33,6%	31,8%	31,3%	31,4%	31,5%	32,4%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	75,0%	60,4%	51,3%	46,9%	44,7%	42,0%	38,9%	36,1%	31,8%	33,4%	33,3%	33,1%	33,4%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	64,7%	52,0%	45,6%	41,4%	35,5%	32,3%	30,6%	27,8%	27,3%	28,6%	31,1%	32,2%	35,9%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	2,0%	2,2%	3,9%	2,8%	1,5%	2,0%	1,9%	1,9%	2,1%	2,4%	2,5%	2,8%	2,8%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	2,3%	2,8%	3,2%	3,2%	2,1%	2,1%	1,5%	2,0%	2,1%	2,4%	2,8%	3,0%	2,7%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	3,1%	2,1%	3,2%	2,3%	1,6%	2,1%	2,5%	1,6%	2,2%	2,2%	2,4%	2,7%	3,1%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	89,6%	68,6%	57,0%	47,7%	43,8%	40,6%	37,6%	34,6%	32,5%	32,0%	31,8%	31,7%	32,7%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	78,7%	62,7%	53,0%	48,5%	45,9%	43,4%	40,1%	37,0%	35,0%	34,1%	34,0%	33,3%	33,4%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	100,6%	79,4%	63,5%	52,4%	48,3%	44,5%	40,9%	37,0%	35,0%	33,6%	32,6%	31,8%	31,7%
Expectativas de Inflación a 12 meses (UTDT)													
Mediana	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	25,0	30,0	30,0	30,0	23,0	25,0	25,0
Media	41,2	41,6	40,5	41,3	38,8	38,5	34,3	39,6	37,6	37,0	29,7	34,0	31,5
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	80,6%	75,8%	54,8%	52,3%	23,6%	41,6%	40,4%	29,9%	27,7%	28,1%	18,7%	22,3%	30,8%
Gastos Totales	86,6%	81,3%	55,3%	44,3%	33,6%	38,9%	33,6%	25,5%	31,0%	29,8%	16,8%	34,4%	27,7%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	84,8%	71,4%	50,7%	48,7%	19,3%	37,6%	36,1%	23,4%	20,8%	26,2%	18,4%	26,6%	30,6%
Gastos Primarios	109,5%	98,8%	58,8%	45,6%	40,8%	40,3%	34,8%	25,0%	31,8%	29,6%	9,6%	-0,3%	42,7%
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	95,2%	86,5%	64,8%	57,9%	18,6%	43,3%	42,7%	31,9%	20,2%	26,5%	19,7%	27,0%	22,0%
Dirección General Impositiva	109,2%	73,5%	54,7%	51,4%	6,6%	29,0%	35,1%	25,3%	10,5%	25,2%	24,4%	25,1%	28,0%
Dirección General de Aduanas	31,9%	88,2%	55,1%	46,7%	20,4%	80,9%	51,1%	33,3%	29,3%	23,4%	19,6%	11,7%	-7,6%
Sistema de Seguridad Social	159,4%	119,1%	99,1%	85,2%	64,1%	57,5%	51,0%	42,4%	37,5%	32,8%	29,8%	29,5%	27,3%

Indicador	Ene-25	Feb-25	Mar-25	Abr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dic-25	Ene-26
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	47,4	47,3	44,1	44,1	45,5	45,5	46,4	39,9	39,8	39,8	46,0	45,6	46,6
Var. % m/m	2,9%	-0,3%	-6,7%	0,0%	3,1%	0,0%	2,0%	-13,9%	-0,3%	6,3%	8,8%	-1,1%	2,2%
Var. % a/a	33,1%	31,1%	20,3%	18,6%	18,8%	22,2%	18,6%	-3,7%	2,1%	-6,2%	2,3%	-1,0%	-1,7%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	6,3%	5,7%	5,5%	8,0%	5,3%	6,4%	2,9%	2,4%	5,2%	5,0%	-0,3%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-0,1%	0,7%	-1,8%	1,4%	-0,2%	-0,7%	-0,1%	0,3%	0,5%	-0,4%	-0,3%	s/d	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	55,0%	58,6%	54,4%	58,3%	58,6%	58,8%	58,2%	59,4%	61,1%	61,0%	57,7%	53,8%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	113,2%	37,3%	58,8%	134,4%	111,7%	85,0%	51,9%	33,8%	22,0%	2,7%	-12,1%	3,8%	0,7%
Var m/m, con estacionalidad	-31,1%	33,8%	5,0%	9,8%	12,0%	1,5%	-16,1%	3,2%	4,8%	-17,4%	-21,3%	45,7%	-33,2%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	2,6%	2,9%	0,7%	3,2%	3,0%	3,0%	-3,2%	-1,1%	-3,7%	-4,5%	-7,0%	-4,2%	-3,6%
Var m/m, desest.	0,5%	0,1%	-1,2%	-1,0%	0,2%	-1,6%	-1,5%	1,4%	-2,3%	0,8%	-0,5%	-0,2%	2,1%
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	7,5%	5,8%	5,1%	9,0%	6,2%	9,6%	-0,9%	-4,4%	-0,7%	-2,9%	-8,7%	-3,9%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-1,3%	3,7%	15,8%	25,9%	8,6%	13,9%	1,4%	0,4%	6,8%	8,0%	-4,8%	2,9%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-0,7%	4,5%	15,8%	25,8%	8,9%	14,4%	0,1%	-5,5%	6,5%	10,1%	-5,5%	3,2%	-1,1%
Var. % m/m, desest.	-7,8%	7,4%	8,2%	10,4%	-12,1%	15,5%	-0,5%	-8,6%	1,1%	-2,2%	-7,1%	3,3%	-11,6%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	8,7%	8,1%	17,1%	27,7%	-1,0%	12,0%	-2,7%	-0,4%	0,5%	7,4%	-4,2%	-1,8%	-5,6%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.915	6.140	6.642	6.674	7.095	7.275	7.761	7.903	8.128	7.954	8.133	7.482	7.057
Var. % a/a	9,6%	11,0%	2,5%	2,3%	-7,3%	10,4%	7,5%	16,9%	16,9%	13,1%	24,6%	6,1%	19,3%
Importaciones en USD	5.753	5.884	6.019	6.460	6.488	6.396	6.854	6.463	7.207	7.154	5.598	5.556	5.070
Var. % a/a	24,7%	42,8%	38,8%	37,2%	29,4%	36,1%	19,8%	32,4%	20,7%	16,9%	6,6%	3,1%	-11,9%
Saldo Comercial en USD	162	256	623	214	607	905	907	1.440	921	800	2.535	1.927	1.987
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	255,6	256,8	249,0	252,4	251,1	254,6	251,8	252,5	259,1	257,8	264,0	265,1	264,9
Var. % a/a	-4,4%	-2,0%	-5,0%	-4,5%	-7,4%	-5,0%	-4,0%	1,3%	3,5%	0,5%	5,8%	8,0%	3,6%

Indicador	Ene-25	Feb-25	Mar-25	Abr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dic-25	Ene-26
Activos y pasivos del BCRA (Saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	30.246	30.168	30.275	33.067	34.391	35.978	37.741	43.590	41.529	40.476	40.850	40.850	43.281
Circulante	19.966	20.238	20.811	21.608	21.557	22.305	23.691	23.823	23.598	23.619	23.540	25.252	26.284
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	16.637	17.114	17.508	17.967	18.790	19.512	20.242	20.144	20.884	21.125	21.533	22.529	22.222
(a) Deuda Rem. (LEGAR+LEMIN)	170	165	210	196	176	165	183	174	284	274	270	258	232
(b) Pasivos netos por pases	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(c) Depósitos del Gobierno	16.467	16.949	17.298	17.771	18.614	19.347	20.058	19.970	20.601	20.851	21.263	22.271	21.991
Pasivos BCRA en mon. extranjera (\$ M.M.)	10.657	10.536	10.343	10.216	10.005	11.797	13.919	13.846	13.551	13.601	13.894	12.951	13.014
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	30,7	28,8	27,1	32,2	38,3	39,7	40,3	41,7	40,4	41,5	40,8	42,1	44,8
Tipo de cambio oficial Com. "A" 3500 BCRA (\$/U\$S)	1.043,6	1.058,5	1.069,0	1.121,6	1.147,5	1.181,4	1.267,0	1.329,5	1.399,9	1.432,0	1.427,6	1.447,8	1.449,3
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	134.535	136.900	138.090	142.724	149.712	155.029	164.593	166.534	172.814	178.691	181.599	190.627	191.144
Sector privado	108.945	111.038	112.820	116.800	120.803	124.908	133.460	134.455	139.809	145.262	147.149	157.163	159.516
Sector público	25.590	25.861	25.270	25.924	28.909	30.121	31.133	32.079	33.006	33.429	34.450	33.464	31.628
En moneda local (\$ M.M.)	98.802	101.693	103.790	106.628	111.682	116.080	120.348	119.818	123.604	125.106	127.576	133.628	131.941
Sector privado	75.996	78.589	81.011	83.415	85.710	88.983	92.645	91.487	94.118	95.168	96.735	104.455	104.862
Sector público	22.806	23.104	22.779	23.213	25.972	27.097	27.703	28.331	29.486	29.938	30.840	29.174	27.079
En moneda extranjera (\$ M.M.)	35.733	35.207	34.301	36.096	38.030	38.949	44.244	46.716	49.210	53.585	54.023	56.999	59.203
Sector privado	32.949	32.437	31.809	33.385	35.093	35.925	40.815	42.968	45.690	50.094	50.413	52.708	54.654
Sector público	2.784	2.770	2.492	2.711	2.937	3.024	3.430	3.748	3.520	3.491	3.610	4.291	4.549
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	34,3	33,3	32,1	32,1	33,1	33,0	34,9	35,2	35,1	37,3	37,8	39,4	40,8
Sector privado	31,6	30,7	29,8	29,7	30,5	30,4	32,2	32,3	32,6	34,8	35,3	36,4	37,7
Sector público	2,7	2,6	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7	2,8	2,5	2,4	2,5	3,0	3,1
Tasas de interés nominales (promedio mensual)													
Tasas interbancarias (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados (BAIBAR) hasta 15 días.	35,7	33,0	32,0	34,6	32,0	33,5	36,5	65,0	44,7	65,0	28,8	24,6	36,6
Pases entre terceros (rueda REPO entre agentes MAE) a 1 día.	36,1	30,5	31,6	34,1	30,6	32,1	36,2	60,7	38,5	65,9	24,3	24,3	36,4
Tasas activas (% anual)													
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ.													
por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	38,6	35,9	35,6	41,4	37,0	37,0	47,4	76,3	57,2	81,1	38,3	28,7	44,1
Préstamos personales	70,8	68,8	68,0	70,5	71,8	72,7	69,6	73,9	81,6	83,2	77,4	70,5	68,4
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	31,3	28,3	29,2	33,2	32,8	32,2	32,3	46,8	48,1	46,0	31,8	26,1	30,3
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	27,2	24,9	25,0	29,0	29,6	32,3	28,1	36,4	39,3	36,1	30,2	24,7	26,0
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	31,4	28,4	29,3	33,2	32,9	32,3	32,5	47,2	48,6	46,5	32,9	27,1	32,1