

Jerarquía y elasticidad de los pasivos en Argentina

17 de octubre de 2026

La capa de crédito de la economía argentina (Tesoro, provincias y sector privado no financiero, en pesos y en dólares) suma USD 705.200 millones, el 101,6% del PIB. El crédito privado doméstico es 1,9 veces el de noviembre de 2023, pero su motor cambió de moneda: en los últimos doce meses todo el crédito nuevo neto fue en dólares, mientras el crédito en pesos se estancó contra el techo de los depósitos. Medida por el crédito, la confianza en las promesas de pago creció con fuerza desde diciembre de 2023 y se debilitó en los últimos meses en pesos. El cuasidinero remunerado en pesos pasó del BCRA (pases y LELIQ) al Tesoro (LECAP y BONCAP). El crédito privado, con 26,6% del PIB, es el más bajo de la muestra del BIS, y cada 10% de depreciación real suma 5,6 puntos del PIB a la capa de crédito.

Índice

1. Cómo leer los pasivos de la economía.....	2
2. El stock y su composición.....	4
3. Columna en pesos: el cuasidinero remunerado cambió de emisor.....	6
4. El crédito privado en pesos.....	7
5. Columna en dólares.....	8
6. La elasticidad del crédito privado, paso a paso.....	10
7. El crédito privado en pesos y en dólares, en conjunto.....	14
8. El crédito privado en la comparación internacional.....	16
9. Quién sostiene la liquidez de los títulos privados.....	17
10. Dónde aparece la disciplina.....	20
11. Los encajes en pesos.....	22
12. Cuánto pesa el tipo de cambio real.....	23
13. La demanda de pesos: cantidades y precios.....	25
14. Conclusiones.....	28
15. Qué se está haciendo y qué se puede hacer para impulsar el crédito privado.....	29
Lo que ya está en marcha.....	29
Lo que se puede hacer.....	31

1. Cómo leer los pasivos de la economía

Todo pasivo financiero es una promesa de pago, y toda promesa se cancela con un medio de pago que está un escalón más arriba. Una obligación negociable (ON) se paga con depósitos. Un depósito promete billete o, para un banco, saldo en su cuenta del BCRA. La base monetaria es pasivo del Central. Y en una economía bimonetaria la cadena sigue un escalón más: el activo de liquidación final es el dólar, que ninguna institución local emite.

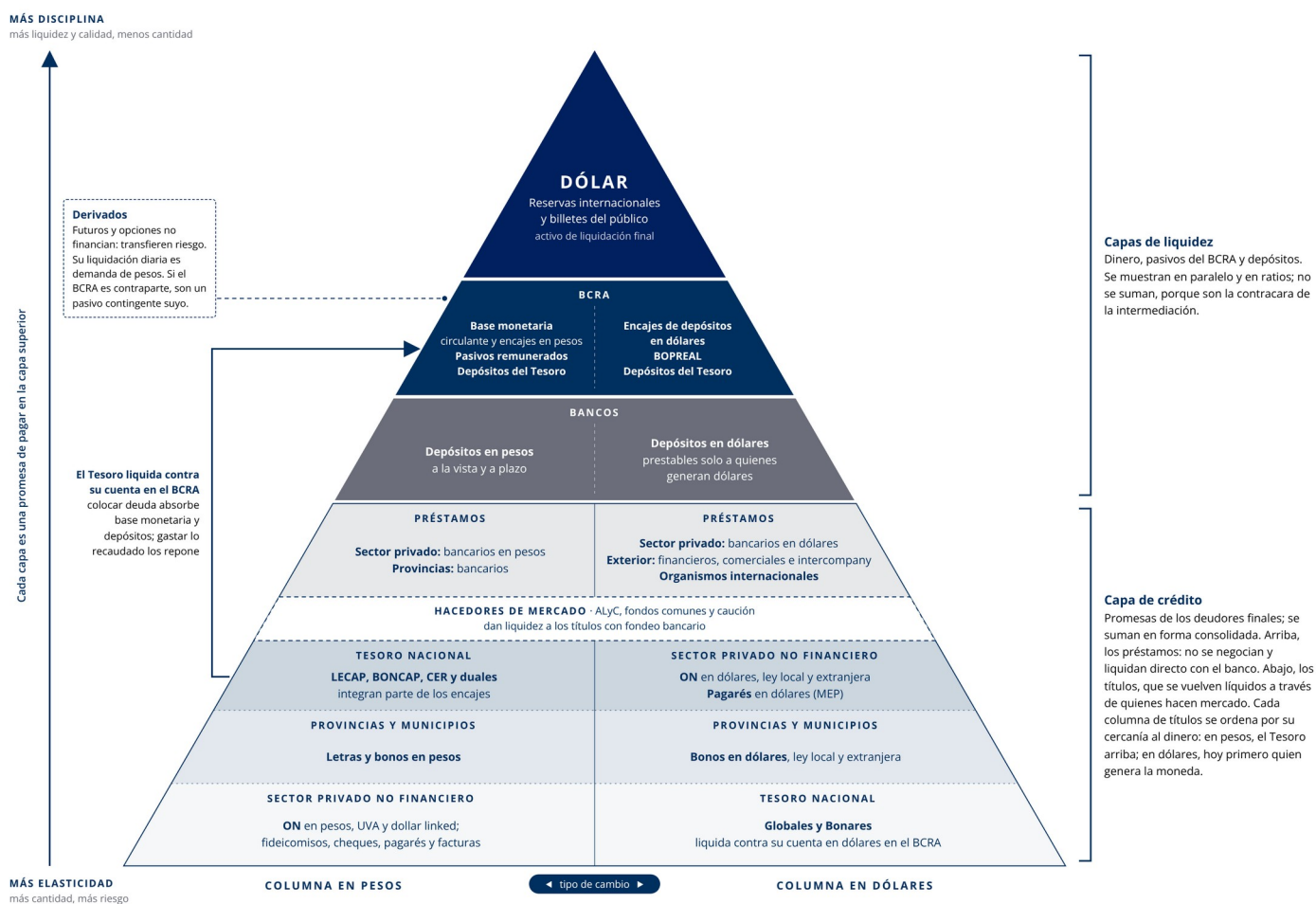
En 1938 Harry Scherman resumió esta idea en un libro que sigue vigente, *The Promises Men Live By*: la economía moderna funciona sobre promesas. Quien deposita, presta, compra una ON o acepta un billete entrega algo hoy a cambio de una promesa de pago futuro, y lo hace porque confía en que esa promesa se va a cumplir. El volumen de crédito de una economía mide, en ese sentido, cuánta confianza circula en ella. Seguir los pasivos es seguir esas promesas: cuántas hay, en qué moneda, quién las respalda y en qué escalón se cancelan.

Ordenar los pasivos por esa jerarquía permite medir dos cosas. La primera es la elasticidad: cuánto puede estirarse el crédito sobre una misma base de dinero. La segunda es la disciplina: dónde aparece el límite cuando hay que convertir la promesa en un medio de pago superior. Arriba de la pirámide hay poca cantidad y mucha liquidez; abajo, mucha cantidad y más riesgo.

Gráfico 1

La jerarquía de los pasivos en una economía bimonetaria

Cada capa, quién la emite, en qué moneda promete pagar y contra qué liquida.



LOS PRECIOS DE LA JERARQUÍA

Paridad

Depósito contra billete. Vale 1 a 1 mientras el banco convierte a la vista.

Tipo de cambio

Peso contra dólar. El precio que une las dos columnas.

Tasa de interés

Dinero hoy contra dinero mañana. El precio de diferir la liquidación.

Precio de los títulos

Crédito contra dinero. Cuando cae, la capa de crédito se contrae.

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil.

El agregado que se mide es la capa de crédito: las promesas de pago de los deudores finales (Tesoro Nacional, provincias y municipios, y sector privado no financiero) en pesos y en dólares, con préstamos y títulos. Las capas de liquidez (pasivos del BCRA y depósitos) se muestran en paralelo y en ratios, sin sumarse, porque son la contracara de la intermediación: sumar depósitos y préstamos contaría dos veces el mismo crédito.

Algunos términos se usan con un sentido preciso. Crédito es todo el financiamiento que recibe un deudor y se divide en deuda financiera y deuda comercial. La deuda financiera reúne los préstamos, que son contratos bilaterales con un banco o con un acreedor del exterior, y los títulos de deuda colocados en el mercado de capitales (ON, fideicomisos, cheques, pagarés y facturas). La deuda

comercial es el crédito comercial de proveedores y clientes, que en este informe se mide sólo con el exterior. Los préstamos bancarios son, entonces, una parte de la deuda financiera.

La capa de crédito se presenta consolidada: se descuenta la deuda que el sector público se debe a sí mismo (letras intransferibles y adelantos transitorios del BCRA al Tesoro, letras del Tesoro a organismos públicos y deuda de las provincias con el Gobierno Nacional). Las ON de bancos y los fideicomisos con fiduciante bancario quedan fuera, porque fondean préstamos que ya están contados.

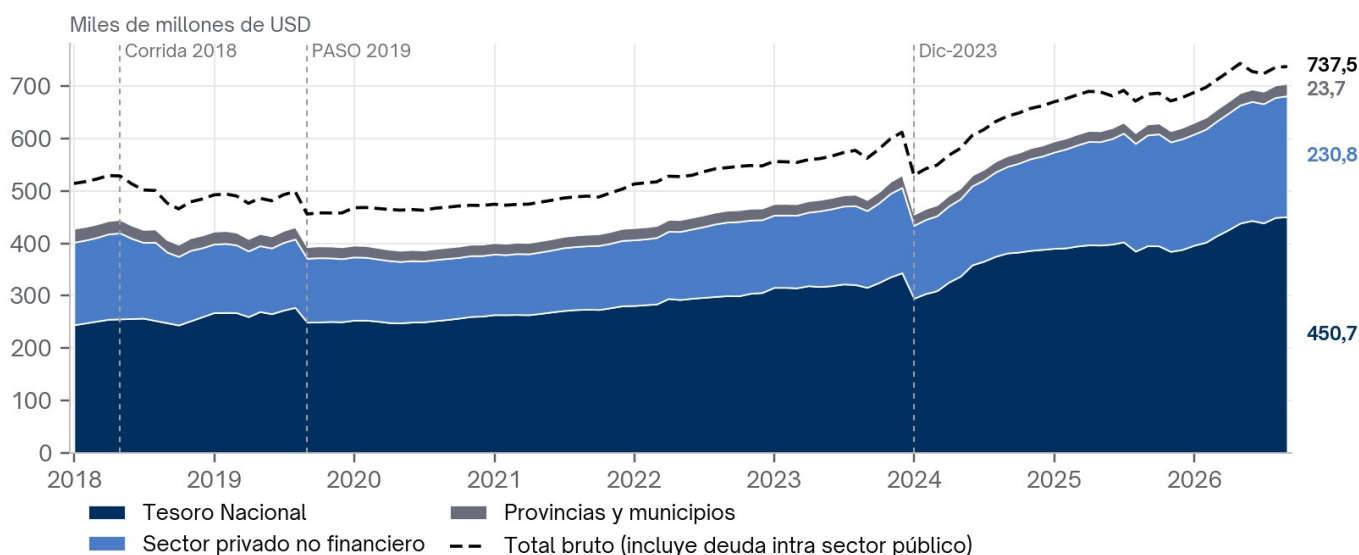
2. El stock y su composición

A fines de agosto la capa de crédito consolidada sumaba USD 705.200 millones, equivalente al 101,6% del PIB medido en dólares. El Tesoro explica USD 450.700 millones (64%), el sector privado no financiero USD 230.800 millones (33%) y las provincias y municipios USD 23.700 millones (3%). La versión bruta, que incluye la deuda intra sector público, llega a USD 737.500 millones.

En diciembre de 2017 el stock consolidado era de USD 428.400 millones (66,5% del PIB). De los USD 276.800 millones de aumento, USD 206.400 millones corresponden al Tesoro y USD 73.100 millones al sector privado; la deuda provincial cayó USD 2.800 millones. La composición por moneda cambió en el mismo período: la porción en pesos pasó del 34,4% al 44,8% del total.

Gráfico 2

Capa de crédito consolidada por sector

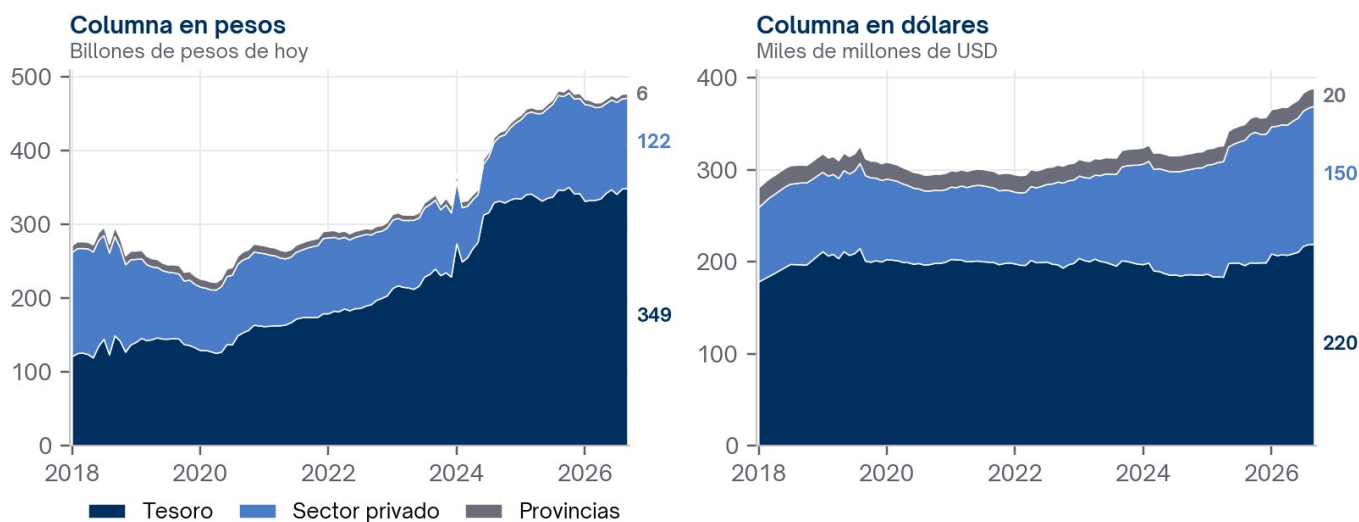


Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Las líneas verticales marcan la corrida de abril de 2018, las PASO de agosto de 2019 y el cambio de régimen de diciembre de 2023.

La relación con el PIB depende del tipo de cambio real tanto como del stock. En 2023, con control de cambios y un tipo de cambio oficial que subía menos que los precios, el PIB medido en dólares quedó alto y el ratio bajó (69,6% en diciembre de ese año); tras la devaluación de diciembre, el mismo stock pesa más. Por eso el análisis de elasticidad se hace por columna: los pasivos en pesos a precios de hoy y los pasivos en dólares en dólares.

Gráfico 3

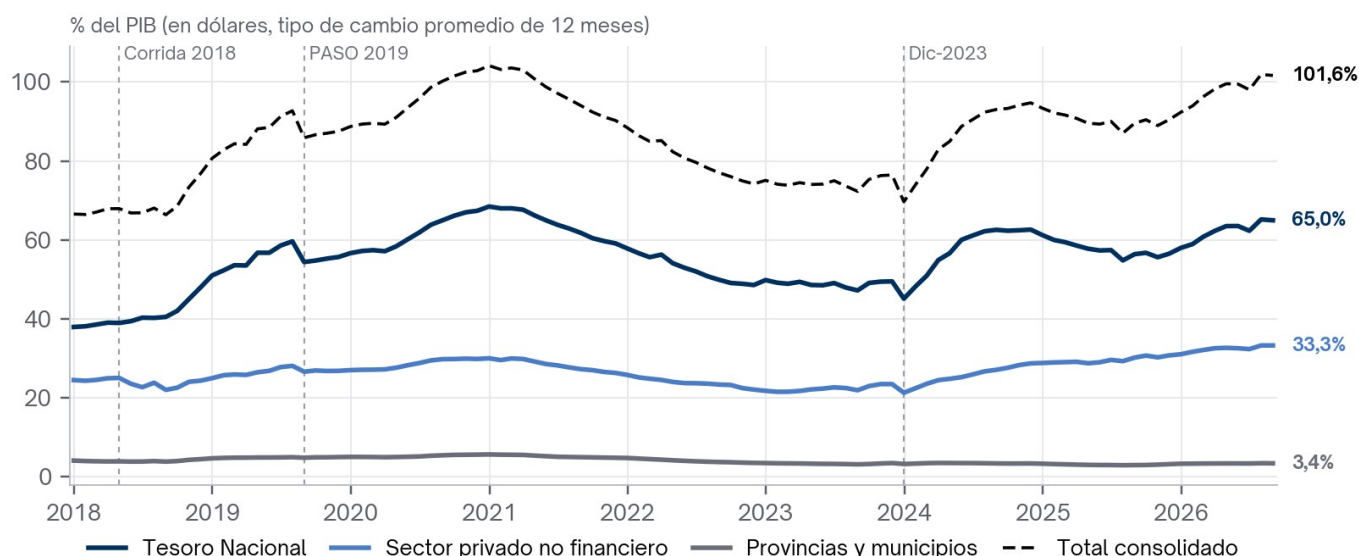
Columna en pesos y columna en dólares de la capa de crédito



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Pesos ajustados por IPC a precios de agosto de 2026.

Gráfico 4

Capa de crédito en relación al PIB



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. PIB anual en dólares al tipo de cambio oficial promedio de 12 meses.

Tabla 1. Capa de crédito consolidada por componente

Millones de USD	Dic-17	Dic-23	Ago-26	% del total	% del PIB
Tesoro Nacional	244.304	295.001	450.708	63,9	65,0
Títulos y letras en pesos	64.609	97.138	230.073	32,6	33,2
Títulos y letras en moneda extranjera	140.429	115.507	114.190	16,2	16,5
Organismos internacionales	21.327	74.215	97.058	13,8	14,0
Otros préstamos	17.939	8.141	9.387	1,3	1,4
Provincias y municipios	26.429	21.258	23.668	3,4	3,4
Bonos en dólares	18.630	13.703	14.894	2,1	2,1
Bonos en pesos	4.090	3.008	3.212	0,5	0,5
Organismos internacionales y bancos	3.710	4.546	5.561	0,8	0,8
Sector privado no financiero	157.690	139.229	230.834	32,7	33,3
Préstamos bancarios en pesos	70.668	19.725	70.585	10,0	10,2
Préstamos bancarios en dólares	14.803	3.411	25.474	3,6	3,7
ON en dólares	11.971	15.115	35.811	5,1	5,2
ON en pesos, UVA y dollar linked	2.927	9.076	5.578	0,8	0,8
Fideicomisos, cheques, pagarés y facturas	3.452	3.930	6.458	0,9	0,9
Préstamos financieros del exterior	22.058	25.434	30.581	4,3	4,4
Crédito comercial del exterior	31.812	62.537	56.346	8,0	8,1
Total consolidado	428.423	455.488	705.210	100,0	101,6

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Pesos convertidos al tipo de cambio A3500 de fin de mes.

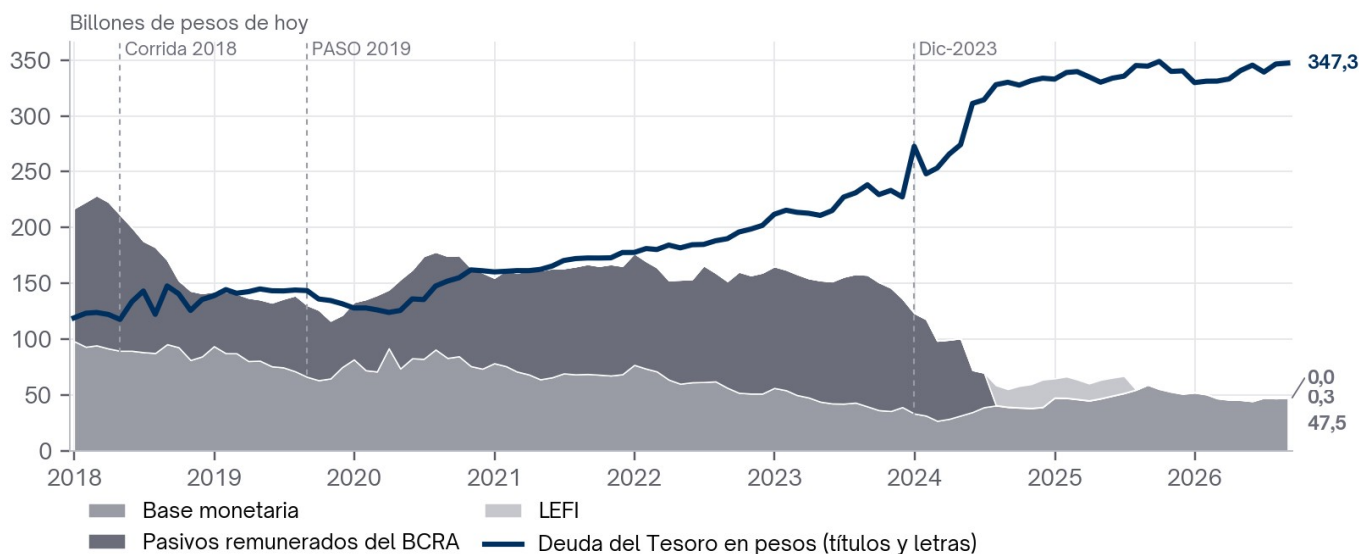
3. Columna en pesos: el cuasidinero remunerado cambió de emisor

En diciembre de 2017 los pasivos remunerados del BCRA (entonces LEBAC) sumaban \$119 billones a precios de hoy, por encima de la base monetaria (\$98 billones). En noviembre de 2023, ya en pases y LELIQ, eran \$97 billones. Hoy son prácticamente nulos (\$0,3 billones). En el mismo recorrido la deuda en pesos del Tesoro pasó de \$119 billones a \$227 billones y a \$347 billones.

La deuda del sector público en pesos que paga interés y hace de cuasidinero bajó un escalón en la jerarquía: dejó de ser un pasivo del Central (LEBAC, LELIQ y pases pasivos), cercano al dinero, para convertirse en títulos del Tesoro (LECAP y BONCAP), que forman parte de la capa de crédito. Las LEFI ocuparon el tramo intermedio entre julio de 2024 y julio de 2025. El cambio no es neutral para la elasticidad: mientras los bancos tenían un activo del BCRA de liquidez inmediata, los préstamos al sector privado competían con una colocación sin riesgo de liquidación; con esa deuda en el Tesoro, la liquidez de sus títulos depende de que el Central acepte recomprarlos o tomarlos en garantía.

Gráfico 5

Pasivos del BCRA y deuda en pesos del Tesoro



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Pesos a precios de agosto de 2026.

La base monetaria a precios de hoy cayó de \$98 billones en diciembre de 2017 a \$39 billones en noviembre de 2023 y se ubica en \$47,5 billones. Equivale al 4,8% del PIB, contra 9,4% al inicio de la serie: el vértice en pesos de la pirámide tiene hoy la mitad del tamaño relativo que tenía en 2017.

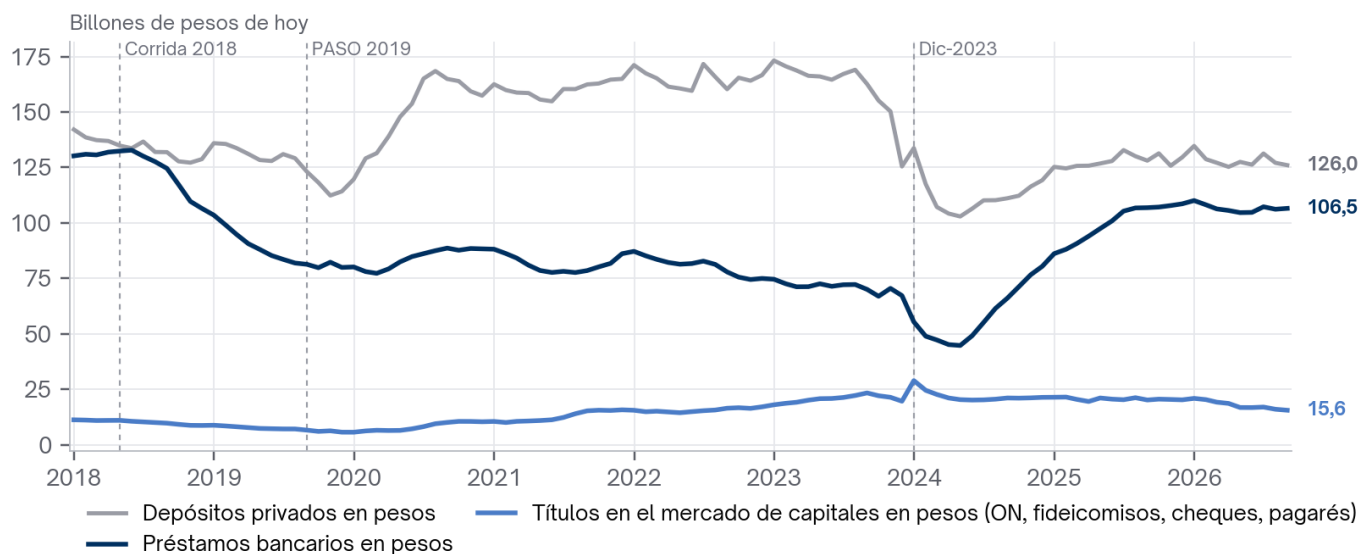
4. El crédito privado en pesos

Los préstamos bancarios en pesos al sector privado tocaron un mínimo de \$44,8 billones a precios de hoy en abril de 2024, contra \$130 billones en diciembre de 2017. Para diciembre de 2025 habían vuelto a \$110 billones y en agosto se ubican en \$106,5 billones. Los depósitos privados en pesos no acompañaron: suman \$126 billones, por debajo de los \$142 billones de 2017.

La expansión se financió recomponiendo el activo de los bancos (menos pasivos del BCRA y LEFI, más préstamos), con depósitos que no crecieron. El resultado es un ratio de préstamos a depósitos en pesos de 84,5%, contra 41,4% en diciembre de 2023 y un máximo de 99,4% en mayo de 2018. Con ese nivel, para prestar más en pesos los bancos necesitan que crezcan los depósitos o conseguir liquidez del Central.

Gráfico 6

Crédito al sector privado y depósitos en pesos



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Pesos a precios de agosto de 2026. El mercado de capitales incluye ON en pesos, UVA y dólar linked, fideicomisos, cheques, pagarés y facturas de crédito.

El mercado de capitales en pesos es chico frente a los bancos: \$15,6 billones a precios de hoy, de los cuales las ON dólar linked explican \$6,9 billones. Cheques, pagarés y facturas giran rápido (plazos de uno a cuatro meses) y su stock se mueve con el volumen negociado más que con nuevas emisiones.

5. Columna en dólares

Los préstamos bancarios en dólares pasaron de USD 3.400 millones en diciembre de 2023 a USD 25.500 millones. Los depósitos en dólares crecieron de USD 15.800 millones a USD 40.900 millones, y el ratio de préstamos a depósitos subió de 21,6% a 62,3%. Como contrapartida, los encajes en el BCRA cubren en promedio del mes el 38,3% de los depósitos en dólares, cerca del mínimo de la serie (37,2% en septiembre de 2019), contra 80,4% en febrero de 2022.

El stock de ON en dólares del sector privado no financiero (ley local y extranjera) creció de USD 15.100 millones a USD 35.800 millones. Las emisiones sumaron USD 11.800 millones en 2024 y USD 14.200 millones en 2025. El crédito comercial del exterior, que había crecido con el cepo hasta USD 62.500 millones en diciembre de 2023, bajó a USD 56.300 millones.

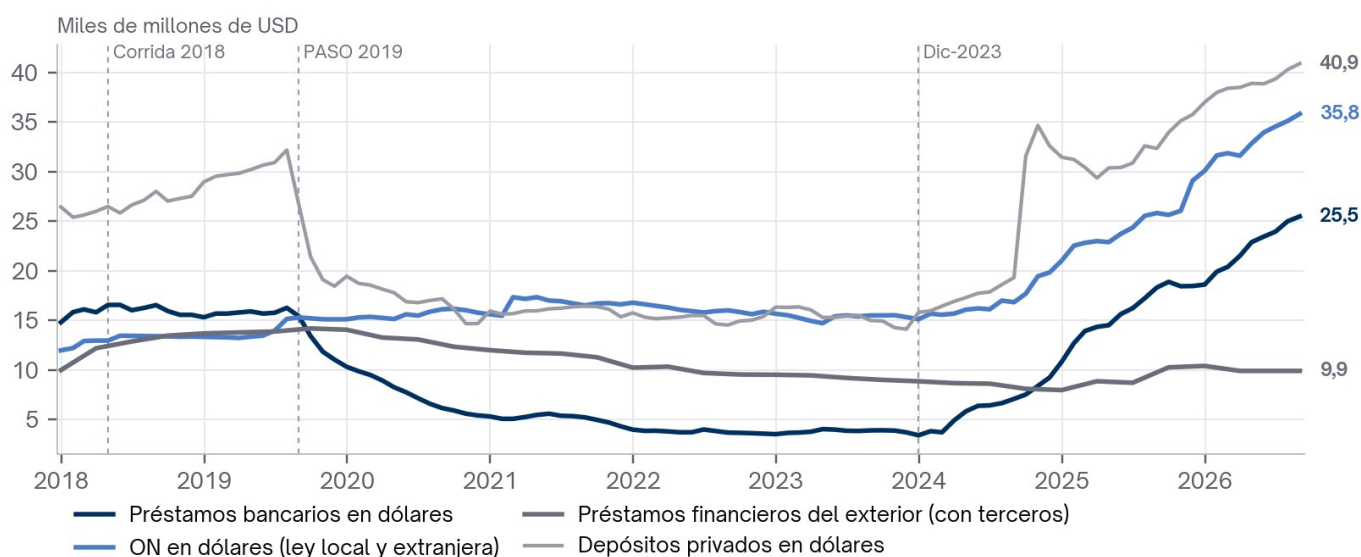
En una corrida, esta columna sube por la jerarquía igual que la de pesos. El depósito en dólares es una promesa del banco, y el ahorrista que desconfía la cambia por el billete o por una cuenta en el exterior. La diferencia es que nadie en el sistema emite el activo de arriba: el BCRA puede darle pesos sin límite a un banco, pero dólares sólo hasta donde le alcancen las reservas, y un retiro de dólares no tiene un

precio que lo frene. En agosto de 2026, los encajes en el BCRA y el efectivo de los bancos cubrían el 47,8% de los depósitos en dólares, el nivel más bajo desde 2007; el resto estaba prestado. Entre julio y diciembre de 2019 salió el 43% de los depósitos en dólares. Una salida así hoy usaría casi toda esa liquidez, y lo que faltara lo tendrían que cubrir los bancos cobrando préstamos o el BCRA con sus reservas. A medida que crecen los préstamos en dólares, la columna gana elasticidad y pierde respaldo.

En esta columna el orden de la jerarquía se invierte respecto de la columna en pesos. Ni el Tesoro ni las provincias emiten dólares: para pagar tienen que comprarlos. El mercado hoy ordena el riesgo por acceso a la moneda, con los emisores corporativos que generan dólares por delante de los bonos provinciales y estos por delante del soberano.

Gráfico 7

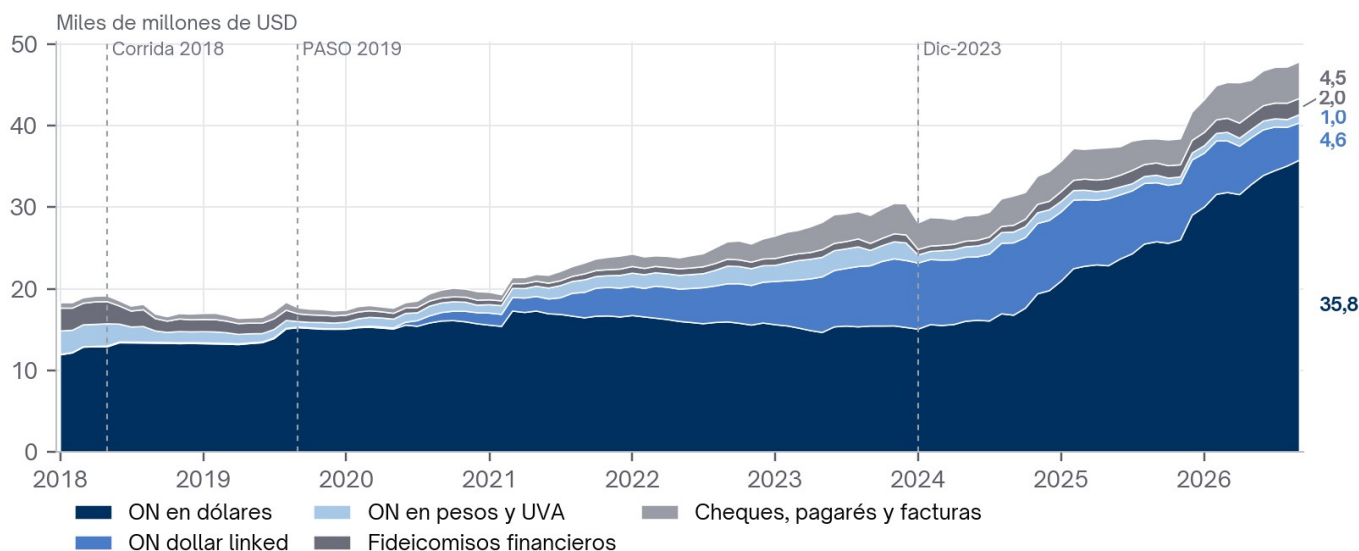
Crédito al sector privado en dólares por canal y depósitos en dólares



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC.

Gráfico 8

Financiamiento del sector privado no financiero en el mercado de capitales



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Stock estimado a partir de las emisiones y la negociación informadas por CNV.

6. La elasticidad del crédito privado, paso a paso

Elasticidad quiere decir algo simple: cuánto puede estirarse el crédito cuando la economía lo pide. Para medirla hay que contestar una sola pregunta: ¿cuánto crédito nuevo recibieron las empresas y las familias en los últimos doce meses?

La respuesta no sale de mirar el stock, porque el stock también cambia por motivos que no son crédito. En pesos, por la inflación: un préstamo que nadie tocó vale cada mes menos pesos de hoy. En dólares, por el tipo de cambio: si una empresa debe USD 1 millón y el dólar sube, su deuda medida en pesos crece aunque no haya pedido nada nuevo. Por eso el indicador suma dos cosas: lo que creció la deuda en pesos por encima de la inflación y lo que creció la deuda en dólares medida en dólares. Esa suma se divide por el PIB para compararla con el tamaño de la economía. Acá se incluyen todos los canales: préstamos bancarios, títulos en el mercado de capitales, y préstamos y crédito comercial del exterior.

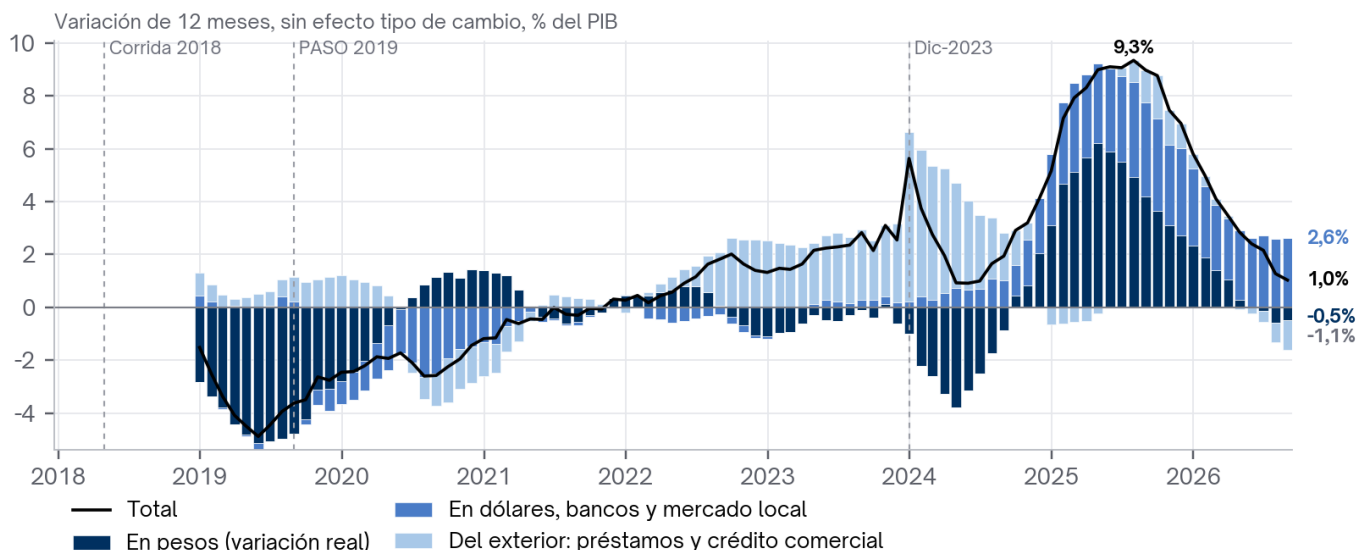
El Gráfico 9 muestra el indicador y lo separa en tres partes: el crédito en pesos, el crédito en dólares de bancos y mercado local, y los préstamos y el crédito comercial del exterior, que están todos en dólares. Se ven tres etapas. Entre 2019 y 2021 el indicador fue negativo, con un piso de -4,9% del PIB en mayo de 2019: las empresas devolvían más crédito del que tomaban, sobre todo en pesos. Entre 2022 y 2023 fue positivo, pero por el exterior: con el cepo, el crédito comercial y los préstamos del exterior sumaron entre 2,2 y 3,0 puntos del PIB por año, mientras el crédito doméstico en pesos se achicaba. Desde 2024

el crédito nuevo subió hasta 9,3% del PIB en julio de 2025, casi una décima parte de la economía en un año, con bancos y mercado local prestando en las dos monedas, y desde entonces se frena: en agosto es 1,0% del PIB.

El motor del crédito cambió de moneda. En el pico de julio de 2025, los 9,3 puntos del PIB de crédito nuevo se repartían en 4,9 en pesos, 3,6 en dólares de bancos y mercado local y 0,8 del exterior. Desde entonces el crédito en pesos se frenó y desde junio de 2026 es negativo; el crédito en dólares de bancos y mercado local, en cambio, se mantuvo entre 2,3% y 3,6% del PIB. En agosto, el 1,0% del PIB de crédito nuevo resulta de 2,6 puntos en dólares de bancos y mercado local, -0,5 en pesos y -1,1 del exterior. Con el exterior, las empresas cancelan más deuda de la que toman. Medido en su propia unidad, el crédito doméstico en pesos cae 3,9% real interanual y el crédito doméstico en dólares crece 39,1%.

Gráfico 9

Crédito nuevo al sector privado en los últimos 12 meses, por moneda y origen



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Bancos y mercado local: préstamos bancarios y títulos en el mercado de capitales. Exterior: préstamos y crédito comercial, dato trimestral. Deuda en pesos: variación real; deuda en dólares: variación en dólares, valuada al tipo de cambio de cada mes y a precios de hoy.

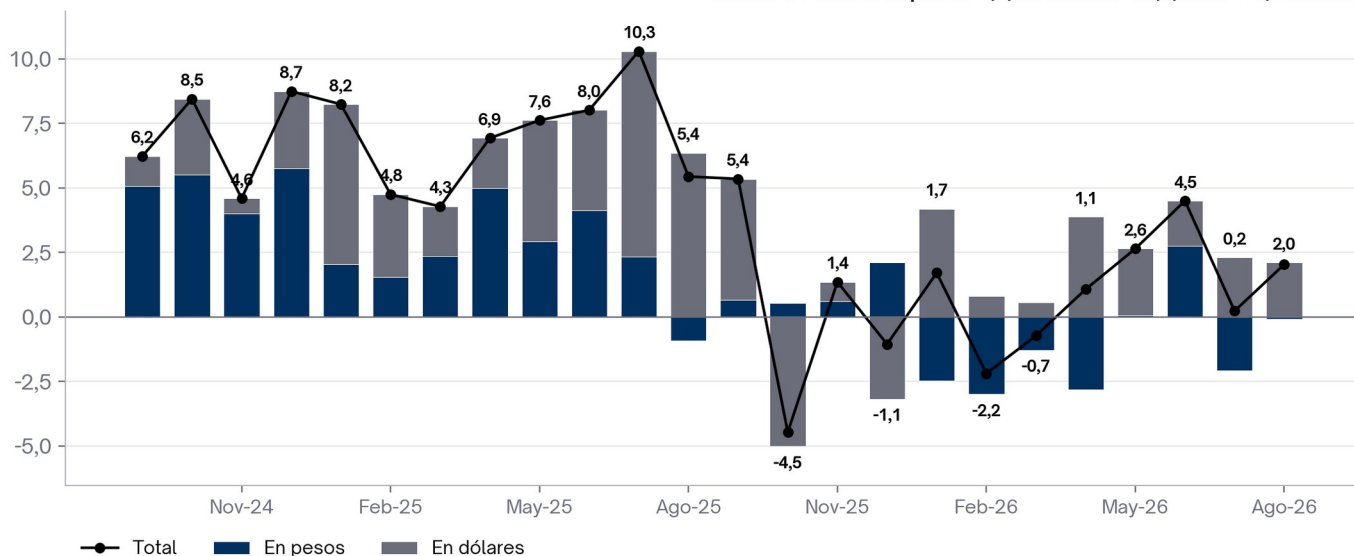
El indicador de doce meses suaviza los cambios de tendencia. Mes a mes, el crédito nuevo se mide igual (variación real del stock en pesos y variación en dólares del stock en dólares, valuada en pesos de hoy) y muestra antes dónde está el giro. En agosto sumó \$2,0 billones: \$2,1 billones en dólares y -\$0,1 billones en pesos. En los últimos doce meses el crédito en pesos cayó en 6 meses, mientras el crédito en dólares creció en 10 de los doce (Gráfico 10). Por canal, los préstamos bancarios explican la mayor parte del movimiento mensual; los títulos en el mercado de capitales suman de a poco, y los préstamos y el crédito comercial del exterior, que se publican por trimestre, se suponen sin cambios en los meses posteriores al último dato (Gráfico 11).

Gráfico 10

Crédito nuevo al sector privado en el mes, por moneda

Billones de pesos de hoy por mes. Pesos: variación real del stock; dólares: variación del stock en USD, sin efecto tipo de cambio.

Últimos 12 meses: en pesos -4,9; en dólares +15,5; total +10,5 billones



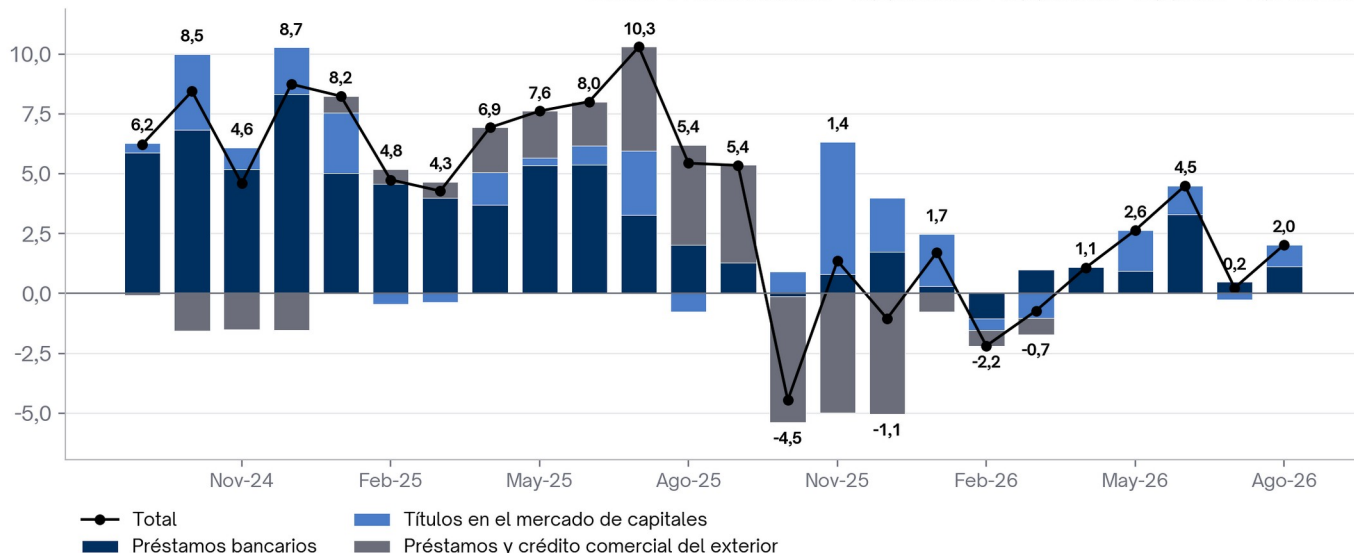
Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, MECON e INDEC. Crédito = deuda financiera (préstamos y títulos de deuda) + deuda comercial (crédito comercial). Préstamos: contratos con un banco o un acreedor del exterior. El financiamiento del exterior es trimestral: su variación se reparte en partes iguales entre los meses del trimestre y desde el último dato (1T26) se supone sin cambios.

Gráfico 11

Crédito nuevo al sector privado en el mes, por canal

Billones de pesos de hoy por mes. Pesos: variación real del stock; dólares: variación del stock en USD, sin efecto tipo de cambio.

Últimos 12 meses: bancos +10,9; mercado +12,9; exterior -13,3; total +10,5 billones



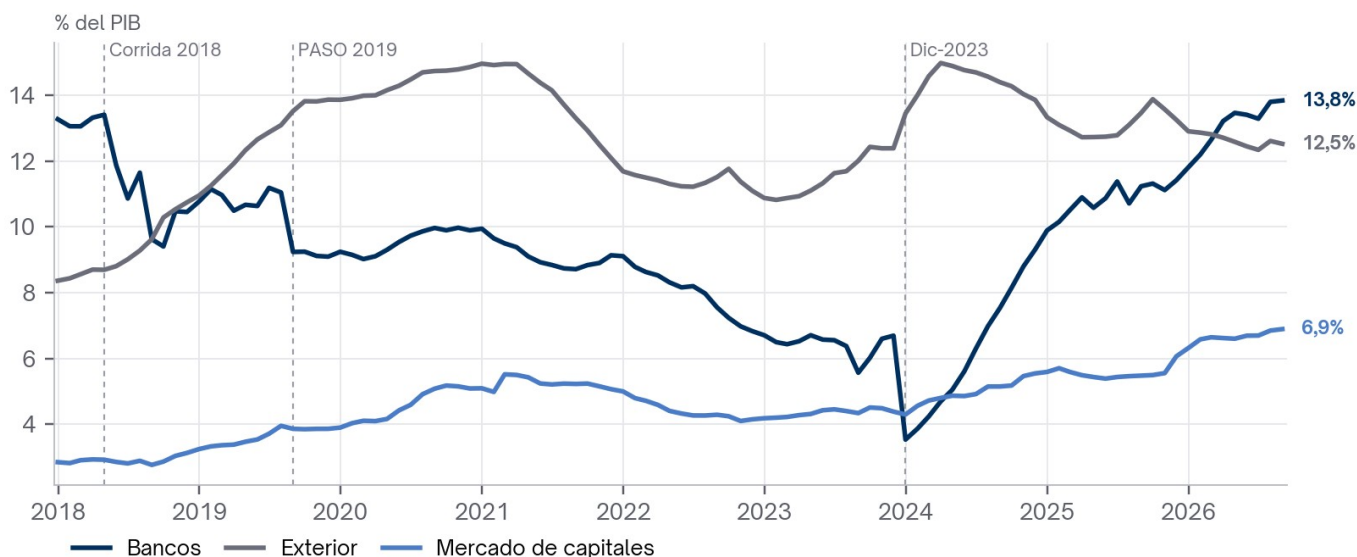
Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, MECON e INDEC. Crédito = deuda financiera (préstamos y títulos de deuda) + deuda comercial (crédito comercial). Préstamos: contratos con un banco o un acreedor del exterior. El financiamiento del exterior es trimestral: su variación se reparte en partes iguales entre los meses del trimestre y desde el último dato (1T26) se supone sin cambios.

¿Quién financió? Sobre todo los bancos. Sus préstamos al sector privado pasaron del 6,7% del PIB en noviembre de 2023, antes de la devaluación, al 13,8%, apenas por encima del 13,3% de diciembre de

2017. El financiamiento con títulos en el mercado de capitales creció más despacio, del 4,4% al 6,9% del PIB. El financiamiento del exterior (préstamos y crédito comercial) equivale al 12,5% del PIB, y más de la mitad es entre empresas del mismo grupo.

Gráfico 12

Crédito al sector privado no financiero por canal



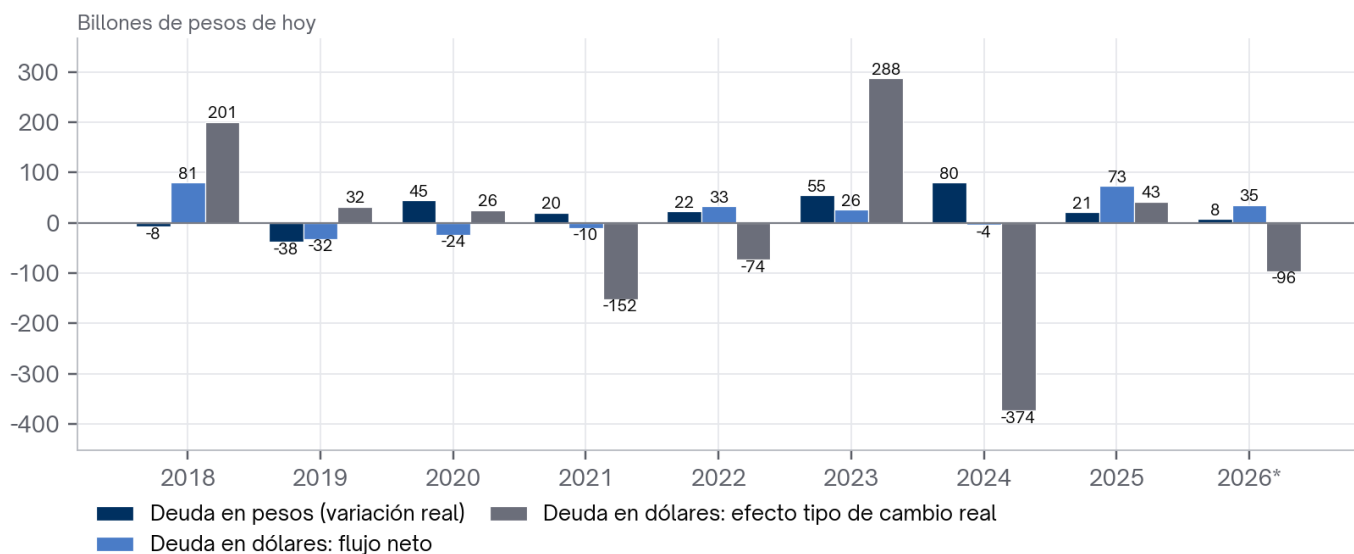
Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. PIB en dólares al tipo de cambio oficial promedio de 12 meses.

El stock y el crédito nuevo miden cosas distintas, y en agosto se mueven en direcciones opuestas. A precios en pesos de hoy, el crédito al sector privado bajó \$25,6 billones en doce meses (-6,8%), aunque en el mismo período empresas y familias tomaron \$10,5 billones de crédito nuevo. La diferencia, \$36,1 billones, es el cambio de valor de la deuda en dólares medido en pesos de hoy. Una deuda de USD 1 millón equivalía en agosto de 2025 a \$1.768 millones de hoy y en agosto de 2026 a \$1.509 millones, 14,6% menos, porque el tipo de cambio subió menos que los precios internos: el tipo de cambio real bajó. Con USD 149.900 millones de deuda privada en dólares, esa caída del tipo de cambio real restó al stock medido en pesos de hoy mucho más de lo que sumó el crédito nuevo.

El Gráfico 13 separa, año por año y para toda la capa de crédito (incluido el sector público), las tres fuerzas que mueven el stock: el cambio real de la deuda en pesos (azul oscuro), el endeudamiento nuevo en dólares (celeste) y el cambio de valor de la deuda en dólares por el tipo de cambio real (ocre). La barra ocre mide precio: en 2018 sumó \$201 billones de pesos de hoy y en 2023, \$288 billones: las devaluaciones agrandaron la deuda sin que nadie se endeudara más. En 2024 restó \$374 billones, por la apreciación real del peso.

Gráfico 13

Qué movió la capa de crédito consolidada cada año



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. 2026: enero a agosto.

7. El crédito privado en pesos y en dólares, en conjunto

Una empresa elige en qué moneda endeudarse y un banco decide en qué moneda prestar, así que el crédito privado es uno solo, con dos monedas. Para sumarlas hace falta una unidad común: el dólar al tipo de cambio de cada mes.

El crédito privado doméstico reúne los préstamos bancarios y los títulos de deuda colocados en el mercado de capitales local (ON, fideicomisos, cheques, pagarés y facturas), en pesos y en dólares. Quedan afuera los préstamos y el crédito comercial del exterior, que suman USD 86.900 millones, el 37,7% del crédito al sector privado y el 12,5% del PIB. Van aparte por tres motivos: están todos en dólares, así que no hay una elección de moneda que analizar; el 61% es deuda entre empresas de un mismo grupo, que responde a decisiones de la casa matriz más que a las condiciones del mercado local; y el dato es trimestral, con último registro en el primer trimestre de 2026. Con el exterior, el dólar es el 65,0% del crédito al sector privado.

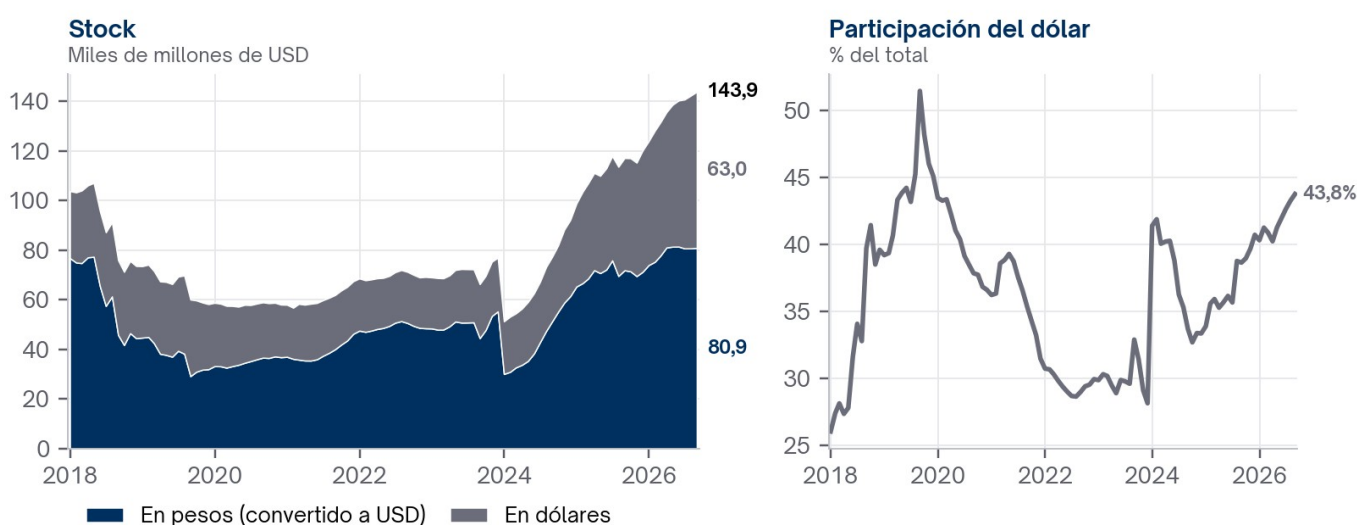
A fines de agosto el crédito privado doméstico sumaba USD 143.900 millones: USD 80.900 millones en pesos y USD 63.000 millones en dólares. Es 1,9 veces el de noviembre de 2023 (USD 77.000 millones), el último mes antes del cambio de gobierno, y 2,8 veces el de diciembre de 2023 (USD 51.300 millones), cuando la devaluación había achicado la parte en pesos medida en dólares. También supera el nivel de diciembre de 2017 (USD 103.800 millones). En relación al PIB pasó del 15,5% en diciembre de 2024 al

20,7%, y toda la diferencia con 2017 (16,1%) está en la parte en dólares: 9,1% del PIB hoy, contra 4,2% entonces.

El dólar ya explica el 43,8% del crédito privado doméstico, contra 26,1% en diciembre de 2017. Ese porcentaje también se mueve con el tipo de cambio: en cada devaluación la parte en pesos se achica medida en dólares y la participación del dólar salta, como en 2019 y en diciembre de 2023. La suba de los últimos dos años, en cambio, ocurrió con el peso apreciándose en términos reales, así que refleja crédito nuevo en dólares.

Gráfico 14

Crédito privado doméstico: stock por moneda y participación del dólar



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Bancos y mercado de capitales; pesos convertidos al tipo de cambio A3500 de fin de mes.

Las dos monedas chocan con límites distintos. En pesos, los préstamos ya equivalen al 84,5% de los depósitos, los depósitos no crecen en términos reales y la morosidad de las familias, cerca del 13% de la cartera a mitad de año, llevó a los bancos a recortar las líneas de consumo. En dólares hay margen: los préstamos son el 62,3% de los depósitos, que suman USD 40.900 millones, y desde agosto los bancos pueden prestar dólares también a empresas que no los generan, hasta el 15% de esos depósitos.

La sustitución tiene un costo en términos de jerarquía. Detrás de un préstamo bancario en pesos hay un BCRA que puede darle liquidez al banco; detrás de un préstamo bancario en dólares, no. Si un deudor sin ingresos en dólares no puede pagar, el ajuste lo absorbe primero el banco y, en última instancia, las reservas que respaldan los depósitos en dólares. Un crédito privado que crece sólo en dólares es más elástico mientras entran dólares y más frágil cuando dejan de entrar.

Tabla 2. Crédito privado doméstico en pesos y en dólares

Fin de período	En pesos (mill. USD)	En dólares (mill. USD)	Total (mill. USD)	Dólares / total (%)	Total / PIB (%)	Crédito nuevo doméstico 12 m: pesos (% PIB)	Crédito nuevo doméstico 12 m: dólares (% PIB)	Crédito nuevo doméstico 12 m: total (% PIB)
Dic-17	76.773	27.048	103.820	26,1	16,1	s/d	s/d	s/d
Dic-19	33.188	25.553	58.741	43,5	13,1	-2,8	-0,9	-3,7
Dic-21	47.502	21.089	68.590	30,7	14,1	0,4	0,0	0,5
Dic-23	30.025	21.232	51.257	41,4	7,8	-1,0	0,2	-0,8
Dic-24	65.295	33.500	98.795	33,9	15,5	3,1	2,7	5,8
Dic-25	73.959	49.999	123.958	40,3	18,1	2,3	2,9	5,2
Ago-26	80.900	63.007	143.907	43,8	20,7	-0,5	2,6	2,1

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Bancos y mercado de capitales.

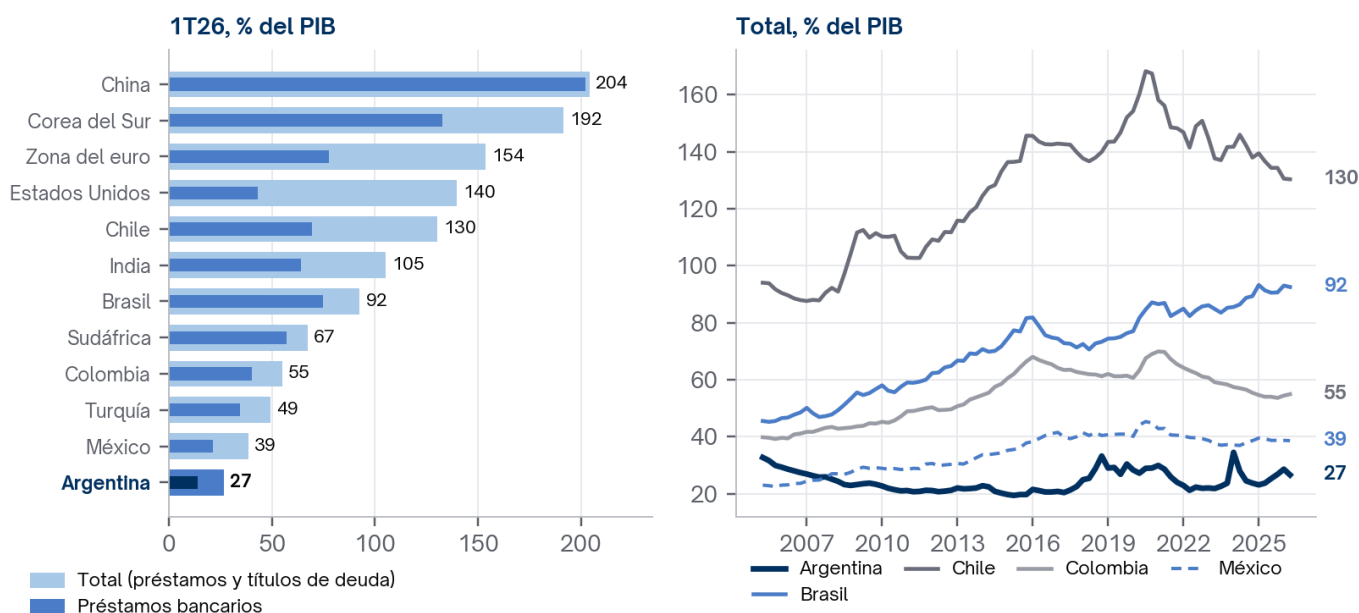
8. El crédito privado en la comparación internacional

El Banco de Pagos Internacionales (BIS) publica, con una misma definición para más de cuarenta economías, el crédito al sector privado no financiero: préstamos y títulos de deuda, de acreedores locales y del exterior, como porcentaje del PIB. En el primer trimestre de 2026 Argentina registra 26,6% del PIB, el nivel más bajo de la muestra. México tiene 38,6%, Colombia 54,9%, Brasil 92,5% y Chile 130,3%; en Estados Unidos el ratio es 139,7% y en la zona del euro, 153,5%.

La medición del BIS es congruente con la de este informe. Si al crédito al sector privado se le quita el crédito comercial del exterior, que el BIS no incluye, el ratio de marzo es 24,3% del PIB, contra 26,6% del BIS; la diferencia restante se explica por el PIB que usa cada uno (el BIS lo mide en pesos y el informe, en dólares al tipo de cambio promedio de 12 meses). A fines de agosto, con el crédito comercial, el ratio de este informe es 33,3% del PIB.

Gráfico 15

Crédito al sector privado no financiero: Argentina frente a otras economías



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a Banco de Pagos Internacionales (BIS), Total credit statistics. Préstamos y títulos de deuda de todos los acreedores; préstamos bancarios: crédito de bancos locales.

La brecha es más profunda en los préstamos bancarios: 13,9% del PIB en Argentina, contra 21,4% en México, 40,1% en Colombia, 69,5% en Chile y 74,9% en Brasil. La serie argentina, además, casi no tiene tendencia: arrancó 2005 en 32,7% y en veinte años no superó el 35%. Los saltos de 2018 y de fines de 2023 (34,5%) los explica la devaluación, que agranda la deuda en dólares medida en pesos; un año después, con el peso apreciado, el ratio había vuelto a 23,1%.

Para alcanzar el nivel de México el crédito privado tendría que sumar unos 12 puntos del PIB, algo más que un año al mayor ritmo de crédito nuevo de la serie (9,3% del PIB en doce meses). El límite está en el fondeo: en las economías con más crédito, los depósitos y el ahorro de largo plazo en moneda local (fondos de pensión, aseguradoras, fondos comunes) son varias veces más grandes que en Argentina. Sin una base de pasivos en pesos que crezca, la convergencia sólo puede venir del dólar.

9. Quién sostiene la liquidez de los títulos privados

Entre los depósitos y los títulos privados hay una capa intermedia: la de los agentes que hacen mercado. Los fondos comunes de inversión (FCI) emiten cuotapartes que se rescatan en el día o en 24 horas, una promesa de pago casi tan líquida como un depósito, y con esos fondos compran títulos o prestan en caución. Las AlyC y el mercado de cauciones, a su vez, permiten a quien tiene un título tomar pesos

contra él sin venderlo. De esta capa depende que un cheque, un pagaré o una ON se puedan vender o financiar en el momento, es decir, que estén cerca del dinero.

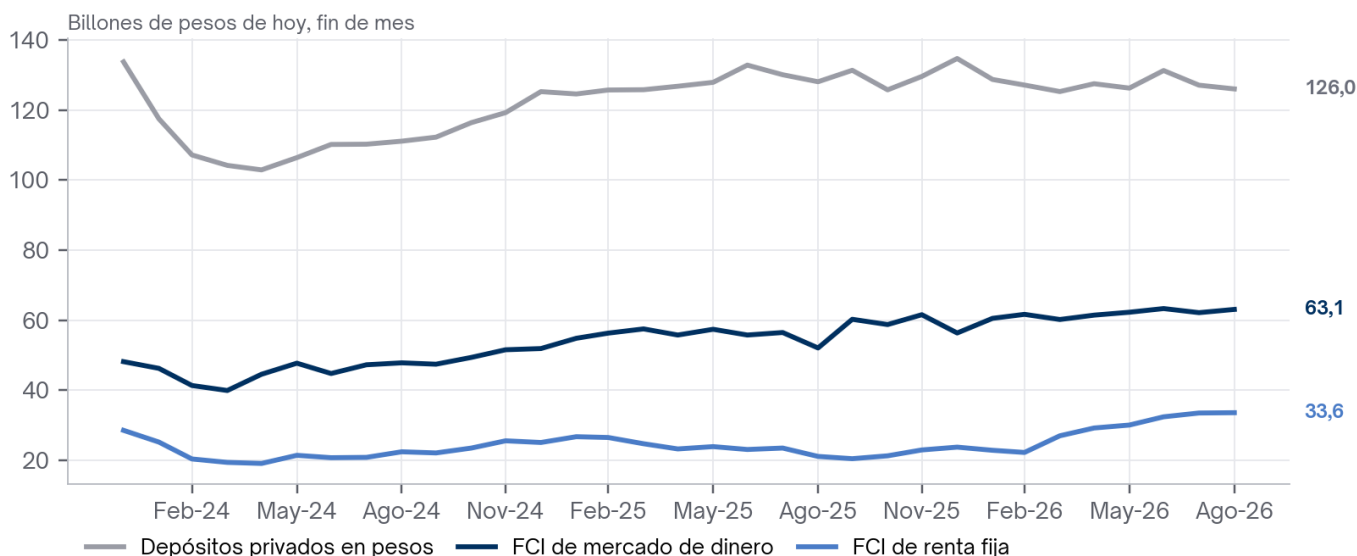
La capa creció más que los depósitos. A fines de agosto los FCI de mercado de dinero administraban \$63,1 billones y los de renta fija \$33,6 billones, contra \$126,0 billones de depósitos privados en pesos. Medidos a precios de hoy, desde diciembre de 2023 los primeros crecieron 31% y los segundos 18%, mientras los depósitos caían 6%. La suba de los fondos de renta fija se concentra en 2026: desde marzo sumaron \$6,6 billones.

El patrimonio de un fondo cambia por dos vías: las suscripciones netas de rescates, que son dinero nuevo, y el rendimiento de su cartera. En estos fondos, todo el crecimiento real vino de las suscripciones. A precios en pesos de hoy, desde diciembre de 2023 el patrimonio de los fondos de mercado de dinero creció \$14,9 billones: las suscripciones netas aportaron \$29,7 billones y el rendimiento restó \$14,8 billones, porque durante 2024 las tasas quedaron por debajo de la inflación. En los de renta fija la cuenta es parecida: \$5,0 billones de aumento real, con \$10,2 billones de suscripciones netas y un rendimiento real negativo de \$5,1 billones. En 2026, el 69% de la suba nominal de los fondos de renta fija fueron suscripciones.

No todo el patrimonio está en pesos. Al 16 de octubre de 2026, los fondos en dólares explicaban el 20% del patrimonio de los de mercado de dinero (USD 8.300 millones) y el 36% del de los de renta fija (USD 8.100 millones). Juntos suman USD 16.300 millones, cerca del 40% de los depósitos privados en dólares: el ahorro en dólares también pasa por esta capa. Frente a los depósitos en pesos, la comparación pertinente es con los fondos en pesos, que administraban \$52,2 billones en mercado de dinero y \$22,3 billones en renta fija. En los fondos en dólares, el rendimiento medido en pesos incluye además la variación del tipo de cambio.

Gráfico 16

Fondos comunes de mercado de dinero y de renta fija frente a los depósitos en pesos



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a CAFCI y BCRA. Patrimonio de los FCI abiertos (incluye clases en dólares valuadas en pesos); pesos a precios de agosto de 2026.

Las capas no se suman, porque se apoyan una en la otra. Los fondos de mercado de dinero tenían en agosto el 57% de su cartera en plazos fijos y el 25% en cuentas a la vista, es decir, en depósitos bancarios; el 12% (\$7,6 billones) estaba colocado en cauciones y el 1% en pases. Esas cauciones son el fondeo de quienes toman pesos con títulos en garantía, y es la parte de la capa que el nuevo esquema de garantías de BYMA Clearing busca ensanchar.

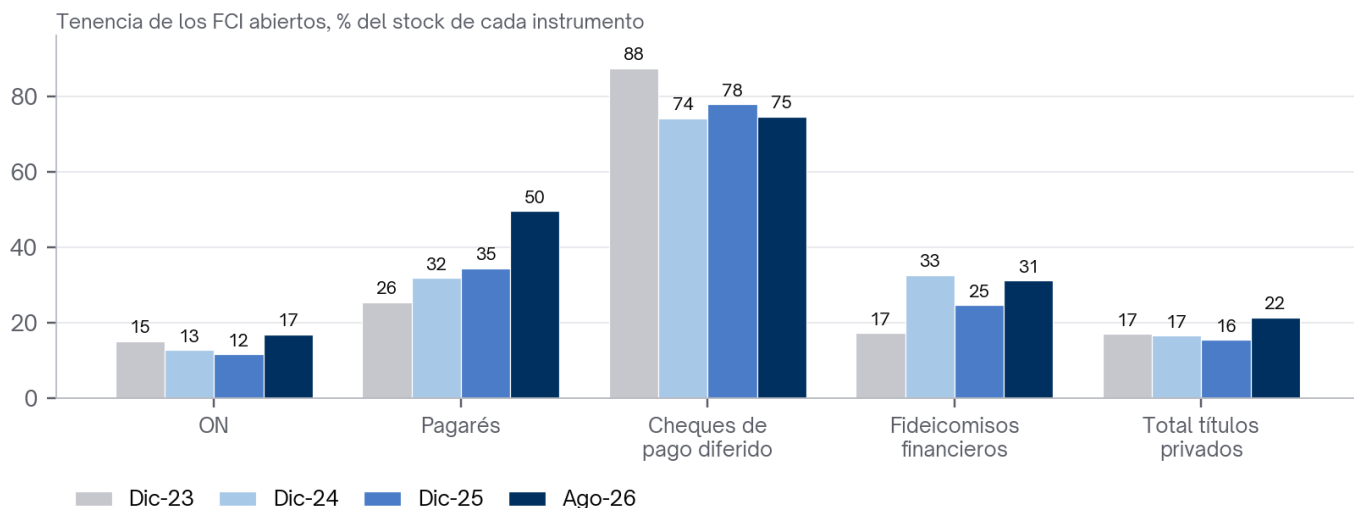
La caución, a su vez, quedó acotada por dos regulaciones. Del lado colocador, desde diciembre de 2025 la CNV limita al 20% del patrimonio la inversión en cauciones de los fondos de mercado de dinero: su tenencia bajó de \$9,4 billones en marzo (16,7% de la cartera) a \$7,6 billones en agosto (11,9%), y el lugar lo ocuparon los plazos fijos, que pasaron de \$28,5 a \$36,5 billones. Del lado tomador, desde mayo de 2026 la CNV exige a las ALyC que su pasivo financiero no supere cinco veces el excedente de su patrimonio neto sobre el mínimo exigido (con una transición desde ocho veces), lo que redujo su demanda de fondeo en caución. Las cauciones no se suman a la capa de crédito porque financian posiciones en títulos que ya están contados. La excepción son las empresas no financieras que toman caución con sus propias tenencias para financiar capital de trabajo: es crédito al sector privado que la capa de crédito no capta, aunque los datos públicos no permiten identificar al tomador y separar esa porción.

La otra mitad de la capa son los fondos que compran títulos privados. A fines de agosto los FCI abiertos tenían el 22% del stock de títulos privados estimado en este informe, contra 16% en diciembre de 2025. La proporción cambia mucho por instrumento: 17% de las ON, 50% de los pagarés, 31% de los

fideicomisos y 75% de los cheques de pago diferido. Las ON en dólares tienen una base de inversores directos amplia; el papel de corto plazo de las PyME, en cambio, depende de los fondos.

Gráfico 17

Títulos privados en cartera de los fondos comunes de inversión



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a CAFCI y CNV. Carteras informadas a fin de año (2026: agosto) sobre el stock estimado de cada instrumento, valuado en pesos al tipo de cambio de fin de mes. Los stocks de cheques y facturas son estimaciones y los porcentajes son orientativos.

Esta capa tiene su propia disciplina. Un fondo que promete rescates en 24 horas y tiene en cartera cheques a 90 días resuelve la diferencia de plazo con liquidez propia o vendiendo. Si los cuotapartistas rescatan en masa, los fondos venden títulos y el precio de esos títulos cae aunque el emisor siga pagando. La elasticidad del financiamiento de corto plazo de las empresas depende, entonces, de que esta capa tenga a su vez acceso a liquidez: depósitos que crezcan, cauciones con garantías amplias y, en última instancia, un BCRA que dé liquidez a los bancos contra los títulos públicos que los fondos y los bancos tienen en cartera.

10. Dónde aparece la disciplina

En pesos, el límite está en el balance bancario. Con préstamos equivalentes al 84,5% de los depósitos, los préstamos bancarios ya no pueden crecer recomponiendo activos: necesitan más depósitos, que dependen de cuántos pesos dejen en los bancos el BCRA y el Tesoro, o liquidez del BCRA contra títulos del Tesoro. El freno del crédito nuevo en pesos desde mediados de 2025 es consistente con ese techo.

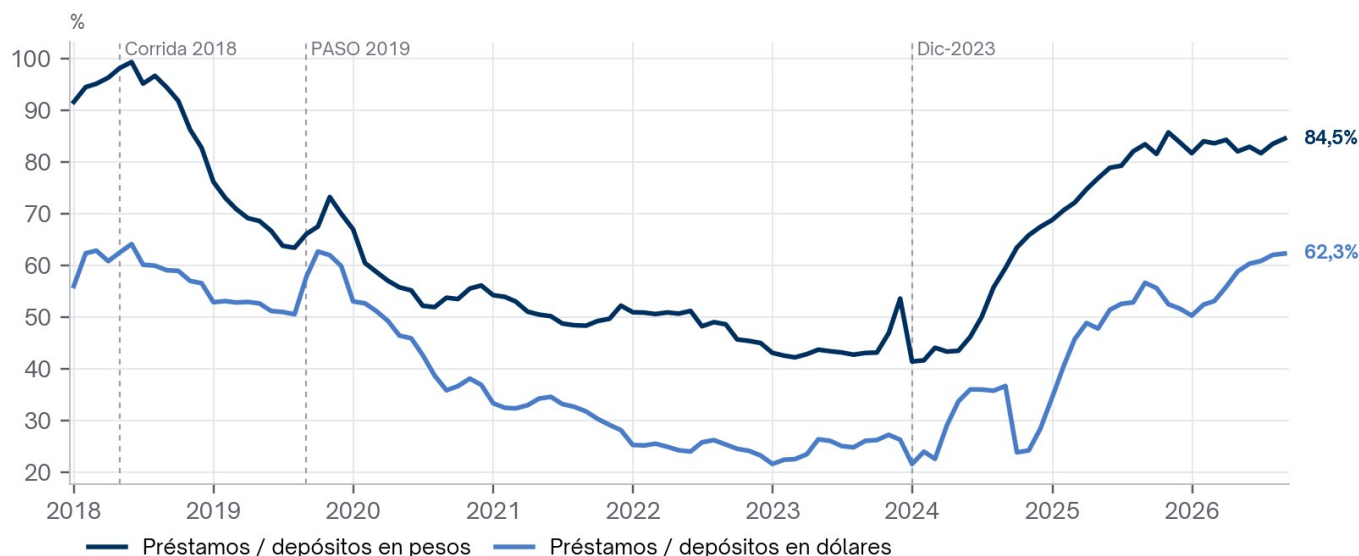
En dólares, el límite es más duro porque nadie en el sistema emite la moneda. Cada préstamo bancario en dólares sale del colchón de liquidez de los bancos; con encajes que cubren el 38,3% de los depósitos, el respaldo último son las reservas del BCRA (USD 48.300 millones brutos y USD 10.200 millones netos).

a fin de agosto). El crédito corporativo en el mercado, en cambio, se fondea con dólares que ya circulan y su restricción es de precio: la tasa a la que el inversor acepta tener el título.

En el sector público, la deuda del Tesoro en pesos (33,2% del PIB) depende de la renovación con bancos y fondos, y la deuda en moneda extranjera con organismos internacionales llega a USD 97.100 millones.

Gráfico 18

Préstamos / depósitos del sector privado, en pesos y en dólares



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC.

Tabla 3. Indicadores de elasticidad y disciplina

Fin de período	Préstamos / depósitos en pesos (%)	Préstamos / depósitos en dólares (%)	Encajes / depósitos en dólares (%)	Sector privado / PIB (%)	Tesoro / PIB (%)	Capa de crédito / PIB (%)	Capa de crédito (mill. USD)
Dic-17	91,6	56,0	55,4	24,5	37,9	66,5	428.423
Dic-18	76,2	52,9	49,0	25,0	51,0	80,6	422.967
Dic-19	67,0	53,0	46,2	27,0	56,6	88,7	396.238
Dic-20	54,2	33,3	72,7	30,0	68,4	104,1	401.082
Dic-21	50,9	25,3	75,3	25,8	57,8	88,4	429.624
Dic-22	43,1	21,6	75,9	21,8	49,8	75,1	475.623
Dic-23	41,4	21,6	63,6	21,3	45,1	69,6	455.488
Dic-24	68,8	34,4	45,3	28,8	61,2	93,3	595.225
Dic-25	81,7	50,3	46,8	31,0	58,0	92,3	631.031
Ago-26	84,5	62,3	38,3	33,3	65,0	101,6	705.210

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC.

11. Los encajes en pesos

El encaje es la parte de cada depósito que el banco no puede prestar: la tiene que mantener en su cuenta en el BCRA o, en la proporción que admite la norma, en títulos públicos. En septiembre de 2026, la exigencia en pesos, neta de deducciones, equivale al 30,7% de los depósitos, y los bancos la integran con el 10,9% en sus cuentas corrientes en el BCRA y el 35,1% en títulos públicos. La integración total, 46,0% de los depósitos, supera la exigencia: la diferencia es liquidez que los bancos mantienen por encima de lo que la norma les pide.

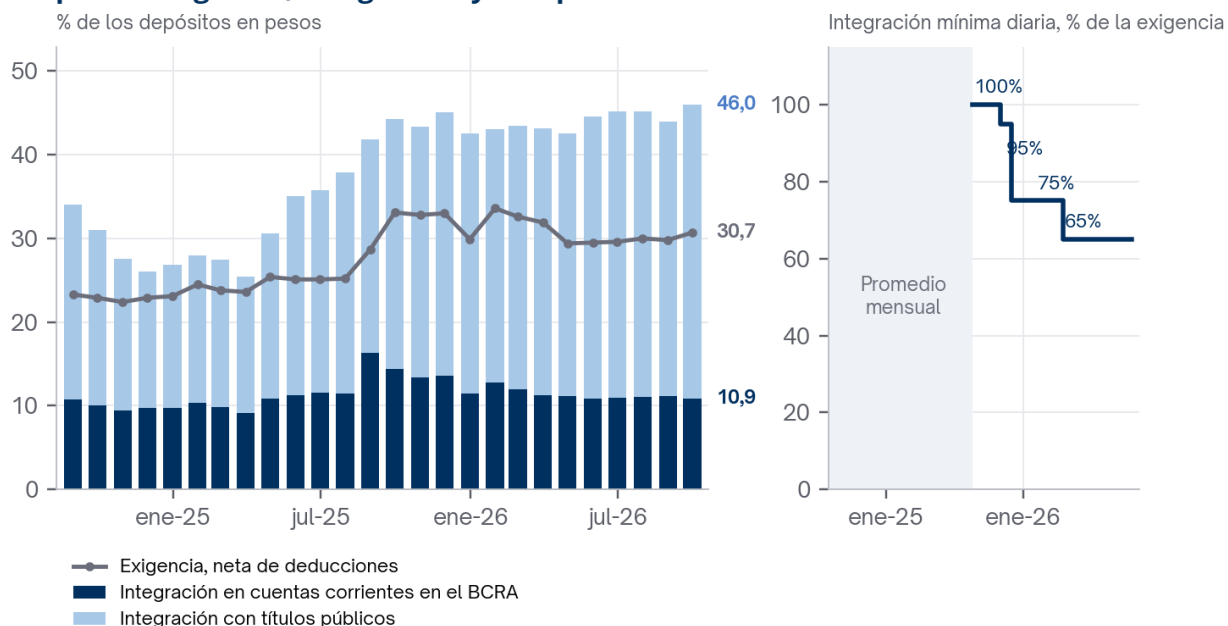
La composición cambió en los últimos dos años (Gráfico 19). Entre agosto de 2024 y julio de 2025 la exigencia se movió entre el 22,4% y el 25,4% de los depósitos. En agosto de 2025, con el endurecimiento previo a las elecciones legislativas, el BCRA subió los encajes de los fondos de mercado de dinero y de las cauciones (Comunicaciones A 8281 y A 8289), sumó 5 puntos transitorios y una suba general de 3,5 puntos integrables con títulos (A 8302 y A 8306), y la exigencia llegó al 33,6% en enero de 2026. Desde entonces bajó al 30,7%, pero la integración con títulos siguió en alza: pasó del 23,2% de los depósitos en agosto de 2024 al 35,1%, mientras la integración en cuentas corrientes volvió al 10,9% después del pico de agosto de 2025 (16,3%). El encaje en especie ganó lugar sobre el encaje en efectivo.

También cambió la forma de cumplirlo. Hasta agosto de 2025 se medía con el promedio de saldos del mes, lo que dejaba a cada banco usar su liquidez dentro del período mientras cumpliera en promedio. Desde el 18 de agosto de 2025 se midió día por día (Comunicación A 8302). En noviembre volvió el promedio mensual con un mínimo diario del 95% de la exigencia (A 8350), en diciembre el mínimo bajó al 75% (A 8355) y desde el 17 de abril de 2026 es del 65% (A 8423). Hoy el encaje sobre los depósitos a la vista de los bancos más grandes es del 45%: 31,5 puntos en efectivo y 13,5 en títulos públicos. En dólares, en septiembre de 2026, la exigencia fue del 24,0% de los depósitos y la integración, del 35,3%.

En la jerarquía, el encaje en títulos es una promesa del Tesoro que el banco usa como reserva de liquidez, y vale como tal mientras el BCRA la acepte. Por eso la composición importa para la elasticidad: cada punto que pasa del efectivo a los títulos libera pesos para prestar, pero ata la liquidez del banco al mercado de deuda pública. Y un cumplimiento más flexible dentro del mes cumple la misma función que un colchón de liquidez: con un mínimo diario del 65%, un banco puede usar en un día de retiros una parte de su encaje sin quedar en falta.

Gráfico 19

Encajes en pesos: exigencia, integración y cumplimiento diario



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA (Informe Monetario Mensual y Comunicaciones A 8302, A 8350, A 8355 y A 8423). Exigencia neta de deducciones e integración, en % de los depósitos totales en pesos, promedio de cada mes, hasta septiembre de 2026.

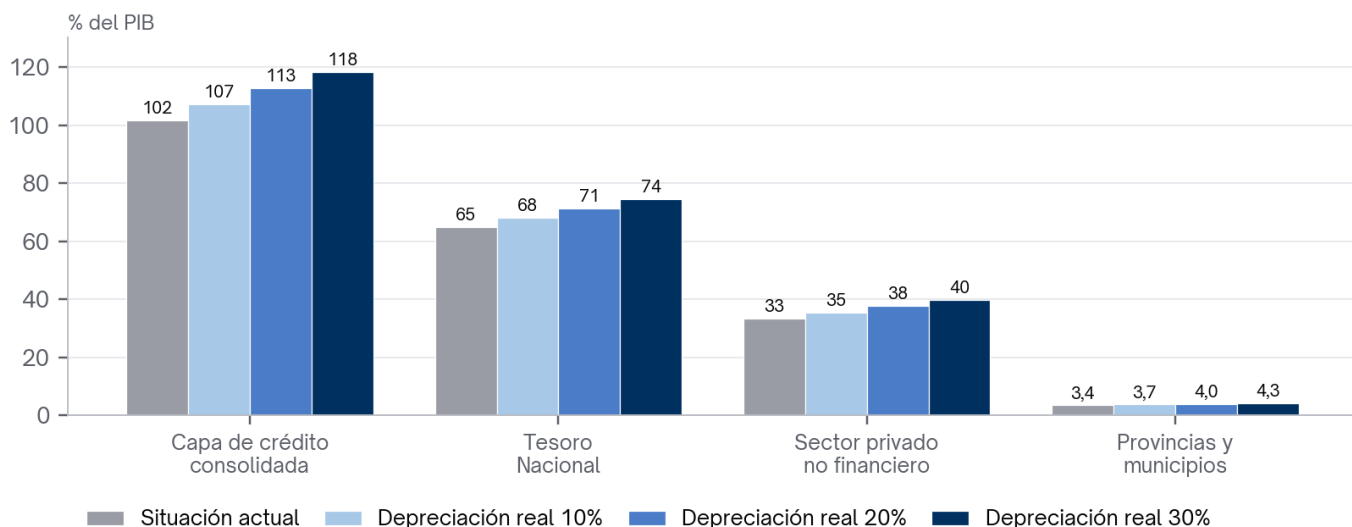
12. Cuánto pesa el tipo de cambio real

El peso del dólar en la capa de crédito la vuelve sensible al tipo de cambio real. De los 101,6 puntos del PIB que mide la capa consolidada, 56,1 puntos son deuda en dólares: 31,6 del Tesoro, 21,6 del sector privado y 2,8 de las provincias. Si el peso se deprecia en términos reales, es decir, si el dólar sube más que los precios internos, la deuda en pesos y el PIB no cambian en el impacto, pero la deuda en dólares pasa a valer más pesos.

La cuenta es directa: cada 10% de depreciación real suma 5,6 puntos del PIB a la capa consolidada, de los cuales 3,2 corresponden al Tesoro y 2,2 al sector privado. Con una depreciación real de 30% la capa pasaría de 101,6% a 118,5% del PIB y el crédito al sector privado, de 33,3% a 39,7%. El antecedente más cercano es 2018: el tipo de cambio real (deflactado por el IPC) subió 36% en el año y la capa consolidada pasó de 66,5% a 80,6% del PIB, sin que el endeudamiento neto explicara esa diferencia.

Gráfico 20

Capa de crédito / PIB ante una depreciación real del peso



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Efecto de impacto: deuda en dólares valuada a un tipo de cambio real más alto, con deuda en pesos y PIB en pesos sin cambios. Agosto de 2026.

Tabla 4. Capa de crédito / PIB ante una depreciación real

% del PIB, agosto de 2026	Deuda en dólares	Situación actual	Depreciación real 10%	Depreciación real 20%	Depreciación real 30%
Capa de crédito consolidada	56,1	101,6	107,2	112,8	118,5
Tesoro Nacional	31,6	65,0	68,1	71,3	74,4
Provincias y municipios	2,8	3,4	3,7	4,0	4,3
Sector privado no financiero	21,6	33,3	35,4	37,6	39,7
Doméstico (bancos y mercado)	9,1	20,7	21,6	22,6	23,5
Exterior	12,5	12,5	13,8	15,0	16,3

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Efecto de impacto, con deuda en pesos y PIB en pesos sin cambios.

Para el sector privado, lo que importa es quién debe los dólares. De los 21,6 puntos del PIB de deuda privada en dólares, 12,5 son préstamos y crédito comercial del exterior, en buena parte entre empresas de un mismo grupo y concentrados en exportadores y grandes compañías; 9,1 puntos son préstamos bancarios y títulos en dólares en el mercado local. Mientras los préstamos en dólares se limitaron a quienes generan dólares, una depreciación real mejoraba los ingresos del deudor en la misma proporción que su deuda. La apertura a empresas sin ingresos en dólares, desde agosto, cambia esa ecuación para una parte del crédito nuevo: por eso la participación del dólar en el crédito doméstico mide también el riesgo cambiario del sistema.

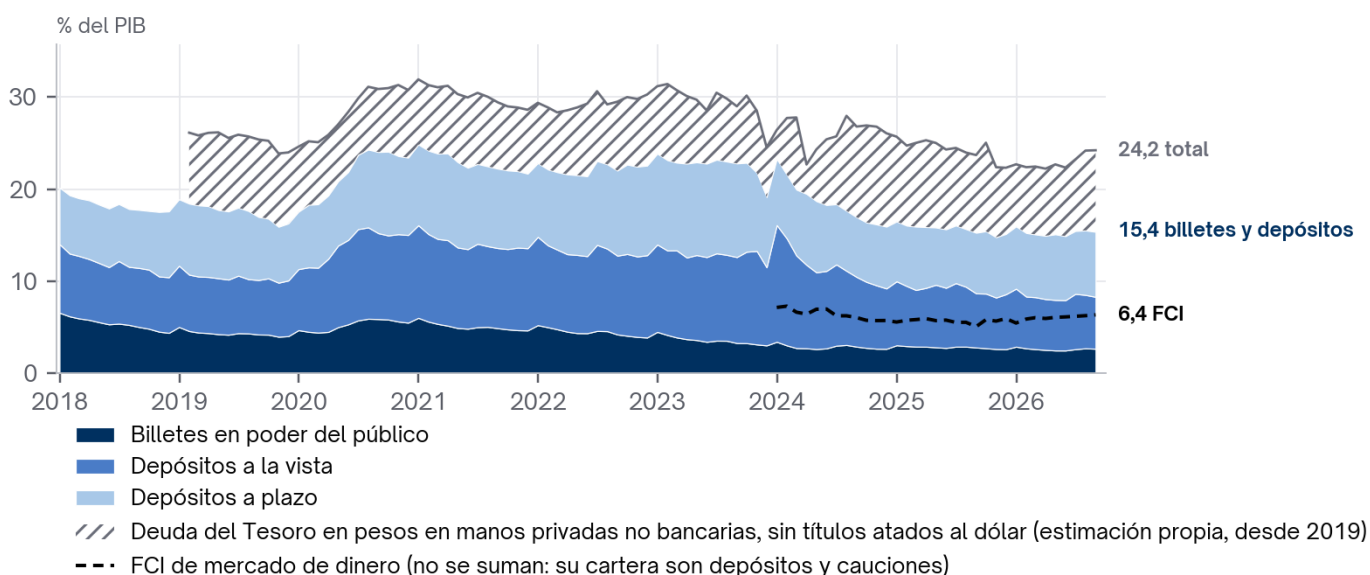
13. La demanda de pesos: cantidades y precios

La demanda de dinero es, en el fondo, la confianza en la promesa del peso: cuántos pesos quiere tener el público en lugar de dólares o de bienes. Se sigue por dos vías. Las cantidades dicen cuántos pesos hay; los precios dicen cuánto cuesta que el público los retenga. Hacen falta las dos, porque una cantidad que cae admite dos explicaciones, menos demanda o menos oferta, y los precios las separan. Si la demanda de pesos cae, hace falta más tasa real para retenerlos, la cobertura cambiaria se encarece, el dólar se acerca al techo de la banda y los privados dejan de renovar la deuda del Tesoro. Si sube, pasa lo contrario.

Las cantidades. El M2 (billetes y cuentas a la vista) dejó de ser una buena medida de la demanda de pesos. Las billeteras virtuales barren los saldos todos los días a fondos de mercado de dinero, que administran \$63,1 billones (6,4% del PIB) y tienen la mayor parte de la cartera en plazos fijos y cauciones: el mismo peso transaccional circula más rápido y aparece como depósito a plazo o fuera de los depósitos. La medida que usamos es la demanda de activos en pesos completa: billetes, depósitos a la vista y a plazo y deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias, que a fin de agosto suma 24,2% del PIB. Los títulos del Tesoro atados al dólar quedan afuera: quien los tiene busca cobertura cambiaria, no pesos (Gráfico 21); sólo billetes y depósitos caen 2,8% en términos reales en doce meses.

Gráfico 21

Demanda de activos en pesos del sector privado, por capa



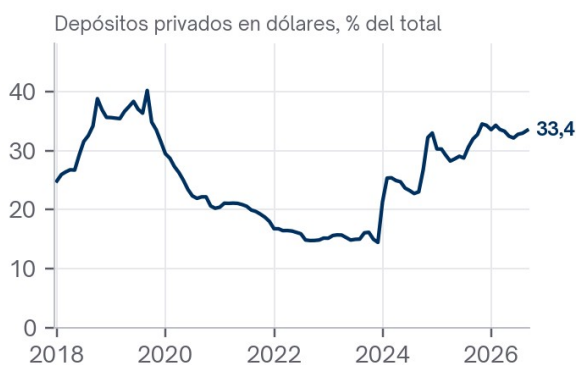
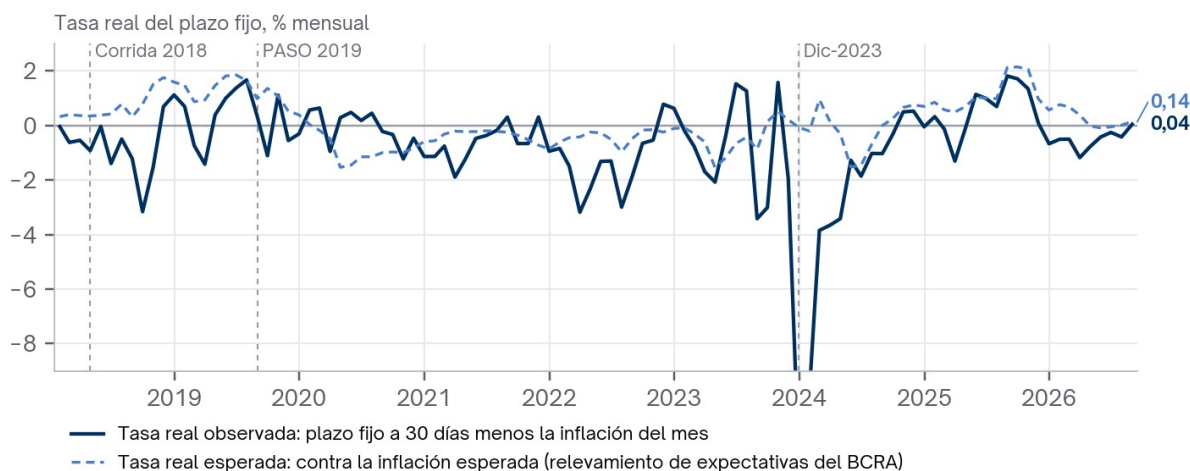
Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV, Secretaría de Finanzas y DNAP (MECON) e INDEC. Billetes y depósitos del sector privado, fin de mes. Deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias: estimación propia de tenedores en base a BCRA, Secretaría de Finanzas (MECON) y ANSES (FGS), sin los títulos atados al dólar. FCI de mercado de dinero según CAFCI; no se suman porque su cartera son depósitos y cauciones ya contados.

Los precios muestran una demanda de pesos más firme que la que sugieren las cantidades (Gráfico 22 y Tabla 5). Para retener pesos hoy alcanza una tasa real casi nula: en agosto el plazo fijo a 30 días rindió 0,04% mensual por encima de la inflación, contra 1,81% en agosto de 2025, en la previa de las elecciones legislativas, y la tasa real esperada, contra la inflación que anticipa el relevamiento de expectativas del BCRA, es de 0,14% mensual. La devaluación implícita entre la BONCAP y el título dollar linked de enero de 2027 es de 1,79% mensual, cerca de la suba del techo de la banda (1,7% este mes, por la inflación de agosto), con el techo 27% por encima del mayorista. Y los privados volvieron a sumar deuda del Tesoro en pesos: su tenencia creció 16,3% en términos reales en los últimos tres meses.

Dos señales piden cautela. La participación del dólar en los depósitos privados sigue alta, 33,4%, contra 32,0% un año atrás. Y de los pesos que emitió el BCRA al comprar dólares en 2026, a agosto sólo quedó en la base monetaria el 22%: el resto volvió al Tesoro y al Central a cambio de títulos. El público quiere activos en pesos que paguen interés más que dinero, y esa preferencia es la que hoy sostiene el financiamiento del Tesoro y deja poco para los depósitos.

Gráfico 22

Demanda de pesos: las señales de precio



Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA (tasa de depósitos a 30 días, relevamiento de expectativas de mercado, depósitos, base monetaria y efecto monetario de las compras de divisas) e INDEC. Tasa real: tasa efectiva mensual del plazo fijo menos la inflación del mes; la esperada, contra la inflación esperada a doce meses llevada a base mensual. Depósitos en dólares al tipo de cambio mayorista.

Tabla 5. Cómo se sigue la demanda de pesos: cantidades y precios

Indicador	Último dato	Un año antes o referencia	Si la demanda de pesos sube
Cantidades			
Billetes y depósitos privados en pesos (% del PIB)	15,4	15,3	Suben
Activos en pesos: billetes, depósitos y deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias (% del PIB)	24,2	23,7	Suben
Precios			
Tasa real del plazo fijo a 30 días, observada (% mensual)	0,04	1,81	Baja: alcanza menos tasa para retenerlos
Tasa real esperada, contra la inflación esperada (% mensual)	0,14	2,12	Baja
Devaluación implícita, T15E7 contra D15E7 (% mensual)	1,79	Techo: 1,7	Queda por debajo de la suba del techo
Distancia del mayorista al techo de la banda (%)	27	s/d	Aumenta
Depósitos privados en dólares (% del total)	33,4	32,0	Baja
Emisión por compras de dólares que quedó en la base, acumulado de 2026 (%)	22	s/d	Sube
Deuda del Tesoro en manos privadas no bancarias: variación real en tres meses (%)	+16,3	+0,8	Sube: los privados renuevan y suman

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Finanzas (MECON), ANSES (FGS) y rendimientos de mercado (BYMA). Último dato: agosto, salvo la devaluación implícita (16 de octubre), la distancia al techo (último dato diario) y la emisión por compras (agosto). Devaluación implícita: $(1 + \text{TEM de la tasa fija}) / (1 + \text{TEM del dolar linked}) - 1$, con el mismo vencimiento. Techo: suba mensual del techo de la banda, igual a la inflación de dos meses atrás.

14. Conclusiones

Tamaño. La capa de crédito suma USD 705.200 millones, el 101,6% del PIB: 64% del Tesoro, 33% del sector privado y 3% de provincias y municipios. El 55% está en dólares: 56,1 de los 101,6 puntos del PIB.

El cuasidinero cambió de emisor. La deuda del sector público en pesos que paga interés pasó del BCRA (LEBAC, LELIQ y pases pasivos) al Tesoro (LECAP y BONCAP). Los pasivos remunerados del Central son casi nulos y la deuda del Tesoro en pesos suma 33,2% del PIB. La liquidez de los bancos depende ahora de que el BCRA tome esos títulos en garantía.

El motor del crédito es el dólar. El crédito privado doméstico suma USD 143.900 millones, 1,9 veces el de noviembre de 2023, y el 20,7% del PIB. En los últimos doce meses todo el crédito nuevo neto fue en dólares (2,6 puntos del PIB, contra -0,5 en pesos), y el dólar explica el 43,8% del stock.

Los límites son distintos en cada moneda. En pesos, los préstamos equivalen al 84,5% de los depósitos, y los depósitos caen 1,6% en términos reales en doce meses: mientras los pesos de la remonetización no lleguen a los depósitos, el crédito bancario en pesos no tiene de dónde crecer. En

dólares, los préstamos son el 62,3% de los depósitos y los encajes cubren el 38,3%: el margen existe, pero se apoya en reservas.

Hay margen, con condiciones. Con 26,6% del PIB, Argentina tiene el crédito privado más bajo de la muestra del BIS. Para llegar al nivel de México harían falta unos 12 puntos del PIB, y sin depósitos ni ahorro de largo plazo en pesos que crezcan, ese camino sólo lo puede recorrer el dólar.

El tipo de cambio real pesa. Cada 10% de depreciación real suma 5,6 puntos del PIB a la capa consolidada. Con préstamos en dólares abiertos a empresas sin ingresos en dólares, una parte creciente de ese riesgo queda en deudores que no se cubren solos.

La confianza. Medida por el crédito, la confianza en las promesas de pago creció con fuerza desde el cambio de gobierno de diciembre de 2023: el crédito privado doméstico se multiplicó por 1,9 desde noviembre de 2023 y los depósitos privados en dólares pasaron de USD 15.800 millones a USD 40.900 millones. En los últimos meses se debilitó en pesos: el crédito nuevo de doce meses bajó del 9,3% del PIB de julio de 2025 al 1,0%. Las señales de precio, en cambio, muestran una demanda de pesos que se recompuso sin necesidad de tasas reales altas, aunque el público prefiere los títulos del Tesoro al dinero.

Los encajes. La exigencia de encajes en pesos equivale al 30,7% de los depósitos y la integración con títulos públicos es 3,2 veces la integración en cuentas corrientes en el BCRA. El cumplimiento diario se flexibilizó del 100% de agosto de 2025 al 65% actual: más elasticidad dentro del mes, con la liquidez de los bancos cada vez más atada a la deuda del Tesoro.

15. Qué se está haciendo y qué se puede hacer para impulsar el crédito privado

Cada canal de crédito tiene una restricción distinta. Los préstamos bancarios en pesos están limitados por la base de depósitos y por la liquidez de los títulos públicos que los bancos tienen en cartera. Los préstamos bancarios en dólares, por los depósitos en dólares y, detrás de ellos, por las reservas. El financiamiento con títulos en el mercado de capitales, por el costo y el tiempo de emitir y por la facilidad con que un inversor puede vender o tomar fondeo contra los títulos que compra. Las medidas de 2026 actúan sobre las tres restricciones.

Lo que ya está en marcha

Política monetaria. Desde enero rige un esquema con bandas cambiarias que se ajustan por la inflación de dos meses atrás y un programa de compra de reservas de USD 10.000 millones para el año, ampliable a USD 17.000 millones si la demanda de dinero acompaña; al 13 de octubre las compras

sumaban USD 15.200 millones. El BCRA proyecta que la base monetaria pase del 4,2% al 4,8% del PIB en el año, maneja la liquidez con compras y ventas de LECAP y repos pasivos diarios, mantiene la ventanilla de pases activos con límites de monto y plazo, y eliminó el barrido automático de saldos. El sesgo es contractivo mientras la inflación local supere a la internacional: entre enero y agosto sólo 22 de cada 100 pesos emitidos para comprar dólares quedaron circulando.

Encajes. Desde abril el encaje sobre depósitos a la vista bajó del 50% al 45% (31,5 puntos en efectivo y 13,5 en títulos públicos) y el de fondos comunes y cauciones, del 45% al 40%. Además, la integración diaria mínima bajó del 75% al 65% de la exigencia, lo que da a los bancos más margen para manejar su liquidez dentro del mes. El BCRA presentó la baja como monetariamente neutra, porque libera encajes en especie, y anticipó una normalización gradual hacia parámetros prudenciales.

Préstamos en dólares, vivienda y mercado de capitales. Desde agosto los bancos pueden prestar dólares a empresas que no los generan, con un tope del 15% de sus depósitos en dólares y mayores exigencias de capital. Un programa del FGS colocará hasta \$2 billones en plazos fijos UVA atados a créditos para primera vivienda. Y la CNV pasó de un régimen de autorización previa, con revisiones de dos a cuatro meses, a uno de autorización automática para la mayor parte de las emisiones, y en septiembre fijó nuevas reglas para las colocaciones primarias (identificación del inversor final, publicación de resultados y límites a la cartera propia de los colocadores), con plazo de adecuación hasta fin de 2026. En el mercado, BYMA Clearing, el nuevo sistema de liquidación y garantías de BYMA sobre tecnología de Nasdaq, vigente desde mayo, renovó el esquema de garantías: la caución tomadora admite como garantía títulos públicos, ON, acciones, CEDEARs y cuotapartes de fondos comunes, con aforos que BYMA fija según la volatilidad de cada especie. Los títulos privados ganan así una liquidez que antes tenían sobre todo los públicos: quien los tiene puede tomar fondeo contra ellos sin venderlos.

Tabla 6. Medidas vigentes que afectan la oferta de crédito privado

Medida	Capa	Qué cambia	Vigencia
Esquema monetario 2026	BCRA	Bandas ajustadas por inflación; compra de reservas; base de 4,2% a 4,8% del PIB	Enero de 2026
Baja de encajes	BCRA / bancos	A la vista, de 50% a 45%; FCI y cauciones, de 45% a 40%; libera títulos, no efectivo	Abril de 2026
Préstamos en dólares a no exportadores	Bancos / dólar	Hasta 15% de los depósitos en dólares; capital 125%; exposición 1,25 veces	Agosto de 2026
Plazos fijos UVA del FGS	Bancos / pesos	Hasta \$2 billones para fondear hipotecas de primera vivienda	Agosto de 2026
Autorización automática CNV (RG 1145 a 1150)	Mercado de capitales	ON, fideicomisos y FCI cerrados hasta 100 millones de UVA, sin tope para calificados	Junio de 2026
FCI abiertos y PyME	Mercado de capitales	FCI abiertos sin autorización previa; PyME sin comisión fiscalizadora ni NIIF	Junio de 2026
Garantías de BYMA Clearing	Mercado de capitales	Caución contra títulos públicos, ON, acciones, CEDEARs y FCI, con aforos por volatilidad	Mayo de 2026
Programas, tokenización y sandbox	Mercado de capitales	Nuevas series sin aprobación previa; emisiones digitales; sandbox hasta 2027	Junio de 2026

Fuente: Research & Estrategia, Becerra Bursátil, en base a BCRA, CNV y Ministerio de Economía (MECON).

Lo que se puede hacer

Darle liquidez a los títulos del Tesoro. Como el cuasidinero remunerado en pesos pasó del BCRA (pases y LELIQ) al Tesoro (LECAP y BONCAP), la liquidez de los bancos depende hoy de que el Central acepte esos títulos como garantía. Una ventanilla de pases activos permanente, sin topes de monto y con una tasa conocida por encima de la de las LECAP, convertiría a los títulos en casi dinero sin que el BCRA tenga que comprarlos: los bancos podrían tener menos liquidez ociosa y prestar más. La tasa de penalización preserva la disciplina: la ventanilla queda para un apuro y deja de ser una fuente de fondeo diaria.

Bajar también los encajes en efectivo. La baja de abril liberó títulos y dejó igual la porción en efectivo. Con 45% de encaje sobre los depósitos a la vista, buena parte de cada peso depositado no se puede prestar. Una reducción gradual de la porción en efectivo, a medida que la inflación converja, achicaría la diferencia entre la tasa que pagan los bancos y la que cobran, que es una de las causas del alto costo de los préstamos.

Que la remonetización llegue a los depósitos. Los préstamos bancarios en pesos ya equivalen al 84,5% de los depósitos, y los depósitos privados en pesos caen 1,6% en términos reales en doce meses. Los depósitos no crecen solos. Los pagos entre empresas, familias y fondos sólo los cambian de cuenta: cuando vence una ON o un fideicomiso en pesos, el depósito pasa del deudor al tenedor y el total no cambia. El total aumenta por dos vías: cuando los bancos expanden su activo frente al resto del sector

privado (prestan o le compran títulos) y cuando el BCRA o el Tesoro le pagan pesos al sector privado (el BCRA, al comprarle dólares o títulos; el Tesoro, al rescatar deuda o comprar dólares con los pesos de su cuenta en el Central). Y baja por el camino inverso, por ejemplo cuando el sector privado compra deuda del Tesoro en las licitaciones y esos pesos pasan de los bancos a la cuenta del Tesoro en el BCRA. Que el público deposite billetes agranda los depósitos, pero no la cantidad de pesos: sólo cambia su composición. Hoy las dos vías están acotadas: los bancos tienen poco margen de liquidez, y la mayor parte de los pesos que emite el BCRA al comprar reservas vuelve al Tesoro y al Central en forma de títulos. La restricción que manda es la liquidez de los bancos en el BCRA, y la decisión de fondo es cuánto de la remonetización se deja en el sistema bancario en lugar de absorberla con deuda del Tesoro, a medida que la inflación lo permita.

Reciclar balances bancarios a través del mercado. Securitizar carteras de préstamos (fideicomisos con bancos como fiduciantes y títulos respaldados por hipotecas) libera capacidad de préstamo en los bancos y traslada el crédito de largo plazo a inversores que pueden sostenerlo, como fondos comunes, aseguradoras y el FGS. El régimen simplificado para fideicomisos hipotecarios ya existe; falta escala.

Crece en dólares con disciplina. La expansión en dólares es más segura cuando el riesgo lo asume un inversor que eligió tenerlo (ON, pagarés en dólares) que cuando queda en el balance de un banco fondeado con depósitos a la vista. El tope del 15% para deudores sin ingresos en dólares podría subir en forma gradual sólo si suben al mismo tiempo las reservas y los depósitos en dólares, que son el respaldo último de esos préstamos.

AVISO LEGAL

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

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

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

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



RESEARCH & ESTRATEGIA

Gonzalo Decándido

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

Ignacio Franco

Analista de Research
ifranco@bbsa.com.ar