

Informe Económico Mensual



Nº 250. Año 25

29 de junio de 2026

Equipo: Adolfo Bosch, Jorge Viñas y Héctor Rubini.

Editor: Héctor Rubini

EL DATO DEL MES

Riesgo país.

La prima de riesgo país del banco JP Morgan para Argentina (índice EMBI Global Diversified -EMBIGD-) cerró el 22 de junio en 420 puntos básicos, el nivel más bajo desde el 27 de abril de 2018.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina.

La demanda interna y de la actividad no están en caída, pero tampoco muestran signos de recuperación. La inflación, en cambio, parece haber iniciado un sendero descendente de probable convergencia a una inflación mensual promedio del 1,5% mensual en los próximos 2-3 meses. Standard & Poor's es la segunda calificadora de riesgo que subió la calificación soberana de Argentina de CCC+ a B- en poco más de un mes. Esto impulsó una baja del riesgo soberano a nuevos mínimos del gobierno de Milei. Se suma a las buenas noticias en materia de inflación y de acumulación de reservas que han mejorado el clima financiero. Sin embargo, falta un repunte sostenido de la actividad para configurar un escenario abiertamente positivo.

Mercados internacionales.

El anuncio del acuerdo entre EE.UU. e Irán derivó en una fuerte baja del precio del crudo, por debajo de los U\$S 80 por barril. Por otra parte, en la primera reunión bajo el mandato de Kevin Warsh, la Fed mantuvo la tasa de Fondos Federales sin cambios, pero no señaló un relajamiento de la política monetaria, sino que puso el foco en la lucha contra la inflación, lo que llevó a un giro a la suba en la trayectoria esperada de la tasa de Fondos Federales.

LO QUE VIENE

Argentina.

Se espera una nueva etapa de negociaciones entre el Gobierno Nacional y los gobernadores provinciales respecto de la eventual reforma de la Ley Electoral y la probable eliminación de las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO).

Unión Europea

Se espera la aplicación de nuevas sanciones al gobierno de Rusia por sus persistentes ataques a la población civil de Ucrania.

Medio Oriente.

El fin del cese del fuego con los ataques de Irán a buques en el golfo Pérsico preanuncian un recrudecimiento de los enfrentamientos entre Estados Unidos, Irán, y otros países de la región.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE MAYO DE 2026

	2026 Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Tendencia hasta mayo 2026
IPC Var. % mensual	2,9%	3,4%	2,6%	2,2%	Estable
IPC Var. % interanual.	33,1%	32,6%	32,4%	33,2%	Estable
Industria % uso capacidad instalada	54,6%	59,8%	59,9%	s.d.	Estable
	2026 Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Tendencia hasta mayo 2026
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	572	617	567	493	
IVA DGI Recaudación Mensual	+28,4%	+32,5%	+30,7%	+29,3%	
		Var. % interanual.			
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	1.409	1.397	1.381	1.410,3	Estable
Depósitos en pesos Sector privado	+1,5%	+2,1%	+3,3%	+2,0%	
		Var. % mensual de saldos promedios diarios			
Depósitos en dólares Sector privado	+1,0%	+1,6%	+0,5%	+0,2%	
		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	Mayo 2026	Var. % mensual	2,1%	2,6%	
				Var.% interanual	33,2%	32,4%	
	IPC G.B.A		Mayo 2026	Var. % mensual	2,3%	2,8%	
				Var.% interanual	33,6%	32,6%	
	IPC C.A.B.A	Dirección Gral. de Estad. y Censos. GCBA	Mayo 2026	Var. % mensual	2,1%	2,5%	
				Var.% interanual	33,1%	32,4%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Abril 2026	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-5,7%	-5,7%		
	Ventas en Supermercados		Abril 2026	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-3,3%	-3,1%		
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Mayo 2026	Var.% interanual	-25,6%	-13,6%		
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Marzo 2026	Var.% mensual (sin estacionalidad)	5,5%	-2,0%		
				Var.% interanual	-2,1%	1,7%		
	PBI		4to Trimestre 2025	Var. % Set-Dic '25 vs Set-Dic '24	4,4%	5,2%		
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero		Abril 2026	Var.% interanual	-2,8%	5,0%		
	Uso capacidad instalada		Abril 2026	% uso capacidad instalada	59,9%	59,8%		
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Abril 2026	Var.% interanual	-2,8%	12,7%		
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)		AFIP	Mayo 2026	Var % mensual	-10,3%	7,5%	
					Var. interanual	29,3%	30,7%	
	Sistema Seguridad Social				Var % mensual	1,3%	2,3%	
					Var. interanual	27,3%	26,6%	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.				Var % mensual	1,5%	9,3%	
					Var. interanual	28,5%	35,1%	

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Mayo 2026	Nivel (U\$S M)	9.537	8.914	
				Var. % interanual	34,4%	33,6%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	6.033	6.204	
				Var. % interanual	-7,0%	-4,0%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	3.504	2.710	

PANORAMA DE ARGENTINA

A LA ESPERA DE LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD

Héctor Rubini

La demanda interna y de la actividad no están en caída, pero tampoco muestran signos de recuperación. La inflación, en cambio, parece haber iniciado un sendero descendente de probable convergencia a una inflación mensual promedio del 1,5% mensual en los próximos 2-3 meses.

Algunos indicadores de actividad han comenzado a evidenciar una reversión de la dinámica recesiva que se viene observando desde el segundo semestre del año pasado. El estimador mensual de actividad económica (EMAE) de marzo acusó una suba desestacionalizada de 3,5% respecto de febrero de este año, y una suba de 5,5% interanual desestacionalizada. Es el rebote de corto plazo de mayor magnitud desde junio de 2020, explicado fundamentalmente por los sectores Agricultura, ganadería, caza y silvicultura, Pesca, Explotación de minas y canteras e Intermediación Financiera, aunque también mostraron un rebote positivo los sectores de la Construcción, Electricidad, Gas y Agua, Industria Manufacturera, y Transporte y Comunicaciones.

A su vez, el uso de la capacidad instalada de la industria de abril ascendió al **59,9%, el mayor nivel observado desde octubre del año pasado**. En cuanto al Índice de Producción Industrial Manufacturero en el mes de marzo se observó un quiebre positivo con una **suba del 5,0% interanual** y del **incremento del 3,2%** desestacionalizado respecto de febrero. En abril, siguió, en cambio una **caída desestacionalizada de 2,1** respecto de marzo y una **baja interanual de 2,8%**, de modo que todavía no se observa una efectiva recuperación de la actividad del sector.

Las actividades que mostraron variaciones positivas fueron:

	Abril '26 vs. Abril '25	1er cuatrim. '26 vs. 1er cuatrim. '25
• Sustancias y productos químicos:	16,7%	10,3%
• Productos de tabaco:	6,5%	4,0%
• Refinación del petróleo, coque y combustible nuclear:	5,6%	9,7%
• Madera, papel, edición e impresión	4,1%	4,0%

Fuente: INDEC

Las demás actividades manufactureras registraron variaciones negativas. Las caídas interanuales más significativas fueron las siguientes:

	Abril '26 vs. Abril '25	1er cuatrim. '26 vs. 1er cuatrim. '25
• Productos textiles:	- 22,2%	- 25,5%
• Maquinaria y equipo:	- 20,2%	- 19,8%
• Prendas de vestir, cuero y calzado:	- 15,9%	- 15,4%
• Industrias metálicas básicas:	- 11,2%	- 8,0%
• Vehículos automotores, carrocerías, remolques y autopartes	- 10,7%	- 12,4%

Fuente: INDEC

Respecto de la actividad de la construcción, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción de marzo registró su mejor desempeño en casi un año, con una **suba del 12,7% interanual**. En términos mensuales desestacionalizados, el sector avanzó un **4,7% respecto a febrero**. El crecimiento estuvo traccionado por insumos como artículos sanitarios de cerámica (+24%) y pinturas (+18%).

La inflación, a su vez, **mostró una segunda baja consecutiva en lo que va del año**. El IPC de mayo registró una **suba mensual de 2,1% inferior al 2,6% de abril, pero con un incremento interanual de 33,5%**. La desaceleración obedeció al descenso de los precios de los bienes (1,4% mensual) que acumulan así tres meses en descenso. Los precios de los servicios, en cambio, registraron un incremento de 2,9%, por encima del 2,5% del mes anterior. A su vez, la canasta de bienes y servicios con subas estacionales registró una suba de 3,4%, **pero la llamada inflación núcleo (que excluye bienes y servicios con precios regulados**

y con suba estacionales) registró una desaceleración de 2,3% en abril a 1,9% en mayo. Esto puede ser un indicador anticipado de futuras desaceleraciones de la inflación en los próximos 2-3 meses.

Por el lado de los ingresos, el índice de salarios del INDEC para los empleados registrados del mes de abril aumentó 3,5%. Sobre el total de trabajadores formales las subas han sido de 4,0% mensual para el sector privado y 2,3% para el sector público. La estimación del organismo para el empleo no registrado ha sido de 4,7% en abril, observándose en este segmento cuatro meses consecutivos de aceleración, y con subas mensuales mayores al 4%, y por lo tanto superiores a las de los salarios de trabajadores registrados.

El Cuadro 1 muestra que, si bien se ha desacelerado la caída de los salarios reales observada a partir de la salida de la pandemia de 2020, no se ha logrado revertir desde fin de 2023 hasta el presente.

Tomando como indicadores de la evolución de los salarios nominales al índice de salarios del INDEC y al IPC como el *benchmark* para la evolución de los precios, si se toman los datos mensuales, el salario real del sector privado registrado venía cayendo entre diciembre de 2020 y diciembre de 2023 a razón de 7,5% promedio mensual, y dicha velocidad de caída se redujo a -4,5% entre diciembre de 2023 y abril de 2026.

Si se quiere comparar la posición entre distintos meses de referencia, entre diciembre de 2020 y diciembre de 2023, el salario real del sector privado registrado sufrió, con estos indicadores, una caída de 12,5% y luego una recuperación de 9,1% entre diciembre de 2023 y abril de 2026, que no ha logrado recomponer el poder de compra de esos ingresos salariales que tenían en diciembre de 2020. Los salarios reales del sector público sufrieron una caída de 14,0% entre fin de 2020 y fin de 2023. Ese descenso se desaceleró fuertemente entre diciembre de 2023 y abril de 2026 pero la variación también fue negativa (-1,5%). Lo llamativo ha sido la estimación de los ingresos reales de trabajadores informales, que de acuerdo con los indicadores del INDEC, muestran la reversión de una caída de 13% entre diciembre de 2020 y diciembre de 2023 a una suba de 5,4% entre fin de 2023 y abril de 2026.

CUADRO 1. VARIACIÓN MENSUAL IPC (ENERO 2017-ABRIL 2026)

Período	IPC	Sector privado registrado	Sector público	Sector privado no registrado
	a	b	c	d
Dic.'20 a Dic.'23	813,8%	699,2%	685,6%	694,8%
Prom. Mensual	6,3%	5,9%	5,8%	4,5%

Período	IPC	Sector privado registrado	Sector público	Sector privado no registrado
	a	b	c	d
Dic.'23 a Abril '26	221,5%	250,8%	216,6%	238,9%
Prom. Mensual	4,3%	4,9%	4,4%	7,2%

Variación salario real

Período	Sector privado registrado	Sector público	Sector privado no registrado
	$[(1+b)/(1+a)]-1$	$[(1+c)/(1+a)]-1$	$[(1+d)/(1+a)]-1$
Dic.'20 a Dic.'23	-12,5%	-14,0%	-13,0%
Prom. Mensual	-0,5%	-0,5%	-1,7%

Período	Sector privado registrado	Sector público	Sector privado no registrado
	$[(1+b)/(1+a)]-1$	$[(1+c)/(1+a)]-1$	$[(1+d)/(1+a)]-1$
Dic.'23 a Abril '26	9,1%	-1,5%	5,4%
Prom. Mensual	0,6%	0,0%	2,7%

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Los indicadores reflejan claramente una insuficiente recuperación del poder de compra de los ingresos de los trabajadores en relación de dependencia, lo cual se refleja en la lenta reacción de las ventas internas. A marzo de este año las ventas en shoppings y centros de compra registraron una suba interanual de 3,5% impulsada fundamentalmente por indumentaria y calzado y gastos en diversión y espectáculos. Las ventas en supermercados, en cambio, no muestran recuperación en lo que va de este año. Las variaciones mensuales (sin estacionalidad) han sido: -1,5% en enero, 0,4% en febrero, 0,0% en marzo y 0,8% en abril. En consecuencia, el total acumulado en los primeros 4 meses de 2026 registró una caída de 3,3% respecto de igual período del año pasado. En el primer cuatrimestre de 2025, dicha variación fue positiva, de 4,3%.

Esto es un reflejo directo reflejo del enfriamiento de la demanda de las familias, afectadas también por el encarecimiento del crédito, las dificultades para cancelar/refinanciar deudas contraídas en los últimos 6-12 meses, y el escaso dinamismo de la demanda interna, y en particular, de la demanda laboral. **La tasa de desocupación del 1er trimestre de este año fue de 7,8%**, apenas inferior al 7,9% de igual período de 2025, pero con una dinámica ascendente, ya que en el 3er y el 4° trimestre de 2025 las tasas de desocupación fueron, respectivamente, de 6,6 % y 7,5%.

A nivel regional, los centros urbanos con tasas de desocupación al 1er trimestre de este año iguales o mayores al promedio nacional han sido San Nicolás-Villa Constitución (10,4%), Bahía Blanca-Cerri (10,1%), Partidos del Gran Buenos Aires (9,7%), Gran Resistencia (9,7%), Mar del Plata (9,2%), Gran Córdoba (8,8%), Formosa (8,7%), Río Gallegos (8,5%), Gran Rosario (8,2%) y Gran La Plata (7,8%).

PANORAMA MONETARIO Y FINANCIERO

BUENAS NOTICIAS EN EL FRENTE FINANCIERO

Jorge Viñas

Standard & Poor's es la segunda calificadora de riesgo que subió la calificación soberana de Argentina de CCC+ a B- en poco más de un mes. Esto impulsó una baja del riesgo soberano a nuevos mínimos del gobierno de Milei. Se suma a las buenas noticias en materia de desinflación y de acumulación de reservas que han mejorado el clima financiero. Sin embargo, falta un repunte sostenido de la actividad para configurar un escenario abiertamente positivo.

El pasado 10 de junio, Standard & Poor's anunció la suba de la nota de Argentina de CCC+ a B-, siguiendo los pasos de Fitch, que había sido la primera de las calificadoras de riesgo líderes a nivel mundial en hacerlo a principios de mayo. La decisión de Standard & Poor's resultó algo sorpresiva, ya que sus ejecutivos no planeaban hacerlo antes de fines de 2026. En todo caso, se esperaba que fuera Moody's la segunda agencia en mejorar la calificación de Argentina en las próximas semanas. Esto, junto con el hecho de que con dos calificaciones en ese nivel se asume que la calificación global de Argentina ha mejorado a B-, impulsó una reacción positiva de los inversores aún más potente que la anterior suba de Fitch, llevando el riesgo soberano a nuevos mínimos del gobierno de Javier Milei, a niveles que no se observaban desde el año 2018.

GRÁFICO 1. RIESGO SOBERANO DE ARGENTINA (EMBI+ DIVERSIFICADO) EN PUNTOS BÁSICOS



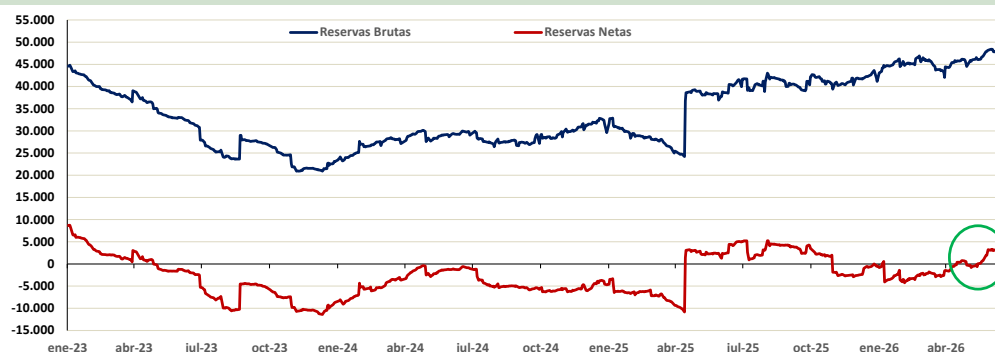
Fuente: JPMorgan, Ámbito Financiero

Como se puede apreciar en el gráfico 1, el riesgo soberano de Argentina, medido por el índice EMBI+ Diversificado que elabora JPMorgan, bajó a 444 puntos el 11 de junio, perforando ampliamente el mínimo anterior de 481 puntos alcanzado a principios de enero. Al día siguiente continuó disminuyendo hasta cerrar la semana en 435 puntos, nivel que no se registraba desde mayo de 2018. El mínimo anterior durante el gobierno de Mauricio Macri fue de 344 puntos, alcanzado a fines de octubre de 2017, luego del triunfo del oficialismo en las elecciones de medio término de aquel año. Teniendo en cuenta que los restantes países latinoamericanos que poseen actualmente la calificación B- muestran un nivel de riesgo soberano más reducido (Ecuador 386 puntos, El Salvador 301 puntos), hay margen para que el riesgo argentino continúe disminuyendo.

La mejora de la calificación de riesgo soberano es otro eslabón en la cadena de buenas noticias que vienen mejorando el clima financiero en los últimos meses. Las noticias positivas habían comenzado por las fuertes compras de divisas que viene acumulando el BCRA sin alterar la estabilidad del mercado cambiario, a partir del fortalecimiento del superávit comercial y la mejora de la cuenta capital. A principios de junio, el BCRA superó los U\$S 10.000 millones comprados desde el comienzo de 2026, que era la meta planteada para todo el año. Al 12 de junio, acumula compras por U\$S 10.622 millones, de los cuales U\$S 873 millones los adquirió en lo que va de junio, ritmo cercano al promedio mensual de U\$S 1.950 millones de los primeros 5 meses del año.

La intervención del BCRA continúa impulsando el aumento de las reservas internacionales brutas, que ascienden a U\$S 47.559 millones (+6.469 millones en lo que va de 2026), aunque el cambio más significativo en el último mes se dio a nivel de las reservas netas, que finalmente han vuelto a terreno positivo, alcanzando U\$S 3.024 millones al 10 de junio. Además de las fuertes compras del BCRA, en el último mes ha contribuido a la recuperación de las reservas netas la concreción del desembolso de U\$S 1.000 millones del FMI que estaba pendiente desde abril tras la aprobación de la revisión del acuerdo por parte del staff del organismo.

GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA – MILLONES DE DÓLARES



Fuente: BCRA

Hacia adelante, las reservas netas podrían volver a verse impactadas por el pago semestral de intereses y amortización de los bonos soberanos en dólares por 4.370 millones que deberá afrontar el gobierno el próximo 9 de julio. Hasta el momento, el Tesoro acumula U\$S 2.916 millones en depósitos en el BCRA, que forman parte de las reservas del BCRA, y que en caso de que deba utilizarlos para efectuar el pago de los bonos, afectará negativamente a las reservas, tanto brutas como netas. Por ello resulta clave el acceso del Tesoro a financiamiento adicional en moneda extranjera.

Una de las fuentes de financiamiento provendría de préstamos de bancos internacionales con garantías de organismos internacionales que vienen siendo anunciados desde abril, pero sobre los que todavía no han sido suministrados detalles concretos. Según informes de prensa, para esta semana se espera que el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación Andina de Fomento aprueben garantías por un total de U\$S 2.800-3.000 millones. Esto permitiría al gobierno a obtener préstamos de bancos internacionales por **U\$S 4.000 millones a 6 años con 3 años de gracia para el pago de capital e intereses, a una tasa cercana al 6%**, por debajo de las tasas de retorno de los bonos soberanos en el mercado secundario cercanas al 9%.

Otra fuente de financiamiento que viene utilizando el Tesoro es la colocación de bonos en dólares en el mercado local a través de licitaciones quincenales. A fines de mayo terminó la emisión del Bonar 2027 que alcanzó el tope fijado de U\$S 2.000 millones, mientras que aún restan emitir U\$S 365 millones del Bonar 2028, que también probablemente alcance los U\$S 2.000 millones en la próxima licitación a fin de este mes. Desde el gobierno han afirmado que no planean emitir un bono nuevo.

Finalmente, crecen las chances de una emisión de bonos en el mercado internacional. Hasta el momento, el gobierno viene postergando la decisión, dado que sostienen que las condiciones a las que podría acceder en términos de tasas, plazos y montos, son peores a los acordados con los fundamentos crediticios de Argentina, especialmente en el frente fiscal. Ahora, con la reducción del riesgo soberano a nuevos mínimos tras la suba de calificación de Standard & Poors, aumentan las chances de acceder al mercado internacional en condiciones aceptables para el gobierno en el corto plazo.

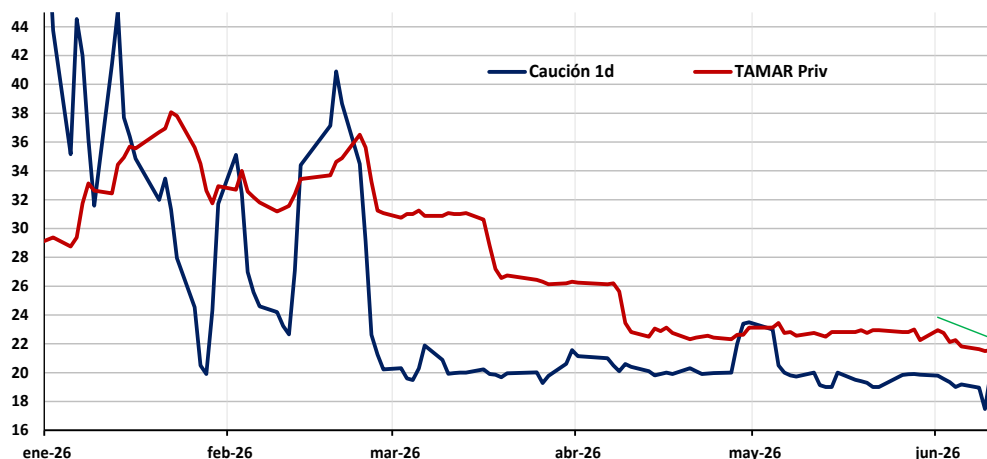
El mercado cambiario continúa sin verse afectado en forma adversa por la intervención del BCRA. El incipiente repunte del tipo de cambio oficial desde un mínimo de \$1.350 a mediados de abril a \$1.446 el 9 de junio, retrocediendo en la última semana para cerrar en \$1.428 al 12 de junio, no modifica la situación de estabilidad que al mercado de cambios desde las elecciones parlamentarias en octubre de 2025. El comportamiento de la brecha entre el tipo de cambio oficial y el CCL, que se ha mantenido en un rango acotado entre el 4 y el 8%, también denota el carácter estable del mercado cambiario. Los fundamentos de la mejora de las cuentas externas que da sustento al mercado de cambios equilibrado desde fines de 2025 siguen vigentes: por el lado de la cuenta corriente, el creciente saldo positivo de la balanza energética se suma a la buena cosecha que apuntala las exportaciones agrícolas, al mismo tiempo que las importaciones muestran una merma respecto al nivel elevado de los meses previos a las elecciones de octubre de 2025. Por el lado de la cuenta capital, el aumento de la emisión de obligaciones negociables por parte de compañías argentinas en el exterior, junto con la reducción en la dolarización de portafolios desde las elecciones, generan un impacto positivo aun más importante que la mejora de la cuenta corriente.

Para el segundo semestre luce probable una desaceleración de las compras de divisas por parte del BCRA, especialmente porque quedan atrás los mejores meses de liquidación de exportaciones agrícolas, aunque el creciente aporte de la balanza energética atenúa la fuerte estacionalidad que ha caracterizado a la oferta de dólares provenientes de la exportación en las últimas décadas. Más allá de la evolución de la cuenta corriente, sigue siendo clave el comportamiento de la cuenta capital. Si las empresas siguen colocando deuda en el exterior y no vuelve a aumentar la dolarización de portafolios, el BCRA va a poder extender la racha de compras de divisas.

El frente inflacionario está volviendo a convertirse en otra fuente de buenas noticias. Tras tocar un pico del 3,4% mensual en marzo, abril había arrojado señales incipientes de cambio de tendencia aflojando al 2,6% mensual, lo que se consolidó en mayo con una nueva desaceleración al 2,1% mensual que se ubicó por debajo de la estimación del 2,3% según el último REM. Las perspectivas de que se acentúe la desinflación y perfore el 2% mensual en los próximos meses aparecen cada vez más firmes, en especial si se mantiene la estabilidad cambiaria y no se registran nuevos shocks adversos, como el que afectó a los precios de la carne entre fines de 2025 y principios de 2026, a los precios de los combustibles en las primeras semanas de la guerra en Medio Oriente.

La desaceleración de la inflación le está dando margen al gobierno para avanzar en un gradual relajamiento monetario, lo que se refleja en la progresiva normalización de las tasas de interés, así como en un repunte de los agregados monetarios todavía muy incipiente. Las tasas de corto plazo (pases y cauciones) se mantienen estables en torno al 20% ya hace más de 3 meses, mientras que la Tamar (tasa promedio para plazos fijos mayoristas a 30 días) ha mostrado una nueva baja hacia el entorno de 21,5% a principios de junio (véase el gráfico 3). Al mismo tiempo, la base monetaria que en los primeros 4 meses del año venía en retroceso, desde principios de mayo muestra un leve repunte, que es un poco más pronunciado en el caso del M2 privado transaccional, creciendo en el promedio de mayo al 3,6% mensual, por encima de la inflación.

GRÁFICO 3. TASAS DE INTERÉS DE CORTO PLAZO – % TNA



Fuente: BCRA, Byma

El cambio de tendencia de los agregados monetarios se explica porque en los primeros meses del año los pesos que el BCRA inyectaba al comprar divisas eran más que compensados por la sobrecolocación del Tesoro en las licitaciones de deuda, emitiendo sistemáticamente títulos por más del 100% de los vencimientos, así como por las operaciones de mercado abierto del BCRA, especialmente vendiendo títulos dólar-linked en el mercado secundario. Esto cambió entre abril y mayo, tanto por una mayor inyección de pesos porque el BCRA aceleró las compras de divisas, como por una menor absorción en las licitaciones del Tesoro y menores ventas de títulos en el mercado secundario por parte del BCRA.

Por ahora, la mejora de las condiciones monetarias no se ha traducido en una reacción significativa del crédito bancario. En mayo, el stock promedio de préstamos al sector privado se expandió 2,1% respecto al promedio de abril, en línea con la inflación mensual. Una traba para una recuperación más vigorosa del crédito ha sido el aumento de la morosidad bancaria, que en el caso de las familias asciende al 12% y hasta ahora no da señales de revertirse. Hacia adelante, la consolidación del escenario de desinflación, que favorece tasas nominales más bajas y una mejora de los salarios reales, debería contribuir a mitigar el problema de la morosidad y dar un nuevo impulso al crédito bancario. A su vez, esto ayudaría al repunte de la demanda interna, que es la pieza clave que falta para configurar un círculo virtuoso de crecimiento para la economía argentina.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: NUEVA ETAPA, DESAFÍOS SIMILARES

Jorge Viñas

El anuncio del acuerdo entre EE.UU. e Irán, pese a que aún resta cerrarse definitivamente, derivó en una fuerte baja del precio del crudo, por debajo de los U\$S 80 por barril. Por otra parte, en la primera reunión bajo el mandato de Kevin Warsh, la Fed mantuvo la tasa de Fondos Federales sin cambios, pero no señaló un relajamiento de la política monetaria, sino que puso el foco en la lucha contra la inflación, lo que llevó a un giro a la suba en la trayectoria esperada de la tasa de Fondos Federales.

Luego de más de un mes de negociaciones que incluyeron varios intentos de acuerdo que no prosperaron, los representantes de EE.UU. e Irán parecen haber sentado las bases para un entendimiento más firme, aceptable para ambas partes. El miércoles 17 de junio, los presidentes de ambos países firmaron electrónicamente un memorándum de 14 puntos por el que se comprometen a adoptar determinadas medidas en forma inmediata, mientras siguen las negociaciones por otros 60 días para alcanzar un acuerdo de paz definitivo. Los puntos principales de este acuerdo provisorio abarcan que Irán permita el paso de buques por el Estrecho de Ormuz sin cobrar peaje por 60 días, que EE.UU. levante las sanciones hacia el régimen iraní, así como también que Irán pueda acceder a un programa de reconstrucción por U\$S 300.000 millones, mientras quedan muchos temas claves por definirse en las próximas negociaciones, incluyendo todo lo relacionado con el programa nuclear iraní. El hecho de que EE.UU. no parece haber logrado sus principales objetivos estratégicos, especialmente la caída del régimen iraní ni el abandono definitivo de su programa nuclear, deja la sensación de que se trata de una capitulación por parte de EE.UU., aunque habrá que esperar a los términos del acuerdo de paz definitivo, si es que se alcanza. Al respecto, Trump ya advirtió que, si no se llega a un acuerdo pleno o si Irán no cumple su parte, volverán los bombardeos. Las últimas noticias apuntan a que la ronda de negociaciones que iban a tener lugar en Suiza el viernes 19 de junio ha sido cancelada.

GRÁFICO 4. PRECIO DEL CRUDO BRENT – 1^{ER} CONTRATO FUTURO – U\$S POR BARRIL



Fuente: Bloomberg

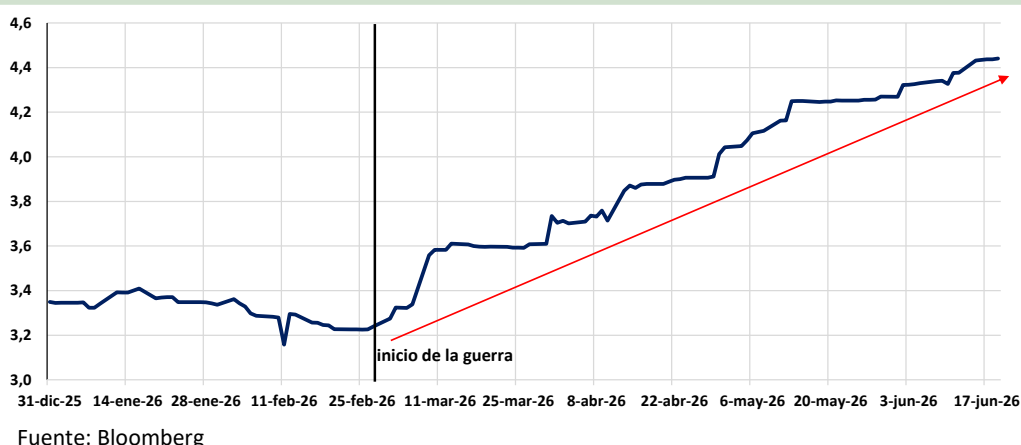
Aunque el acuerdo todavía luce endeble y con escasas certezas, el precio del petróleo reaccionó a la reapertura del Estrecho de Ormuz, cayendo a niveles que no se registraban desde el principio de la guerra. El primer contrato futuro de crudo Brent cerró el 18 de junio en U\$S 79,85 por barril, U\$S 15 abajo respecto al comienzo de junio y U\$S 40 debajo del pico de U\$S 120 de fines de abril. Todavía se mantiene por encima de los U\$S 70 que promedió en febrero, antes del comienzo de la guerra, y más todavía de los U\$S 60 de fines de 2025 (véase el gráfico 4).

De acuerdo al último informe de la Agencia Internacional de Energía (IEA por su sigla en inglés), si el acuerdo se mantiene, las exportaciones y la producción del Golfo Pérsico deberían registrar una recuperación gradual, sobre todo porque las exportaciones de petróleo iraní podrán reanudarse por completo una vez que se levante el bloqueo de EE.UU. Sin embargo, una recuperación total no será inmediata, ya que se tendrán que retirar las minas de las principales rutas de navegación y las cadenas de suministro tardarán tiempo en normalizarse. De esta forma, estima que la oferta mundial de petróleo cierre 2026 con una caída del 3,7%, a 102,4 millones de barriles diario (mb/d). La caída de oferta del Golfo Pérsico se compensa en parte por el avance de los países productores que no pertenecen a la OPEP, que se sumó a la fuerte liberación de las reservas estratégicas de petróleo de EE.UU. También se observó una drástica disminución de las importaciones de crudo de China y Japón, cayendo alrededor de 40% cada uno.

La liberación del Estrecho llega en un momento más que oportuno, ya que no había margen para que se mantenga el ritmo de liberación de reservas estratégicas ni de reducción de las importaciones de Japón y China. Los inventarios mundiales de petróleo aceleraron su ritmo de disminución en mayo, registrando una merma de 143 mb de los 342 mb de caída total desde el comienzo de la guerra, según datos preliminares. Según la IEA, nuevas caídas en los próximos meses aún podrían llevar los inventarios mundiales de petróleo a mínimos históricos, aunque la situación podría revertirse en forma abrupta en 2027, cuando la recuperación plena de la oferta y freno proyectado en la demanda derivarían en un exceso de oferta. **Dicho pronóstico ha sido refutado por la cúpula de la OPEP, que sostiene que no se producirá la merma en la demanda que vaticina el IEA.**

Si se sostiene en el tiempo, la baja del precio del crudo constituye un alivio para la economía global, que estaba empezando a sentir los efectos estanflacionarios del shock de oferta negativo. Hasta el momento, el impacto continúa siendo más visible sobre la inflación que sobre la actividad económica. En efecto, el indicador de inflación mundial que elabora Bloomberg, ponderando la inflación mensual de un amplio grupo de países que abarcan el 98% de la economía global por su participación en el PIB mundial, que se actualiza semanalmente con los datos mensuales más recientes que va publicando cada país, aumentó de un mínimo de 3,2% interanual a fines de febrero, antes del comienzo de la guerra, a 4,4% a mediados de junio (véase el gráfico 5). Adicionalmente, la estimación de inflación mundial para 2026 según el consenso de analistas que compila Bloomberg, pasó de 3,1% a 4,1%.

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MUNDIAL – VARIACIÓN INTERANUAL - %



Mucho menos perceptible ha sido el daño sobre la actividad económica a nivel global. Por un lado, la encuesta de actividad PMI Global Compuesto que elabora JPMorgan, a junio se mantiene todavía por encima del nivel crítico de 50, que divide expansión de contracción. Por otro lado, la estimación de crecimiento del PIB mundial para 2026 según el consenso de Bloomberg, sólo ha vuelto a 2,9%, la misma estimación de principios de año, respecto al pico de 3,1% registrado en febrero. Esta evolución parece respaldar el argumento que sostiene que la economía mundial arrancó el año muy fuerte, impulsada por la inversión relacionada con la inteligencia artificial (IA), y que la guerra sólo atenuó ese impulso positivo sin llegar a revertirlo por completo, en tanto y en cuanto los planes de inversión en alta tecnología y en la infraestructura necesaria para su desarrollo, se han mantenido inalterados. **Sin embargo, eso podría estar empezando a cambiar, siendo factible ver hacia adelante un impacto negativo más significativo sobre el nivel de actividad.** Esto se debe a que los bancos centrales han empezado a reaccionar

endureciendo la política monetaria ante el aumento de la inflación, buscando evitar que la suba de precios “transitoria” provocada por la guerra termine contaminando las expectativas inflacionarias y se transforme en un problema estructural mucho más difícil de erradicar.

En el mundo desarrollado el BCE ha sido el primero en retomar las subas de tasas, lo que no resulta sorpresivo teniendo en cuenta que la economía de la Eurozona es una de las más afectadas por el aumento del costo de la energía. A diferencia de otros países desarrollados importadores de crudo, como Japón o el Reino Unido, donde se aplican subsidios compensatorios y topes a las tarifas, en la Eurozona no hay una política de precios de la energía unificada y varios de los principales países del bloque, como Alemania o Países Bajos, se oponen a poner topes a los precios, aduciendo que si fijan precios demasiado bajos aumenta el riesgo de desabastecimiento. De esta forma, la inflación interanual en la Eurozona se aceleró de 1,9% en febrero, a 2,6% en marzo, a 3% en abril y a 3,2% en mayo. En su reunión del 11 de junio, el BCE subió 25 p.b. la tasa de política monetaria, de 2% a 2,25%. Al mismo tiempo, revisó al alza sus estimaciones de inflación, incluyendo la inflación subyacente ya que contempla el traslado parcial de la suba de precios de la energía al resto de los precios, y a la baja las estimaciones de crecimiento para 2026 y 2027, incorporando un impacto de la guerra mayor al previsto al momento de la actualización anterior de proyecciones en marzo de este año (véase el cuadro 2).

CUADRO 2. EUROZONA. PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL BCE. (EN %)

En porcentaje	Última actualización (junio-26)				Proyección Previa (marzo-26)			Diferencia junio vs mayo		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Crecimiento del PIB Real	1,5	0,8	1,2	1,5	0,9	1,3	1,4	-0,1	-0,1	0,1
Inflación	2,1	3,0	2,3	2,0	2,6	2,0	2,1	0,4	0,3	-0,1
Inflación subyacente	2,4	2,5	2,5	2,2	2,3	2,2	2,1	0,2	0,3	0,1

Fuente: BCE

Pocos días después, el 16 de junio, el Banco de Japón (BoJ) siguió los pasos del BCE, decretando una suba de 25 p.b. en la tasa de interés de referencia, de 0,75% a 1%, que de esta forma alcanzó el nivel más alto desde 1995. Si bien la aplicación de subsidios compensatorios por parte del gobierno de la primer ministro Sanae Takaichi evitó hasta ahora el traslado de la suba del precio del crudo a la inflación minorista, las presiones inflacionarias se están sintiendo a nivel de la inflación subyacente y de los precios mayoristas. Además, el costo de los subsidios significa una carga adicional sobre las cuentas públicas, que ya estaban bajo presión debido a los planes de expansión fiscal impulsados por Takaichi. **Esto ha provocado un deterioro de la confianza de los inversores en el yen (JPY), que se ha depreciado por encima de los 160 yenes por dólar, el máximo nivel de depreciación de la moneda japonesa desde julio de 2024.** Ni siquiera la amenaza de intervención del BoJ en el área de 160 yenes por dólar, que tuvo éxito para revertir la depreciación del JPY en ocasiones anteriores, está surtiendo efecto para contener las presiones devaluatorias, ya que los rumores de intervención a fines de abril tuvieron un impacto efímero (véase el gráfico 6). La depreciación del JPY, encarece los precios de las importaciones japonesas, lo que anticipa nuevas rondas de suba de la inflación subyacente y en los precios mayoristas. Esto es lo que busca evitar el BoJ con la suba de tasas, aunque no puede ser muy agresivo ya que tasas más altas encarecen la renovación de la deuda pública japonesa que asciende a 260% del PIB, agravando la situación fiscal.

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL USD EN YENES



Fuente: Bloomberg

EE.UU. continúa siendo uno de los países donde la guerra ha provocado la mayor aceleración inflacionaria, debido a su política de no intervención en los precios de la energía. La retracción reciente en el precio del crudo ha permitido una disminución del precio interno de las naftas de un máximo de U\$S 5,2 por galón a mediados de mayo a U\$S 4,6 al 19 de junio. No obstante, se mantiene 30% por encima de su nivel previo a la guerra. Así, la inflación minorista en EE.UU. pasó de 2,4% en febrero, a 3,3% en marzo, a 3,8% en abril y a 4,2% en mayo. Por otra parte los indicadores de actividad y empleo se sostienen relativamente firmes. La encuesta de actividad ISM Manufacturero trepó a 54 en mayo, el nivel más alto desde 2022, mientras que el ISM Servicios repuntó a 54,5, luego de dos meses de retroceso, manteniéndose ambos en terreno expansivo. En el mercado laboral, la creación de empleo en mayo arrojó un promedio para los últimos 3 meses de 188.000 nuevos puestos, el más alto elevado desde marzo de 2024, mientras que la tasa de desempleo se mantuvo en 4,3%.

En este contexto, asumió la presidencia de la Fed Kevin Warsh, el elegido por Donald Trump para reemplazar a Powell, y de quien se suponía que estaba alineado con la preferencia del presidente de EE.UU. por tasas de interés más bajas. Por ello, en los mercados financieros predominaba la percepción de que, si bien en esta primera reunión mantendría la tasa de Fondos Federales sin cambios debido a la suba reciente de la inflación, mantendría un sesgo expansivo para la política monetaria, dejando abierta la posibilidad de baja de tasas más adelante en el año si se termina la guerra.

Por ello, la decisión de dejar la tasa de Fondos Federales estable en 3,75% no causó sorpresa, pero sí el foco que puso el nuevo líder de la Fed en el combate a la inflación en la conferencia de prensa posterior a la reunión. Warsh también delineó cambios estructurales en el funcionamiento de la autoridad monetaria, designando varias comisiones para estudiar y proponer dichos cambios. En primer lugar, Warsh actuó en concordancia con su postura crítica de la comunicación de la Fed, respecto a las proyecciones económicas y la anticipación de los movimientos a futuro de la política monetaria ("forward guidance"), siendo el único miembro del organismo que no presentó sus proyecciones. Respecto a las proyecciones, la mayoría del comité pasó a anticipar una suba de 25 p.b. en la tasa de Fondos Federales para fin de 2026, consecuencia de la fuerte revisión al alza de la inflación para 2026 (a 3,6% de 2,7% en marzo), mientras que el crecimiento del PIB fue revisado a la baja de 2,4% a 2,2%.

La postura más conservadora de la Fed se tradujo en un ajuste alcista en las expectativas de mercado respecto a la trayectoria de la tasa de Fondos Federales. Si bien la suba de la inflación por la guerra había diluido por completo las expectativas de baja de tasas para este año, hasta fines de mayo no se asignaba chances significativas a que haya suba de tasas antes de fin de 2026, la probabilidad implícita en los futuros de tasa de fondos federales de una suba de 25 p.b. para diciembre de 2026 rondaba el 50%. Luego de la reunión de la Fed, los futuros ya descuentan plenamente una suba de 25 p.b. antes de fin de año y asignan una probabilidad de 50% a que se acumulen 50 p.b. para diciembre de 2026. Esto repercutió en el tramo corto de la curva de rendimientos de bonos del Tesoro, con la tasa de retorno del bono a 2 años subiendo de 4% a fin de mayo a 4,18% al 19 de junio, el nivel más alto en el último año. En cambio, la mayor preocupación de la Fed por la inflación ayuda a contener las expectativas inflacionarias de mediano plazo, pero también a un menor dinamismo de la actividad económica, por lo que el efecto sobre el tramo largo de la curva ha sido mucho menos perceptible, con la tasa de retorno del bono a 10 años cerrando en 4,45%, incluso por debajo de los máximos de 4,66% de mediados de mayo. De esta forma la pendiente de la curva de rendimientos, medida por el spread entre las tasas a 2 años y 10 años, bajó a 27 p.b., el mínimo desde marzo de 2025, lo que también señala una perspectiva menos pujante para la actividad económica (véase el gráfico 7).

GRÁFICO 7. EE.UU.: EVOLUCIÓN DEL SPREAD ENTRE LAS TASAS A 2 AÑOS Y 10 AÑOS DE LOS BONOS DEL TESORO – P.B.



Fuente: Bloomberg

NOTA ESPECIAL

ALAN GREENSPAN (1926-2026)

Héctor Rubini

El 22 de junio pasado falleció a los 100 años Alan Greenspan, uno de los presidentes de la Reserva Federal de los EE.UU. de mayor influencia tanto en Estados Unidos como la economía mundial. Su fallecimiento fue recibido con sumo pesar y no solo por parte de sus familiares y amigos. Sin embargo, también resucitó el contraste entre su inicial éxito en consolidar en EE.UU. uno de los períodos más largos de crecimiento económico con baja inflación, y la incubación de la crisis financiera internacional de 2008, la peor desde la Gran Depresión de 1929-36.

Greenspan había nacido el 6 de marzo de 1926 en Nueva York, el barrio Washington Heights de la isla de Manhattan. De pequeño reveló un inequívoco oído musical y una notable habilidad en el dominio del clarinete y el saxofón. En la Juilliard School, donde estudió clarinete en 1943 y 1944 se unió a un grupo profesional de jazz, y durante toda su vida disfrutó de dicho género musical, así como del béisbol, el golf y el tenis. En su juventud también llegó a tocar en público con Stan Getz, uno de los más conocidos saxofonistas de la época. Estudió economía en la New York University (NYU) donde ingresó en 1945, y en 1948 obtuvo la licenciatura (*Bachelor of Science, cumma sum laude* en economía) y la maestría en economía en 1950. Completó el doctorado en dicha universidad recién en 1977. También tomó cursos en la Universidad de Columbia con Arthur Burns quien pocos años después sería nombrado presidente de la Reserva Federal. En 1952 conoció a la filósofa ruso-estadounidense Alisa Zinóvieva Rosenbaum ("Ayn Rand"), y durante varios años participó de las reuniones del círculo conocido como "Colectivo Objetivista". Ella lo llegó a llamar "el funebrero" por su carácter extremadamente reservado y su afición por vestirse con ropas de color oscuro. Más allá de humoradas, fueron estrechos amigos hasta la muerte de Ayn Rand en 1982. Probablemente ello generó cierta incomodidad en otros habitués de dicho círculo, como Murray Rothbard, quien en 1987 lo etiquetaba como un keynesiano conservador nada diferente de un keynesiano liberal del Partido Demócrata.

Siendo estudiante, trabajó bajo Eugene Banks en el banco Brown Brothers Harriman y entre 1948 y 1953 en el National Industry Conference Board (The Conference Board en la actualidad). En 1953 se asoció con el consultor William Touwsend la consultora Townsend-Greenspan de la cual pasó a ser su único titular ante el fallecimiento de Townsend en 1958. Bajo la marcada influencia intelectual de Burns, Greenspan desarrolló una metodología de pronósticos en base a datos sectoriales y microeconómicos que le permitió ganar una sólida reputación por el grado de aciertos, destacándose inicialmente la precisión con la que anticipó la recesión de 1958.

Hacia 1968 decidió incursionar en la política y se unió a la campaña de Richard Nixon como director de investigación de políticas nacionales y luego de su triunfo electoral pasó a integrar el equipo de transición, dedicado a temas presupuestarios y de comercio exterior. Sin embargo, se mantuvo al frente de su consultora hasta 1987, salvo en el período 1974-77 en el que fue Presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Gerald Ford. Por breve tiempo ocupó cargos gerenciales en Aluminium Company of America (ALCOA), Automatic Data Processing, Capital Cities/ABC Inc., General Foods, JP Morgan & Co., Morgan Guaranty Trust Company, Mobil Corporation y Pittston. También integró el Consejo de Asesores Económicos del presidente Ronald Reagan y fue consultor de la Oficina de Presupuesto del Congreso, miembro del llamado Grupo de los Treinta en 1984 y director del Consejo de Relaciones Exteriores entre 1983 y 1988. El 2 de junio de 1987 fue nombrado presidente de la Reserva Federal, ocupando dicha cargo sin interrupciones hasta el 31 de enero de 2006, bajo los mandatos de Ronald Reagan, George H. W. Bush, William Clinton y George W. Bush, tres del partido Republicano y Clinton del Partido Demócrata. Su mandato fue el segundo más extenso en la historia de la autoridad monetaria de EE.UU. después de William Mc Chesney Martin, que presidió la entidad entre el 2 de abril de 1951 y el 31 de enero de 1970

La política monetaria de Greenspan no se caracterizó por una alta, pero no total independencia de la Reserva Federal. Tampoco por un férreo compromiso con la estabilidad de precios como fue el caso de su antecesor, Paul Volcker. Fue un banquero central pragmático, con visibles cambios a lo largo del tiempo. Inicialmente su política monetaria parecía focalizarse en una meta de nivel de precios o de inflación, que podía representarse por lo que se llamó el "*P-Star model*". Luego, John Taylor logró estimar la "función de reacción" de esa política a través de una curva de Phillips modificada. Esa ecuación, que resume una política monetaria dependiente de las fluctuaciones de corto plazo de las expectativas de inflación y del nivel de actividad, pasó a llamarse "Regla de Taylor" y describe un banco central pragmático, siguiendo una política que podría calificarse de "regla flexible" o "discrecionalidad acotada". En la práctica Greenspan logró una baja de la inflación de manera permanente siguiendo una conducta de esencia inequívocamente keynesiana e intervencionista, aun cuando no pocos profesionales (incluso en nuestro país) erróneamente han calificado como "monetaristas" tanto a la Regla de Taylor y a buena parte de las decisiones de política monetaria de la Fed bajo el mandato de Greenspan.

Alan Greenspan consolidó su reputación a partir de 1994 cuando logra, enfriar las presiones inflacionarias sin provocar la caída de la economía estadounidense en una recesión. Un ejemplo pocas veces visto de lo que se conoce como “aterrizaje suave” (*“soft landing”*) en los mercados financieros. De ahí los elogios que recibiera por entonces hasta del Premio Nobel Milton Friedman. Sin embargo, era inocultable que eran tres los objetivos de su política: la estabilidad de precios, la estabilidad de la economía real y la estabilidad del sistema financiero. Esto fue evidente cuando ante la caída bursátil del “lunes negro” del 19 de octubre de 1987 aplicó una rápida baja de tasas de interés, pasando a una política expansiva con el objetivo de evitar un corte de crédito masivo. Esto es lo que se dio en llamar el *“Greenspan put”*, ya que la lógica subyacente era la de preservar la liquidez del sistema financiero ante una fuerte caída de la cotización de las acciones, o de la liquidez de un gran jugador del mercado financiero, con potenciales repercusiones en todo el sistema¹. Eso se repitió en 1998 cuando la Reserva Federal y el Tesoro financiaron el rescate del fondo Long Term Capital Management (LTCM), y a principios de 2001 cuando la Fed optó por una agresiva baja de tasas de interés para contrarrestar el potencial efecto negativo de la pinchadura de la burbuja financiera en torno de las acciones de empresas de servicios online (las llamada “punto com”).

Detrás del Greenspan put estaban dos factores fundamentales. El primero, un deseo de los gobernadores de la Reserva Federal de evitar la repetición de los errores cometidos más de medio siglo atrás por sus antecesores durante la Gran Depresión. El segundo, una preocupación por buscar un “justo punto medio” que dieron en llamar *“Goldilocks”*. Esto es una palabra proveniente del cuento de hadas *Goldilocks y los Tres Osos*, donde la protagonista encuentra que lo deseable es siempre lograr el equilibrio óptimo entre dos extremos. En este caso, un estado dinámico de la economía lo suficientemente activa como para no caer en recesión, pero al mismo tiempo lo suficientemente enfriada para evitar incurrir en un sendero de alta inflación.

Su actividad privada ya lo había fogueado en la influencia comunicacional sobre intermediarios e inversores, lo cual fue motivo de no pocas lecturas críticas, tanto de su supuesto lobby para llegar a ser presidente de la Reserva Federal como de su discurso ambiguo para justificar la flexibilidad de la política monetaria de la Fed para no alimentar lo que llamó “exuberancia irracional de los mercados”. Greenspan así dio a entender que su política monetaria priorizaba no exacerbar la volatilidad de precios y rendimientos de bonos y acciones, ni la incertidumbre respecto de las futuras acciones de la propia Reserva Federal. Esto llevó a que las decisiones de la Fed y las declaraciones de Greenspan y de otros funcionarios de la autoridad monetaria pasaran a ser tan o más importantes para la toma de decisiones que el seguimiento de series históricas de indicadores monetarios, financieros y macroeconómicos en general.

La baja de la inflación y su consolidación de manera permanente, junto a la caída del desempleo a niveles históricamente bajos le permitieron ganar reputación de banquero central focalizado en la estabilidad de precios. Sin embargo, el rescate del fondo LTCM llevó a la potencial emisión discrecional de dinero para rescatar y evitar la quiebra de un gran jugador bancario o no bancario con potencial contagio hacia todo el sistema y provocar una corrida contra depósitos u otros activo (el llamado *“too-big-to-fail syndrome”*).

Luego de la caída de las “punto com”, la reacción de la Fed fue una sostenida baja de tasas de interés a partir de 2001. Desde entonces, la política monetaria expansiva y las notorias deficiencias en materia de regulación prudencial impulsaron la burbuja inmobiliaria y de derivados sobre hipotecas que estallaría en el año 2008. Una burbuja también alimentada por la reforma de la ley Glass-Steagall de 1999 que resucitó la legalidad de fusiones entre intermediarios bancarios y no bancarios, bajo el fuerte lobby de varios grandes bancos y del propio Greenspan. La caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 fue el punto culminante de una sucesión de quiebras de intermediarios que se venía observando desde hacía al menos cuatro años, ante la total indiferencia de la supervisión prudencial bancaria, bursátil y del mercado asegurador. De hecho, la crisis financiera llevó a la quiebra técnica de la aseguradora AIG que se evitó al día siguiente de la caída de Lehman Brothers con un costoso paquete de rescate de nada menos que U\$S 180.000 M. Pero Greenspan ya se había retirado de la Reserva Federal el 31 de enero de 2007, había publicado un libro de memorias, cobraba elevados honorarios por conferencias de poco más de 1 hora y participaba de programas televisivos como comentarista. Ben Bernanke lo había sucedido en el cargo y fue quien tuvo que afrontar la dura tarea de administrar la crisis incubada en buena medida por la política monetaria de Greenspan que resultó ser procíclica, intertemporalmente inconsistente, y claramente desestabilizante. De hecho, Greenspan debió testificar ante la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera y en 2010 presentó su defensa en un documento de 63 páginas titulado *“La Crisis”*, donde argumentó que los bancos asumieron demasiado riesgo y contaban con muy poco capital de respaldo, pero rechazó que fuera responsabilidad de la Fed evitar la burbuja inmobiliaria subiendo preventivamente la tasas de control monetario (*Fed Funds Rate*).

¹ Un artículo relativamente reciente sobre este punto es el de Cieslak, Anna, y Annette Vissing-Jorgensen (2020), *The Economics of the Fed Put*. NBER Working Paper 26894. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA. <https://www.nber.org/papers/w26894>. Ver también: Greenspan, Alan (2004), *Risk and Uncertainty in Monetary Policy*, *American Economic Review*, 94 (2), 33-40. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/0002828041301551>.

Si bien ante el gran público su nombre fue pasando gradualmente al olvido, en particular fuera de los EE.UU., no abandonó su actividad como consultor y recientemente defendió públicamente la independencia de la política monetaria de la Reserva Federal ante los embates del presidente Donald Trump. En enero de este año firmó una solicitada en contra de la investigación que el gobierno del actual presidente Trump intentaba promover contra el ahora ex titular de la Reserva Federal, Jerome Powell.

Escribió tres libros: *"The Age of Turbulence: Adventures in a New World"* (2007), *"The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting"* (2013) y *"Capitalism in America: An Economic History"* (2018), este último en coautoría con Adrian Wooldridge. En 1986 había publicado un capítulo para el libro *"Capitalism: The Unknown Ideal"* editado por Ayn Rand. También se puede acceder online a sus conferencias y disertaciones en el simposio anual que organiza el Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, Wyoming, a sus presentaciones ante el Congreso estadounidense, y otras publicaciones (artículos en revistas y capítulos de libros). Algunas de sus contribuciones más conocidas han sido las siguientes:

- Alan Greenspan, 1964. Liquidity as a Determinant of Industrial Prices and Interest Rates. *Journal of Finance* 19(2), 159-169, May.
- Alan Greenspan, 1988. Innovation and Regulation of Banks in the 1990s. *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), issue Dec, pages 784-787.
- Alan Greenspan, 1998. The Role of Capital in Optimal Banking Supervision and Regulation. *Economic Policy Review*. Federal Reserve Bank of New York, vol. 4(Oct), 163-168.
- Alan Greenspan, 1989. Commercial Banks and the Central Bank in a Market Economy. *Economic Review*, 74(Nov), 3-12. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Alan Greenspan, 1995. Remarks on Risk Measurement and Systemic Risk. *Proceedings*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 11-16.
- Alan Greenspan, 2002. Central Bank Perspectives on Stabilization Policy. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, vol. 87(Q IV), pages 5-14.
- Alan Greenspan & James Kennedy, 2008. Sources and Uses of Equity Extracted from Homes. *Oxford Review of Economic Policy*, 24(1), 120-144.
- Alan Greenspan, 2010. The Crisis. *Brooking Papers on Economic Activity. Economic Studies Program*, 41(1 (Spring)), 201-261. The Brookings Institution.
- Alan Greenspan, 2019. Forces Engendering the Long-Term Economic Outlook. *Business Economics*, 54(2), 105-107. Palgrave Macmillan-National Association for Business Economics.

INDICADORES Y EVENTOS

2026 Julio						
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
		1	2	3	4	5
			Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del empleo. Junio de 2026.			
6	7	8	9	10	11	12
		INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Mayo de 2026. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Mayo de 2026. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor. Mayo de 2026.				
13	14	15	16	17	18	19
	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Cobertura nacional. Mayo de 2026. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): IPC. Junio de 2026.	INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Mayo de 2026.		INDEC: Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Junio de 2026. Índice del costo de la construcción (ICC). Junio de 2026.		
20	21	22	23	24	25	26
INDEC: Intercambio comercial argentino (ICA). Bienes. Junio de 2026.		INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) Mayo de 2026.	INDEC: Encuesta de supermercados. Mayo de 2026. Encuesta de autoservicios mayoristas. Mayo de 2026. Encuesta nacional de centros de compras. Mayo de 2026. Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria.			
27	28	29	30	31		
	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto.	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto. Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.	Banco de Inglaterra: Reunión de Política Monetaria. Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.			

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	May-25	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dic-25	Ene-26	Feb-26	Mar-26	Abr-26	May-26
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,5%	1,6%	1,9%	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,8%	2,9%	2,9%	3,4%	2,6%	2,1%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	2,2%	1,7%	1,5%	2,0%	1,9%	2,2%	2,6%	3,0%	2,6%	3,1%	3,2%	2,3%	1,9%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	0,5%	0,6%	1,9%	1,4%	1,9%	2,3%	2,8%	3,1%	4,7%	3,3%	3,4%	1,5%	2,5%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	43,5%	39,4%	36,6%	33,6%	31,8%	31,3%	31,4%	31,5%	32,4%	33,1%	32,6%	32,4%	33,2%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	44,7%	42,0%	38,9%	36,1%	31,8%	33,4%	33,3%	33,1%	33,4%	33,6%	33,6%	32,4%	32,0%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	35,5%	32,3%	30,6%	27,8%	27,3%	28,6%	31,1%	32,2%	35,9%	36,0%	32,7%	30,9%	33,4%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,5%	2,0%	1,9%	1,9%	2,1%	2,4%	2,5%	2,8%	2,8%	2,6%	3,4%	2,8%	2,3%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	2,1%	2,1%	1,5%	2,0%	2,1%	2,4%	2,8%	3,0%	2,7%	2,9%	3,0%	2,3%	2,1%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	1,6%	2,1%	2,5%	1,6%	2,2%	2,2%	2,4%	2,7%	3,1%	2,6%	3,0%	2,5%	2,1%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	43,8%	40,6%	37,6%	34,6%	32,5%	32,0%	31,8%	31,7%	32,7%	33,2%	32,6%	32,6%	33,6%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	45,9%	43,4%	40,1%	37,0%	35,0%	34,1%	34,0%	33,3%	33,4%	34,0%	33,8%	32,6%	32,6%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	48,3%	44,5%	40,9%	37,0%	35,0%	33,6%	32,6%	31,8%	31,7%	32,4%	32,1%	32,4%	33,1%
Expectativas de Inflación a 12 meses (UTDT)													
Mediana	30,0	30,0	25,0	30,0	30,0	30,0	23,0	25,0	25,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Media	38,8	38,5	34,3	39,6	37,6	37,0	29,7	34,0	31,5	35,7	33,5	34,0	37,5
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	23,6%	41,6%	40,4%	29,9%	27,7%	28,1%	18,7%	22,3%	30,8%	21,2%	25,0%	29,6%	27,8%
Gastos Totales	33,6%	38,9%	33,6%	25,5%	31,0%	29,8%	16,8%	34,4%	27,7%	23,6%	25,1%	34,5%	31,2%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	19,3%	37,6%	36,1%	23,4%	20,8%	26,2%	18,4%	26,6%	30,6%	20,6%	25,1%	28,2%	28,4%
Gastos Primarios	40,8%	40,3%	34,8%	25,0%	31,8%	29,6%	12,7%	33,8%	31,5%	21,3%	25,0%	34,5%	30,3%
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	18,6%	43,3%	42,7%	31,9%	20,2%	26,5%	19,7%	27,0%	22,0%	20,9%	26,2%	27,2%	35,6%
Dirección General Impositiva	6,6%	29,0%	35,1%	25,3%	10,5%	25,2%	21,0%	35,8%	32,4%	33,0%	31,8%	30,7%	29,3%
Dirección General de Aduanas	20,4%	80,9%	51,1%	33,3%	29,3%	23,4%	5,0%	2,1%	-8,7%	-16,8%	9,5%	21,6%	8,5%
Sistema de Seguridad Social	64,1%	57,5%	51,0%	42,4%	37,5%	32,8%	29,8%	29,5%	27,3%	26,2%	28,5%	26,6%	27,3%

Indicador	May-25	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dic-25	Ene-26	Feb-26	Mar-26	Abr-26	May-26
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	45,5	45,5	46,4	39,9	39,8	39,8	46,0	45,6	46,6	44,4	42,0	39,6	40,1
Var. % m/m	3,1%	0,0%	2,0%	-13,9%	-0,3%	6,3%	8,8%	-1,1%	2,2%	-4,7%	-5,3%	-5,7%	1,3%
Var. % a/a	18,8%	22,2%	18,6%	-3,7%	2,1%	-6,2%	2,3%	-1,0%	-1,7%	-6,1%	-4,7%	-0,1	-0,1
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	5,2%	6,3%	2,8%	2,2%	4,8%	3,1%	-0,2%	3,3%	1,5%	-2,0%	5,5%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-0,1%	-0,3%	0,0%	0,6%	0,6%	-0,4%	0,0%	1,9%	-0,2%	-2,7%	3,5%	s/d	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	58,6%	58,8%	58,2%	59,4%	61,1%	61,0%	57,7%	53,8%	53,6%	54,6%	59,8%	59,9%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	111,7%	85,0%	51,9%	33,8%	22,0%	2,7%	-12,1%	3,8%	0,7%	-20,4%	-13,5%	-31,6%	-23,1%
Var m/m, con estacionalidad	12,0%	1,5%	-16,1%	3,2%	4,8%	-17,4%	-21,3%	45,7%	-33,2%	5,7%	14,2%	-13,2%	0,0%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	3,0%	3,2%	-3,1%	-1,1%	-3,7%	-4,5%	-7,4%	-3,9%	-3,6%	-3,8%	4,7%	0,8%	s/d
Var m/m, desest.	0,8%	-1,4%	-1,4%	1,2%	-2,1%	0,8%	-0,8%	5,0%	2,5%	-0,4%	8,0%	0,8%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	6,2%	9,6%	-0,9%	-4,4%	-0,7%	-2,9%	-8,7%	-3,9%	-3,2%	-8,7%	5,0%	-2,8%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	9,3%	13,9%	1,9%	0,0%	6,7%	8,2%	-4,6%	2,9%	0,4%	-1,5%	12,7%	-2,8%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	8,9%	14,4%	0,1%	-5,5%	6,5%	10,1%	-5,5%	3,2%	-1,1%	-2,7%	11,1%	-4,7%	1,5%
Var. % m/m, desest.	-12,1%	15,5%	-0,5%	-8,6%	1,1%	-2,2%	-7,1%	3,3%	-11,6%	15,9%	1,3%	5,0%	5,0%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-1,0%	12,0%	-2,7%	-0,4%	0,5%	7,4%	-4,2%	-1,8%	-5,6%	-5,8%	11,0%	-13,2%	-1,5%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	7.095	7.275	7.761	7.903	8.128	7.963	8.133	7.482	7.245	5.963	8.697	8.914	9.537
Var. % a/a	-7,3%	10,4%	7,5%	16,9%	16,9%	13,2%	24,6%	6,1%	22,5%	-2,9%	30,9%	33,6%	34,4%
Importaciones en USD	6.488	6.396	6.854	6.463	7.191	7.150	5.598	5.556	5.057	5.167	6.116	6.204	6.033
Var. % a/a	29,4%	36,1%	19,8%	32,4%	20,4%	16,8%	6,6%	3,1%	-12,1%	-12,2%	1,6%	-4,0%	-7,0%
Saldo Comercial en USD	607	879	907	1.440	937	813	2.535	1.926	2.188	796	2.581	2.710	3.504
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	251,1	254,6	251,8	252,5	259,1	257,8	264,0	265,1	264,9	278,1	305,4	317,8	321,4
Var. % a/a	-7,4%	-5,0%	-4,0%	1,3%	3,5%	0,5%	5,8%	8,0%	3,6%	8,3%	22,7%	25,9%	28,0%

Indicador	May-25	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dic-25	Ene-26	Feb-26	Mar-26	Abr-26	May-26
Activos y pasivos del BCRA (Saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	34.391	35.978	37.741	43.590	41.529	40.476	40.850	40.850	43.281	41.874	41.120	41.184	41.363
Circulante	21.557	22.305	23.691	23.823	23.598	23.619	23.540	25.252	26.284	25.744	25.512	25.242	25.405
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	18.790	19.512	20.242	20.144	20.884	21.125	21.533	22.529	22.222	22.425	22.969	23.844	24.703
(a) Deuda Rem. (LEGAR+LEMIN)	176	165	183	174	284	274	270	258	232	215	225	225	239
(b) Pasivos netos por pases	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(c) Depósitos del Gobierno	18.614	19.347	20.058	19.970	20.601	20.851	21.263	22.271	21.991	22.210	22.743	23.619	24.464
Pasivos BCRA en mon. extranjera (\$ M.M.)	10.005	11.797	13.919	13.846	13.551	13.601	13.894	12.951	13.014	13.079	12.200	12.267	6.673
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	38,3	39,7	40,3	41,7	40,4	41,5	40,8	42,1	44,8	45,6	44,9	45,4	46,6
Tipo de cambio oficial Com. "A" 3500 BCRA (\$/U\$S)	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	1.409,7	1.396,3	1.381,5	1.397,2
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	149.712	155.029	164.593	166.534	172.814	178.691	181.599	190.627	191.144	191.295	194.955	199.657	205.035
Sector privado	120.803	124.908	133.460	134.455	139.809	145.262	147.149	157.163	159.516	159.762	162.198	165.452	169.265
Sector público	28.909	30.121	31.133	32.079	33.006	33.429	34.450	33.464	31.628	31.533	32.757	34.205	35.769
En moneda local (\$ M.M.)	111.682	116.080	120.348	119.818	123.604	125.106	127.576	133.628	131.941	133.262	136.460	141.715	146.782
Sector privado	85.710	88.983	92.645	91.487	94.118	95.168	96.735	104.455	104.862	106.125	108.239	111.786	114.900
Sector público	25.972	27.097	27.703	28.331	29.486	29.938	30.840	29.174	27.079	27.137	28.221	29.929	31.882
En moneda extranjera (\$ M.M.)	38.030	38.949	44.244	46.716	49.210	53.585	54.023	56.999	59.203	58.033	58.495	579.420	582.531
Sector privado	35.093	35.925	40.815	42.968	45.690	50.094	50.413	52.708	54.654	53.637	53.959	536.660	543.655
Sector público	2.937	3.024	3.430	3.748	3.520	3.491	3.610	4.291	4.549	4.396	4.536	42.760	38.876
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	33,1	33,0	34,9	35,2	35,1	37,3	37,8	39,4	40,8	41,2	41,9	41,9	41,7
Sector privado	30,5	30,4	32,2	32,3	32,6	34,8	35,3	36,4	37,7	38,1	38,7	38,8	38,9
Sector público	2,6	2,6	2,7	2,8	2,5	2,4	2,5	3,0	3,1	3,1	3,2	3,1	2,8
Tasas de interés nominales (promedio mensual)													
Tasas interbancarias (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados (BAIBAR) hasta 15 días.	32,0	33,5	36,5	65,0	44,7	65,0	28,8	24,6	36,6	31,6	21,7	21,3	20,5
Pases entre terceros (rueda REPO entre agentes MAE) a 1 día.	30,6	32,1	36,2	60,7	38,5	65,9	24,3	24,3	36,4	31,1	20,8	20,8	20,3
Tasas activas (% anual)													
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ.													
por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	37,0	37,0	47,4	76,3	57,2	81,1	38,3	28,7	44,1	38,0	27,8	25,9	25,2
Préstamos personales	71,8	72,7	69,6	73,9	81,6	83,2	77,4	70,5	68,4	68,2	68,9	67,1	66,7
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	32,8	32,2	32,3	46,8	48,1	46,0	31,8	26,1	30,3	29,9	28,0	22,3	21,0
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	29,6	32,3	28,1	36,4	39,3	36,1	30,2	24,7	26,0	26,7	25,3	21,2	19,0
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	32,9	32,3	32,5	47,2	48,6	46,5	32,9	27,1	32,1	31,5	28,3	23,0	21,9