

El balance 2025 del BCRA y la cobertura de su posición en oro

Análisis financiero del resultado positivo del ejercicio y evaluación de la observación de la Auditoría General de la Nación sobre las operaciones de cobertura del oro

USD MILLONES

+2.505

Resultado neto 2025 de la posición en oro (BCRA)

USD MILLONES

1.023

Costo de la cobertura señalado por la AGN

ARS BILLONES

34,3

Resultado neto del ejercicio 2025 (estados contables del BCRA)

ELABORADO POR

Diego Macana

Buenos Aires, octubre de 2026

Contenido

1. Resumen ejecutivo	3
2. El balance 2025 del BCRA	4
2.1 Principales magnitudes	4
2.2 Determinantes del resultado	5
2.3 Distribución de utilidades	5
2.4 El dictamen de la AGN	5
3. La controversia: qué informó la AGN y qué respondió el BCRA	6
3.1 Lo que informó la AGN	6
3.2 La respuesta del BCRA	6
4. Marco conceptual: cómo se evalúa una cobertura	7
4.1 Qué es —y qué no es— una cobertura	7
4.2 La unidad de análisis en la doctrina contable	7
4.3 Por qué un banco central cubre sus reservas	8
4.4 El sesgo de resultado	8
5. Reconstrucción financiera de la operatoria	9
5.1 Datos de base	9
5.2 Conciliación del resultado consolidado	9
5.3 Formalización de la estructura de cobertura	11
5.4 Calibración con los datos de 2025	12
5.5 Análisis de escenarios	13
5.6 Trayectoria del oro en 2025 y activación del techo	13
6. Por qué la cifra de USD 1.023 millones no representa una pérdida	14
6.1 Error de unidad de análisis	14
6.2 Error en la interpretación del signo	14
6.3 Resultado realizado frente a resultado no realizado	14
6.4 Error de calificación: cobertura no es especulación	14
6.5 Sesgo retrospectivo y consistencia histórica	14
7. El valor de la protección: el riesgo evitado	15
8. Conclusiones y recomendaciones	16
8.1 Conclusiones	16
8.2 Recomendaciones	16
Anexo A. Notas metodológicas	17
Anexo B. Verificación de cifras	17
Anexo C. Referencias	19
Anexo D. Comunicado oficial del BCRA (extracto)	21

Alcance, fuentes y convenciones

El informe utiliza exclusivamente fuentes oficiales: (i) BCRA, *Estados Contables al 31 de diciembre de 2025* y comunicado del 14 de mayo de 2026; (ii) AGN, *Informe del Auditor Independiente* aprobado por Resolución 205/2026-AGN del 8 de octubre de 2026, y comunicado institucional de esa fecha; (iii) BCRA, comunicado del 8 de octubre de 2026 sobre el resultado de la posición en oro; (iv) BCRA, cotización oficial del oro (API de Estadísticas Cambiarias); y (v) documentos normativos del FMI y del IASB. Cada cifra se verifica en el Anexo B.

Las condiciones contractuales de los derivados (precios de ejercicio, vencimientos, contrapartes) no son públicas; la Sección 5 desarrolla una representación analítica calibrada sólo con datos oficiales. Cifras en pesos en moneda constante al 31/12/2025; «billón» = 10¹²; punto para miles y coma para decimales.

1. Resumen ejecutivo

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) cerró el ejercicio 2025 con un resultado neto de ARS 34,3 billones, un 34 % superior al de 2024 (ARS 25,6 billones en moneda constante), y con un patrimonio neto de ARS 51,3 billones, un 66,3 % más que un año antes. Según la entidad, son los valores más altos de los últimos veinte años, excluido 2019. La Auditoría General de la Nación (AGN), mediante la Resolución 205/2026, aprobó el informe de auditoría que concluye que los estados contables *«presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos»* la situación patrimonial del BCRA.

En un párrafo de énfasis —incluido, según el propio texto, *«sin modificar nuestra opinión»*—, la AGN señaló que las operaciones de derivados con subyacente oro, concertadas *«con el fin de cobertura»*, generaron *«una pérdida de \$1.469.155 millones en moneda de cierre (USD 1.023 millones), con egresos de divisas»*: USD 960,2 millones de resultado negativo por opciones y USD 62,8 millones de primas. El mismo párrafo consigna que la tenencia de oro registró una ganancia por diferencias de cotización de \$8.002.500 millones. El BCRA respondió, en su comunicado del 8 de octubre de 2026, que la evaluación correcta exige considerar ambas partes de la operación en forma conjunta y que el resultado neto de su posición en oro fue positivo en USD 2.505 millones.

La conclusión central de este informe es que la cifra de USD 1.023 millones, aritméticamente correcta como saldo de los instrumentos de cobertura, no mide el resultado económico de la operatoria, porque omite la valorización del activo cubierto. Según los estados contables, esa valorización fue de USD 3.379,5 millones; consolidadas ambas patas, la posición en oro arrojó un resultado positivo de entre USD 2.356,5 millones (reconstrucción de este informe con cifras oficiales) y USD 2.505 millones (cifra informada por el BCRA).

USD MILLONES +2.505 Resultado neto 2025 de la posición en oro (comunicado BCRA)	USD MILLONES +3.379,5 Valorización del oro: de USD 5.206,1 M a USD 8.585,7 M (estados contables)	USD MILLONES 1.023 Costo de la cobertura según la AGN (30,3 % de la valorización)	VARIACIÓN 2025 +64,9 % Precio de valuación del oro: de USD 2.623,45 a 4.326,01 por onza
--	---	--	--

Mensajes clave

- 1. La unidad de análisis correcta es la posición cubierta.** Una cobertura se evalúa por su efecto neto sobre el activo que protege, no por el saldo aislado del instrumento. Juzgar sólo la pata de derivados equivale a calificar como «pérdida» la prima de un seguro contra incendio porque la casa no se incendió.
- 2. La pérdida del derivado es la firma matemática del mejor escenario.** En una estructura de protección a la baja financiada con la cesión de parte del alza, el instrumento registra resultados negativos precisamente cuando el oro supera el techo; en ese tramo el resultado consolidado alcanza su máximo.
- 3. Las propias cifras de la AGN confirman el resultado positivo.** Su informe consigna una ganancia por cotización del oro de ARS 8,0 billones y un resultado negativo de los derivados con subyacente oro de ARS 1,47 billones: el neto es de ARS +6,53 billones.
- 4. No hubo especulación.** Tanto el informe de la AGN como la nota 4.1.5 de los estados contables describen las operaciones como concertadas «con el fin de cobertura». Con un ratio de cobertura del 100 %, la exposición neta (delta) del BCRA al oro se mantuvo siempre entre 0 y 1.
- 5. El costo fue acotado.** La cobertura absorbió el 30,3 % de la valorización y equivalió al 11,9 % del valor de la posición al cierre; el rendimiento consolidado fue de +45,3 % a +48,1 % sobre el valor inicial. Una caída como la de 2026 (–25,7 % entre el 29 de enero y el 24 de junio, según la cotización oficial) equivaldría a USD 2.204 millones sobre la posición al cierre de 2025.
- 6. Continuidad institucional.** Según el BCRA, la práctica se aplica desde 2007; entre 2007 y 2011 los pagos por coberturas similares fueron, en relación con el valor de mercado del oro, casi el doble que en 2025, sin observaciones de la AGN ni de los auditores externos.

2. El balance 2025 del BCRA

2.1 Principales magnitudes

Los estados contables al 31 de diciembre de 2025, publicados por el BCRA el 14 de mayo de 2026, muestran un fortalecimiento significativo de su posición patrimonial. El Cuadro 1 resume las magnitudes relevantes para este análisis.

Cuadro 1. Principales magnitudes del balance del BCRA

Concepto	31/12/2024	31/12/2025	Variación
Resultado neto del ejercicio (ARS billones)	25,58	34,26	+34,0 %
Patrimonio neto (ARS billones)	30,84	51,30	+66,3 %
Total del activo (ARS billones)	150,10	187,55	+25,0 %
Reservas internacionales (USD millones)	–	41.095	+48,5 %
Tenencia de oro (miles de onzas troy)	1.984,96	1.984,96	sin cambios
Precio de valuación del oro (USD por onza)	2.623,45	4.326,01	+64,9 %
Oro, neto de previsión (USD millones)	5.206,1	8.585,7	+64,9 %
Oro / reservas internacionales	–	20,9 %	–

Fuente: BCRA, Estados Contables al 31/12/2025 (balance general, estado de resultados, nota 4.1.1 y Anexo II); reservas internacionales: comunicado del BCRA del 14/05/2026. Cifras en pesos en moneda constante al 31/12/2025.

2.2 Determinantes del resultado

Según el comunicado del BCRA del 14 de mayo de 2026, y en línea con el estado de resultados, el resultado se explica principalmente por: (i) el aumento de 66,4 % de las diferencias netas de negociación y otros resultados sobre instrumentos financieros, impulsado por el recupero derivado de la recompra de Letras Intransferibles por parte del Tesoro —financiada con desembolsos del FMI por alrededor de USD 14.500 millones— y por operaciones con títulos; (ii) la reducción de 92,7 % de los intereses y actualizaciones perdidos, por la caída de los pasivos remunerados; (iii) la reducción de 84,4 % de los gastos de emisión monetaria; y (iv) la suba de 64,9 % del precio del oro en dólares por onza.

La contribución del oro es material. La nota 4.22.4 registra diferencias de cotización del oro por ARS 8,00 billones, magnitud equivalente al 23,4 % del resultado del ejercicio. El resultado negativo de los derivados con subyacente oro informado por la AGN (ARS 1,47 billones) equivale al 4,3 %, y la línea «Por operaciones con instrumentos derivados» de la nota 4.22.6 —que incluye resultados positivos de otros instrumentos— cerró en –ARS 1,03 billones, el 3,0 % del resultado anual. Desde la perspectiva del balance, la cobertura es un componente de segundo orden frente a la contribución del activo que protege.

2.3 Distribución de utilidades

Los resultados no asignados al cierre ascendieron a ARS 35,86 billones (estado de evolución del patrimonio neto). Según el comunicado del 14 de mayo de 2026, se resolvió destinar ARS 11,4 billones a capitalización y aumento de la reserva general, y poner a disposición del Tesoro Nacional un remanente de ARS 24,4 billones, conforme al artículo 38 de la Carta Orgánica.

2.4 El dictamen de la AGN

El Informe del Auditor Independiente, firmado el 30 de abril de 2026 por la Gerencia de Control del Sector Financiero y Recursos de la AGN, fue aprobado por el Colegio de Auditores Generales mediante la Resolución 205/2026-AGN del 8 de octubre de 2026, con disidencia parcial de los auditores generales Mariano Piazza, Mónica Almada y Luis Naidenoff. La opinión no contiene salvedades: los estados contables «*presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos*» la situación patrimonial, los resultados, la evolución del patrimonio neto y el flujo de efectivo del BCRA, de conformidad con su «Manual de Políticas Contables». Los estados contables llevan, además, la firma de identificación del auditor externo Price Waterhouse & Co. S.R.L., con informe de igual fecha.

La cuestión del oro aparece en un párrafo de énfasis que, según el propio informe, se incluye «sin modificar nuestra opinión». No existe, por lo tanto, cuestionamiento sobre la integridad de los registros ni sobre los criterios de valuación: la discrepancia se circunscribe a la lectura económica de un componente específico, objeto de las secciones siguientes.

3. La controversia: qué informó la AGN y qué respondió el BCRA

3.1 Lo que informó la AGN

El párrafo de énfasis e) del informe de auditoría, titulado «Operaciones de derivados con subyacente oro», expresa textualmente:

«En el presente ejercicio, la tenencia de oro registró una ganancia por diferencias de cotización de \$8.002.500 millones (nota 4.22.4). Por otra parte, tal como se expone en nota 4.1.5, durante el ejercicio 2025 el BCRA concertó, con el fin de cobertura, operaciones de derivados liquidables en dólares estadounidenses cuyo subyacente fue el oro; al cierre del ejercicio no existían operaciones por este concepto. El resultado de dichas operaciones se encuentra incluido en las notas 4.22.6 y 4.22.4. Según surge de los registros contables de la Entidad, fue una pérdida de \$1.469.155 millones en moneda de cierre (USD 1.023 millones), con egresos de divisas. Dicha pérdida se compone de \$1.400.793 millones (USD 960,2 millones) registrados en la cuenta "Resultado negativo por opciones" [...] y de \$68.362 millones (USD 62,8 millones) correspondientes a primas de opciones [...].»

— AGN, Informe del Auditor Independiente (Res. 205/2026-AGN), párrafo de énfasis e).

Tres elementos del párrafo son relevantes: (a) la AGN califica expresamente las operaciones como concertadas «con el fin de cobertura»; (b) registra en el mismo párrafo la ganancia por cotización del activo cubierto; y (c) no consolida ambos resultados, sino que presenta el de los derivados como una pérdida autónoma.

Según el comunicado del BCRA del 8 de octubre de 2026, en el último comunicado de la AGN las operaciones «se mencionan como operaciones de cobertura, pero a la hora de sintetizar la información se las caracteriza como especulativas». Esa calificación no figura en el informe de auditoría ni en el comunicado institucional «La AGN trató 6 informes» del 8 de octubre de 2026 —los documentos de la AGN sobre este tema publicados en su sitio oficial que pudieron verificarse—, que se limita a informar la aprobación de los estados contables «por mayoría con disidencia parcial».

3.2 La respuesta del BCRA

En su comunicado del 8 de octubre de 2026, el BCRA sostuvo que: (a) su posición en oro arrojó en 2025 un resultado neto positivo de USD 2.505 millones, como efecto combinado de la evolución del precio del metal y de las operaciones de cobertura; (b) la política de cobertura se aplica sobre el 100 % de la posición en oro y tiene por objeto proteger las reservas frente a una caída significativa del precio; (c) como toda cobertura, conlleva un costo que, en años de suba del activo, se manifiesta como resultado negativo del instrumento; (d) la práctica se aplica desde 2007 y, entre 2007 y 2011, los pagos por coberturas similares representaron, en relación con el valor de mercado del oro, casi el doble que en 2025, sin observaciones de la AGN ni de los auditores externos; y (e) «una operación financiera no puede ser de cobertura y especulativa a la vez».

Cuadro 2. Comparación de ambas lecturas

Dimensión	Informe de la AGN	Comunicado del BCRA
Resultado informado	Pérdida de \$1.469.155 millones (USD 1.023 M) en los derivados, con egresos de divisas	Resultado neto positivo de USD 2.505 M de la posición en oro
Unidad de análisis	Derivados con subyacente oro, en forma aislada	Posición en oro consolidada: activo cubierto + cobertura
Naturaleza de la operación	«Con el fin de cobertura» (informe). «Especulativas» (último comunicado de la AGN, según el BCRA)	Cobertura sobre el 100 % de la posición; no puede ser a la vez cobertura y especulación
Ganancia del activo cubierto	Registrada (\$8.002.500 millones), sin consolidar	Integrada en el resultado neto
Antecedentes	—	Práctica desde 2007; costo relativo 2007–2011 casi el doble; sin observaciones de la AGN
Opinión sobre los estados contables	Sin salvedades: «presentan razonablemente...»	—

Fuente: AGN, Informe del Auditor Independiente (Res. 205/2026-AGN); BCRA, comunicado del 08/10/2026.

4. Marco conceptual: cómo se evalúa una cobertura

4.1 Qué es —y qué no es— una cobertura

Una cobertura es la toma de una posición en un instrumento cuyo resultado está negativamente correlacionado con el de una exposición preexistente, con el propósito de reducir la variabilidad del valor de la cartera (Ederington, 1979; Hull, 2022). Su objetivo no es generar ganancias, sino estabilizar el resultado: por construcción, el instrumento gana cuando el activo cubierto pierde y pierde cuando el activo gana. De ello se sigue que el resultado del instrumento, aislado, carece de significado económico; sólo adquiere sentido en relación con el resultado de la posición cubierta.

La analogía con un seguro es exacta. Quien asegura un inmueble contra incendio paga una prima cada año; en los años sin siniestro, la póliza «pierde» exactamente el valor de la prima. Ningún analista concluiría por ello que el propietario perdió dinero: el resultado relevante es el del patrimonio asegurado, cuyo valor estuvo protegido durante todo el período.

4.2 La unidad de análisis en la doctrina contable

La normativa contable internacional recoge este principio. La NIIF 9 exige, para aplicar la contabilidad de coberturas, una *relación económica* entre la partida cubierta y el instrumento, y un *ratio de cobertura* coherente con la gestión del riesgo (párr. 6.4.1); en una cobertura del valor razonable, la ganancia o pérdida del instrumento y la de la partida cubierta atribuible al riesgo cubierto se reconocen ambas en resultados, de modo que se compensen (párr. 6.5.8). Es la expresión contable del principio de prevalencia de la sustancia sobre la forma: se evalúa la estrategia, no cada contrato por separado. El BCRA prepara sus estados contables según su «Manual de Políticas Contables», que difiere de las normas contables profesionales argentinas (nota 3.1; párrafo de énfasis b) del informe de la AGN); la NIIF 9 se invoca aquí como referencia doctrinaria internacional.

4.3 Por qué un banco central cubre sus reservas

Las directrices revisadas del Fondo Monetario Internacional para la gestión de reservas establecen que la gestión debe asegurar (1) reservas adecuadas para un conjunto definido de objetivos; (2) que los riesgos de liquidez, mercado, crédito, legales, de liquidación, custodia y operativos se controlen en forma prudente; y (3) sujeto a esas restricciones, un rendimiento razonable ajustado por riesgo (FMI, 2013, párr. 8). El mismo documento indica que la entidad gestora debe procurar *preservar el valor de las reservas*, con prioridad de la liquidez y la seguridad sobre la rentabilidad (párr. 47), y reconoce que muchos países utilizan instrumentos derivados como parte integral de la gestión de reservas, entre otros fines, para cubrir exposiciones al riesgo (párr. 49), en particular para reducirlas (párr. 104).

La teoría financiera ofrece además un fundamento de creación de valor: la gestión de riesgos agrega valor cuando el financiamiento externo es costoso o los costos de una situación de estrés son convexos (Smith y Stulz, 1985; Froot, Scharfstein y Stein, 1993). La materialidad de la posición refuerza el argumento: al 31 de diciembre de 2025 el oro representaba el 20,9 % de las reservas internacionales (USD 8.585,7 millones sobre USD 41.095 millones). Una caída como la observada en 2026 (–25,7 %) equivaldría a USD 2.204 millones, el 5,4 % de las reservas.

4.4 El sesgo de resultado

La psicología de la decisión documenta la tendencia a juzgar la calidad de una decisión por su resultado *ex post* y no por la información disponible al adoptarla (Baron y Hershey, 1988). Una cobertura debe evaluarse *ex ante*: al cierre de 2024 el oro acumulaba una suba de 27,1 % en el año y cotizaba a 5,9 % de su máximo de la serie oficial (USD 2.788,99 el 30/10/2024). Que el precio haya subido 64,9 % en 2025 —la mayor suba anual de la serie oficial del BCRA, disponible desde 2003— no convierte a la protección en un error, del mismo modo que la ausencia de incendio no convierte en error la contratación del seguro. Los hechos de 2026 confirman la pertinencia del riesgo: entre el 29 de enero (USD 5.344,90) y el 24 de junio (USD 3.972,58) el oro retrocedió 25,7 %, con una caída de 9,1 % en la sola rueda del 30 de enero.

5. Reconstrucción financiera de la operatoria

Esta sección desarrolla la operatoria financiera completa: parte de los datos oficiales, reconstruye el resultado consolidado de la posición, formaliza la estructura de cobertura, la calibra con los valores observados y evalúa su comportamiento bajo escenarios alternativos.

5.1 Datos de base

Cuadro 3. Variables utilizadas

Variable	Símbolo	Valor	Fuente oficial
Tenencia de oro	Q	1.984,96 miles de oz troy	EC, nota 4.1.1
Precio de valuación al 31/12/2024	S_0	USD 2.623,45 por oz	EC, nota 4.1.1
Precio de valuación al 31/12/2025	S_1	USD 4.326,01 por oz	EC, nota 4.1.1
Oro neto de previsión al 31/12/2024	V_0	USD 5.206,1 M	EC, Anexo II
Oro neto de previsión al 31/12/2025	V_1	USD 8.585,7 M	EC, Anexo II
Resultado negativo por opciones	R_{opc}	USD 960,2 M	AGN, énfasis e)
Primas de opciones	π	USD 62,8 M	AGN, énfasis e)
Tipo de cambio de referencia 31/12/2025	—	ARS 1.459,4167 por USD	EC, nota 3.5.1
Resultado neto informado de la posición	—	USD 2.505 M	Comunicado BCRA 08/10/2026

Fuente: BCRA, Estados Contables al 31/12/2025 (EC); AGN, Informe del Auditor Independiente (Res. 205/2026-AGN); BCRA, comunicado del 08/10/2026.

5.2 Conciliación del resultado consolidado

La tenencia física de oro no varió durante 2025 (1.984,96 miles de onzas troy en ambas fechas), de modo que la variación de su valor en dólares obedece exclusivamente al precio. La valorización asciende a USD 3.379,5 millones (+64,9 %). Deducido el costo total de la cobertura informado por la AGN (USD 1.023,0 millones), el resultado consolidado de la posición es de USD 2.356,5 millones, equivalente a un rendimiento de +45,3 % sobre el valor inicial.

Cuadro 4. Conciliación del resultado de la posición en oro, 2025

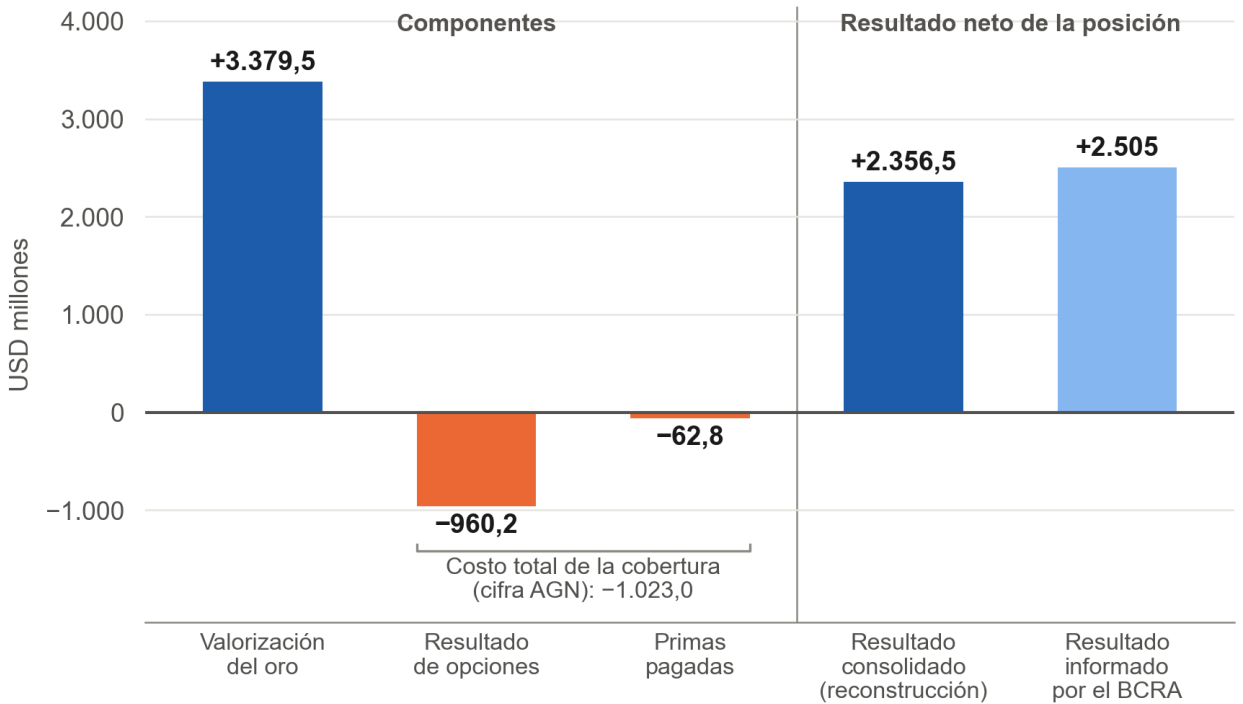
Concepto	USD millones	% de V_0
(A) Valorización del oro: $V_1 - V_0$	+3.379,5	+64,9 %
(B) Resultado negativo por opciones	-960,2	-18,4 %
(C) Primas de opciones	-62,8	-1,2 %
(D) = (B) + (C) Costo total de la cobertura (cifra AGN)	-1.023,0	-19,7 %
(E) = (A) + (D) Resultado consolidado (reconstrucción)	+2.356,5	+45,3 %
(F) Resultado informado por el BCRA	+2.505,0	+48,1 %
(G) = (F) - (E) Diferencia no desagregada públicamente	+148,5	+2,9 %

Fuente: cálculo propio sobre BCRA, Estados Contables al 31/12/2025 (Anexo II), AGN, Informe del Auditor Independiente (Res. 205/2026-AGN) y comunicado del BCRA del 08/10/2026.

La diferencia de USD 148,5 millones entre la reconstrucción y la cifra oficial (4,4 % de la valorización) no puede atribuirse con la información pública disponible: el comunicado del BCRA no presenta el desglose de su cálculo. A los fines de la tesis de este informe la diferencia no es determinante: bajo cualquiera de las

dos mediciones el resultado consolidado es ampliamente positivo y más que duplica el costo de la cobertura.

Gráfico 1. Componentes y resultado neto de la posición en oro, 2025 (USD millones)



Fuente: cálculo propio sobre BCRA, Estados Contables al 31/12/2025, AGN, Informe del Auditor Independiente (Res. 205/2026-AGN) y comunicado del BCRA del 08/10/2026. En naranja, la pata de cobertura que la AGN computa en forma aislada; los valores negativos se representan por debajo del eje.

Contrastación en pesos. Las cifras en pesos del propio informe de la AGN conducen a idéntica conclusión (Cuadro 5). Estas cifras incorporan el efecto de la variación del tipo de cambio y de la reexpresión por inflación, por lo que su proporción no es directamente comparable con la medición en dólares; no obstante, el signo y el orden de magnitud del resultado consolidado son inequívocos: aun con los números del auditor, la posición en oro ganó ARS 6,53 billones.

Cuadro 5. Resultado consolidado con las cifras en pesos del informe de la AGN

Concepto	ARS millones (moneda de cierre)
Ganancia por diferencias de cotización del oro	+8.002.500
Resultado negativo por opciones	-1.400.793
Primas de opciones	-68.362
Subtotal: derivados con subyacente oro	-1.469.155
Resultado consolidado de la posición en oro	+6.533.345
Costo de la cobertura / ganancia del activo cubierto	18,4 %

Fuente: AGN, Informe del Auditor Independiente (Res. 205/2026-AGN), párrafo de énfasis e); cálculo propio de las dos últimas filas.

5.3 Formalización de la estructura de cobertura

Las cifras del informe de la AGN permiten inferir la naturaleza de la estructura. Una posición exclusivamente compradora de opciones nunca puede perder más que la prima pagada; sin embargo, el resultado negativo por opciones (USD 960,2 millones) supera en 15,3 veces a las primas (USD 62,8 millones). Ello implica necesariamente que la estrategia incluyó opciones vendidas que quedaron «en el dinero» al subir el oro. La configuración compatible con estos datos y con el objetivo declarado de protección es un *collar* (o túnel): compra de opciones de venta (*put*) que fijan un piso al valor de la posición, financiada con la venta de opciones de compra (*call*) que ceden el alza por encima de un techo. El reducido costo neto de primas —1,2 % del valor inicial de la posición— es compatible con una estructura de ese tipo.

Sean Q la tenencia en onzas, S_0 y S_1 los precios inicial y final, $K_p < S_0 < K_c$ los precios de ejercicio del piso y del techo, y π la prima neta. Los resultados de cada pata y de la posición consolidada son:

$$\Pi_{oro} = Q(S_1 - S_0) \quad (1)$$

$$\Pi_{der} = Q \max(K_p - S_1, 0) - Q \max(S_1 - K_c, 0) - \pi \quad (2)$$

$$\Pi_{cons} = \Pi_{oro} + \Pi_{der} \quad (3)$$

Reemplazando (1) y (2) en (3), el resultado consolidado adopta la forma de un corredor acotado:

$$\Pi_{cons} = \begin{cases} Q(K_p - S_0) - \pi & \text{si } S_1 \leq K_p \\ Q(S_1 - S_0) - \pi & \text{si } K_p < S_1 < K_c \\ Q(K_c - S_0) - \pi & \text{si } S_1 \geq K_c \end{cases} \quad (4)$$

Proposición 1 — La pérdida del instrumento es la firma del mejor escenario

Si $S_1 \geq K_c$, el resultado del derivado es $\Pi_{der} = -[Q(S_1 - K_c) + \pi] < 0$, mientras que el resultado consolidado alcanza su valor máximo, $Q(K_c - S_0) - \pi$. En ese tramo, cada dólar adicional de valorización del oro se corresponde con un dólar adicional de resultado negativo del derivado:

$$\frac{\partial \Pi_{der}}{\partial S_1} = -Q = -\frac{\partial \Pi_{oro}}{\partial S_1} \Rightarrow \frac{\partial \Pi_{cons}}{\partial S_1} = 0 \quad (S_1 > K_c) \quad (5)$$

En consecuencia, en un año de fuerte suba el resultado negativo del instrumento no es evidencia de error, sino la consecuencia necesaria —y anticipable— de que la estrategia produjo su mejor resultado posible. Cuanto mayor es la suba del oro, mayor es la «pérdida» aislada del derivado, y exactamente igual el resultado consolidado.

Proposición 2 — Cobertura no es especulación

La exposición neta de la posición consolidada al precio del oro —su delta— es, en la notación de Black y Scholes (1973):

$$\Delta_{cons} = Q[1 + \Delta_{put}(K_p) - \Delta_{call}(K_c)] = Q[N(d_1(K_p)) - N(d_1(K_c))] \in [0, Q] \quad (6)$$

Como $K_p < K_c$, se cumple $N(d_1(K_p)) \geq N(d_1(K_c))$, por lo que el delta consolidado se mantiene siempre entre 0 y Q . Con un ratio de cobertura del 100 %, la posición del BCRA nunca fue vendedora neta de oro: no podía beneficiarse de una caída del precio. Especular a la baja hubiera requerido un ratio superior al 100 % —vender más oro del que se posee—. Se confirma así, en términos formales, que una operación no puede ser simultáneamente de cobertura y especulativa.

5.4 Calibración con los datos de 2025

Aunque la secuencia efectiva de contratos no es pública —podría tratarse de varias estructuras sucesivas de menor plazo—, el resultado de 2025 puede representarse mediante un *collar anual equivalente*. Dado que el oro cerró por encima del techo, la ecuación (2) permite despejar el techo efectivo implícito en el resultado por opciones informado por la AGN:

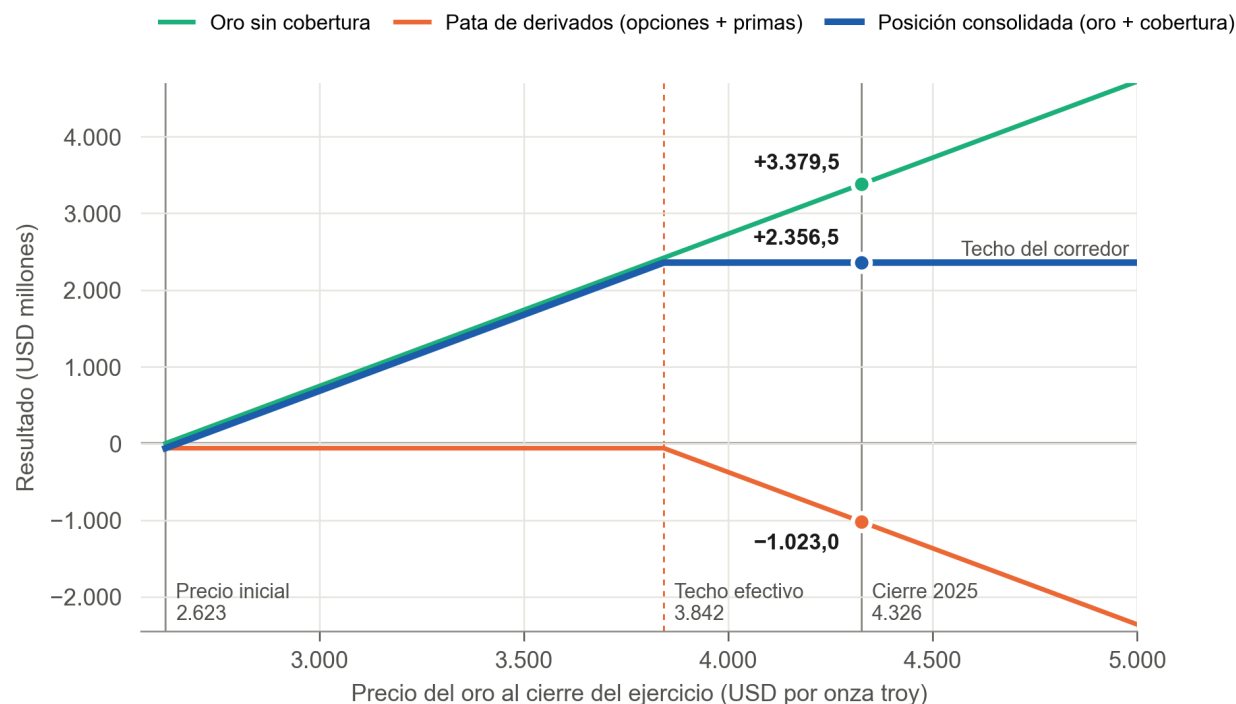
$$K_c^* = S_1 - \frac{R_{opc}}{Q} = 4.326,01 - \frac{960,2}{1,98496} \approx 3.842,3 \text{ USD/oz} \quad (7)$$

Es decir, la estrategia aseguró el valor de la posición hasta un precio de USD 3.842,3 por onza —una valorización de +46,5 %— y cedió el alza por encima de ese nivel. Aplicando la ecuación (4):

$$\Pi_{cons} = Q(K_c^* - S_0) - \pi = 1,98496 \times (3.842,27 - 2.623,45) - 62,8 \approx 2.356,5 \text{ USD M} \quad (8)$$

El modelo reproduce exactamente la reconstrucción contable del apartado 5.2. El precio de ejercicio del piso no puede inferirse de los datos públicos; por ello, el análisis cuantitativo se limita al tramo $S_1 \geq S_0$, en el que el piso no interviene.

Gráfico 2. Perfil de resultados al cierre para precios iguales o superiores al inicial (USD millones)



Fuente: cálculo propio. Collar anual equivalente calibrado con datos oficiales ($Q = 1.984,96$ miles de oz; $K_c^* = \text{USD } 3.842,3/\text{oz}$; $\pi = \text{USD } 62,8$ M). Los puntos marcan el resultado observado al cierre de 2025.

El Gráfico 2 sintetiza el argumento. La línea verde muestra el resultado del oro sin cobertura. La línea naranja muestra el derivado: plana (igual a la prima) hasta el techo y con pendiente negativa por encima de él. La línea azul —la posición consolidada, que es la que efectivamente gestionó el BCRA— crece hasta el techo y luego se mantiene constante. El resultado observado en 2025 se ubica en ese tramo superior: **el mejor resultado que la estrategia podía producir.**

5.5 Análisis de escenarios

El Cuadro 6 aplica los parámetros calibrados a escenarios hipotéticos de precio iguales o superiores al inicial. Mientras el precio final se mantiene por debajo del techo, el costo de la cobertura se limita a la prima (USD 62,8 millones). En el escenario efectivamente observado (+64,9 %), el resultado de la cobertura es de –USD 1.023,0 millones: **exactamente la cifra del informe de la AGN**. El modelo muestra así que ese número no revela una anomalía, sino el resultado mecánico de una cobertura en un año de suba excepcional. El resultado ante escenarios de caída depende del precio de ejercicio del piso, que no es público, por lo que no se cuantifica.

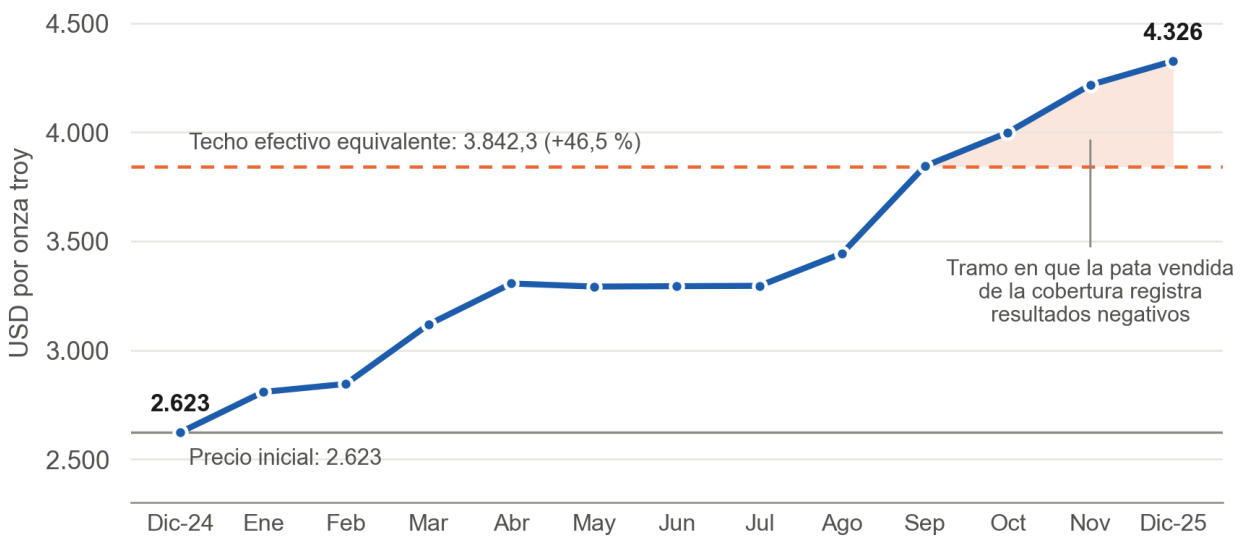
Cuadro 6. Resultado de la posición bajo escenarios hipotéticos de precio (USD millones)

Escenario de precio	Precio final (USD/oz)	Oro sin cobertura	Resultado de la cobertura	Posición consolidada	Rendimiento consolidado
0 %	2.623,45	0,0	–62,8	–62,8	–1,2 %
+10 %	2.885,80	+520,7	–62,8	+457,9	+8,8 %
+25 %	3.279,31	+1.301,9	–62,8	+1.239,1	+23,8 %
Techo (+46,5 %)	3.842,27	+2.419,3	–62,8	+2.356,5	+45,3 %
2025 observado (+64,9 %)	4.326,01	+3.379,5	–1.023,0	+2.356,5	+45,3 %

Fuente: cálculo propio. Collar anual equivalente ($Q = 1.984,96$ miles de oz; $K_c^* = \text{USD } 3.842,3/\text{oz}$; $\pi = \text{USD } 62,8 \text{ M}$). Fila 2025: valores de la conciliación del Cuadro 4.

5.6 Trayectoria del oro en 2025 y activación del techo

Gráfico 3. Cotización oficial del oro al cierre de cada mes, 2025 (USD por onza troy)



Fuente: BCRA, API de Estadísticas Cambiarias, serie XAU (último dato hábil de cada mes). El techo corresponde al collar anual equivalente.

El Gráfico 3 muestra la trayectoria mensual de la cotización oficial. El precio superó el techo efectivo equivalente al cierre de septiembre (USD 3.844,06 el 30/09/2025), tras una suba acumulada de 46,5 %. Durante 2025 la cotización oficial marcó 56 nuevos máximos de la serie y alcanzó USD 4.518,58 el 26 de diciembre. El área sombreada corresponde al tramo en que la pata vendida de la estrategia generó resultados negativos, compensados uno a uno por la valorización del oro en cartera.

6. Por qué la cifra de USD 1.023 millones no representa una pérdida

Sobre la base de la reconstrucción anterior, pueden identificarse cinco deficiencias en la lectura que presenta como «pérdida» el resultado de los derivados.

6.1 Error de unidad de análisis

La AGN mide una sola pata de una estrategia de dos patas. El dato que consigna —USD 1.023 millones— es correcto como saldo contable de los instrumentos, pero la conclusión que se extrae de él es incorrecta, porque omite la contrapartida: la valorización de USD 3.379,5 millones del activo cubierto, que el propio informe registra en el mismo párrafo (\$8.002.500 millones). El resultado económico de la operatoria es la suma de ambas, y es positivo.

6.2 Error en la interpretación del signo

En una cobertura, el resultado negativo del instrumento es la contracara de un resultado positivo mayor en la partida cubierta. Como demuestra la Proposición 1, en el tramo superior del corredor ambos se mueven uno a uno en sentido opuesto: la «pérdida» del derivado crece exactamente en la medida en que crece la ganancia del oro. Presentar ese resultado como una pérdida patrimonial confunde el costo de un seguro con un quebranto.

6.3 Resultado realizado frente a resultado no realizado

Podría objetarse que el resultado de los derivados se canceló «con egresos de divisas», mientras que la ganancia del oro es una valorización. La objeción no altera la conclusión, por tres razones. Primero, el oro se valúa a la cotización de mercado vigente al cierre y las barras del BCRA revisten el carácter de «buena entrega» (nota 4.1.1): su mayor valor forma parte de las reservas. Segundo, la liquidación en efectivo es una característica operativa de los derivados, no una diferencia económica. Tercero, el argumento es asimétrico: si el oro hubiera caído, la cobertura habría generado ingresos de divisas realizados frente a una pérdida no realizada en el metal, y nadie sostendría que el BCRA «ganó» con la operación. La simetría exige evaluar ambos casos con el mismo criterio: el consolidado.

6.4 Error de calificación: cobertura no es especulación

La caracterización de las operaciones como «especulativas» —que, según el comunicado del BCRA, figura en el último comunicado de la AGN— es incompatible con el propio informe de auditoría, que las describe como concertadas «con el fin de cobertura», con la nota 4.1.5 de los estados contables, y con la evidencia formal: como muestra la Proposición 2, con un ratio de cobertura del 100 % la exposición neta del BCRA al oro fue siempre no negativa. Especular supone tomar una exposición direccional nueva; cubrirse supone neutralizar, total o parcialmente, una exposición existente. El BCRA hizo lo segundo.

6.5 Sesgo retrospectivo y consistencia histórica

Juzgar una cobertura como errónea porque el precio subió supone evaluar la decisión con información que no estaba disponible al adoptarla (apartado 4.4). Por otra parte, según el BCRA, entre 2007 y 2011 los pagos por coberturas de características similares fueron, en relación con el valor del oro en cartera, casi el doble que en 2025, sin observaciones de la AGN ni de los auditores externos. El costo absoluto de una cobertura crece con la magnitud de la suba del activo, y 2025 registró la mayor suba anual de la serie oficial del BCRA desde 2003. En términos relativos, el costo de 2025 equivalió al 11,9 % del valor de la posición al cierre.

Cuadro 7. Matriz de evaluación de la operatoria

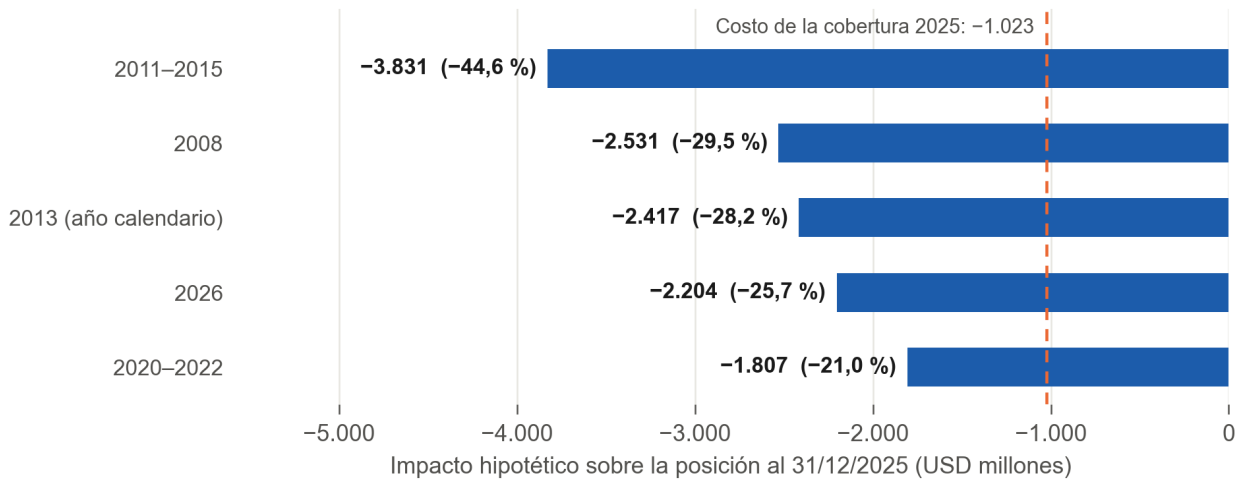
Criterio	Lectura aislada (AGN)	Lectura consolidada	Evaluación
Resultado económico	-USD 1.023,0 M	+USD 2.356,5 M a +USD 2.505 M	Positivo
Objetivo de la operación	No considerado	Protección del 100 % del stock de oro	Cumplido
Naturaleza	Cobertura (informe); «especulativas» (último comunicado de la AGN, según el BCRA)	Cobertura (informe AGN y nota 4.1.5)	Cobertura
Exposición neta al oro	No considerada	Delta entre 0 y 1 en todo momento	Sin posición vendedora
Costo relativo	No considerado	30,3 % de la valorización; 11,9 % del valor final	Acotado
Consistencia histórica	—	Costo relativo 2025 ≈ mitad del de 2007–2011 (según el BCRA)	Consistente

Fuente: elaboración propia sobre las fuentes oficiales citadas.

7. El valor de la protección: el riesgo evitado

El costo de una cobertura sólo puede juzgarse frente al riesgo que neutraliza. El Gráfico 4 aplica a la posición en oro del BCRA al 31 de diciembre de 2025 (USD 8.585,7 millones) las mayores caídas registradas en la serie oficial de cotización del BCRA desde 2003. Las pérdidas potenciales oscilan entre USD 1.807 millones (episodio 2020–2022) y USD 3.831 millones (ciclo 2011–2015), es decir, entre 4,4 % y 9,3 % de las reservas internacionales al cierre de 2025. Todas superan el costo de la cobertura de 2025.

Gráfico 4. Impacto hipotético de caídas del oro registradas en la serie oficial sobre la posición del BCRA al 31/12/2025 (USD millones)



Fuente: cálculo propio sobre BCRA, API de Estadísticas Cambiarias (serie XAU), y Anexo II de los estados contables. Caídas de máximo a mínimo de cada episodio; 2013: año calendario. Fechas y precios en el Anexo B.

El episodio de 2026 es particularmente ilustrativo. Tras alcanzar USD 5.344,90 por onza el 29 de enero, la cotización oficial cayó 9,1 % en la rueda siguiente y retrocedió 25,7 % hasta el 24 de junio (USD 3.972,58). Una caída de esa magnitud es precisamente el tipo de evento frente al cual la política de cobertura protege a las reservas internacionales.

Desde esta perspectiva, un costo equivalente al 11,9 % del valor de la posición al cierre —en el año de mayor suba de la serie oficial— constituye el precio de eliminar el riesgo de cola sobre un activo que

representa la quinta parte de las reservas internacionales, en línea con el objetivo de preservar su valor que fijan las directrices del FMI.

8. Conclusiones y recomendaciones

8.1 Conclusiones

1. El balance 2025 del BCRA exhibe un resultado neto de ARS 34,3 billones y un patrimonio neto de ARS 51,3 billones (+66,3 %), con opinión sin salvedades de la AGN.
2. La afirmación de que el BCRA perdió USD 1.023 millones con el oro es incorrecta como descripción del resultado económico de la operatoria: se basa en un cálculo parcial que mide sólo la pata de cobertura y omite la valorización del activo cubierto, consignada en el mismo párrafo del informe de la AGN.
3. Consolidadas ambas patas, la posición en oro arrojó un resultado positivo de entre USD 2.356,5 y 2.505 millones (+45,3 % a +48,1 % sobre el valor inicial). Con las cifras en pesos del propio informe de la AGN, el neto es de ARS +6,53 billones.
4. El resultado negativo de los derivados es la consecuencia matemática esperable de una cobertura a la baja en un año de suba excepcional, y coincide con el tramo superior —el mejor resultado posible— del corredor de la estrategia.
5. La operatoria fue de cobertura, como la describen el informe de la AGN y los estados contables: el BCRA nunca tuvo exposición neta vendedora al oro.
6. El costo de la protección (30,3 % de la valorización; 11,9 % del valor final) fue acotado frente al riesgo evitado, que en las caídas registradas en la serie oficial desde 2003 oscila entre USD 1.807 y 3.831 millones.

8.2 Recomendaciones

- **Para el BCRA:** incorporar en las notas a los estados contables una conciliación del resultado consolidado de la posición en oro (partida cubierta más instrumentos), con el ratio de cobertura, el tipo de estructura y la medición de su eficacia, publicada *ex post* para no comprometer la ejecución de la estrategia; y publicar el desglose de la cifra de USD 2.505 millones.
- **Para la AGN:** evaluar las operaciones de cobertura con el criterio de relación económica propio de la doctrina contable internacional, y preservar la coherencia entre las conclusiones del informe técnico y las comunicaciones públicas del organismo.
- **Para el debate público:** juzgar la gestión de reservas por sus resultados ajustados por riesgo y con la información disponible al momento de cada decisión, no por el resultado aislado de un instrumento en un escenario *ex post*.

En síntesis: el BCRA no perdió USD 1.023 millones con el oro. Pagó el costo de una cobertura que protegió el 100 % de su posición y, aun después de ese costo, la posición en oro le dejó en 2025 una ganancia neta de entre USD 2.356,5 y 2.505 millones.

Anexo A. Notas metodológicas

- **Tenencia.** $Q = 1.984,96$ miles de onzas troy, según la nota 4.1.1 de los estados contables ($\approx 61,7$ toneladas). La tenencia es idéntica al 31/12/2024 y al 31/12/2025.
- **Valorización.** Se toma $V_1 - V_0 = \text{USD } 8.585,662 \text{ M} - \text{USD } 5.206,145 \text{ M} = \text{USD } 3.379,5 \text{ M}$ (Anexo II, oro neto de previsión). El producto $Q \cdot (S_1 - S_0)$ arroja el mismo valor.
- **Tipo de cambio.** Tipo de cambio de referencia al 31/12/2025: ARS 1.459,4167 por USD (nota 3.5.1). El cociente entre las cifras en pesos y en dólares del resultado por opciones informado por la AGN (ARS 1.400.793 M / USD 960,2 M) es consistente con ese valor.
- **Collar anual equivalente.** Dispositivo analítico: no describe los contratos efectivamente concertados —que pueden haber sido estructuras sucesivas de menor plazo—, sino una estructura que produce el mismo resultado al cierre. K_c^* se obtiene por calibración con datos oficiales. Supuesto estructural: en el tramo $S \geq S_0$ la pata compradora (piso) no genera pagos.
- **Prima.** La prima informada por la AGN (USD 62,8 M) se trata como costo neto de la estructura.
- **Cifras en pesos.** En moneda constante al 31/12/2025; incorporan efectos de tipo de cambio y de reexpresión por inflación, por lo que no son directamente comparables con la medición en dólares.
- **Cotización del oro.** Serie oficial del BCRA (API de Estadísticas Cambiarias, código XAU, «tipo de pase» en USD por onza), disponible desde el 02/01/2003 y consultada el 09/10/2026. Coincide con los precios de valuación de la nota 4.1.1 al 31/12/2024 y al 31/12/2025.
- **Limitaciones.** No se dispone de información pública sobre precios de ejercicio, vencimientos, nocionales por operación ni contrapartes. La diferencia de USD 148,5 M entre la reconstrucción y la cifra del BCRA no puede atribuirse con la información disponible.

Anexo B. Verificación de cifras

Cada cifra del informe se contrastó con su fuente oficial. «EC» refiere a los estados contables del BCRA al 31/12/2025; «AGN» al Informe del Auditor Independiente (Res. 205/2026-AGN); «COM-May» y «COM-Oct» a los comunicados del BCRA del 14/05/2026 y del 08/10/2026; «API» a la serie oficial XAU del BCRA.

Cuadro 8. Cifras verificadas en fuentes oficiales

Dato	Valor verificado	Fuente y ubicación
Resultado neto 2025	ARS 34.257.935.075 miles	EC, Estado de Resultados
Resultado neto 2024	ARS 25.575.107.015 miles	EC, Estado de Resultados
Variación del resultado	+34,0 %	Cálculo; coincide con COM-May
Patrimonio neto 31/12/2025	ARS 51.298.203.759 miles	EC, Balance General
Patrimonio neto 31/12/2024	ARS 30.840.352.026 miles	EC, Balance General
Variación del patrimonio neto	+66,3 %	Cálculo; coincide con COM-May
Total del activo 2025 / 2024	ARS 187.554.391.465 / 150.098.990.364 miles	EC, Balance General
Reservas internacionales	USD 41.095 M (+48,5 %)	COM-May
Resultados no asignados	ARS 35.857.122.293 miles	EC, Estado de Evolución del PN

Dato	Valor verificado	Fuente y ubicación
Capitalización y reserva general	ARS 11,4 billones	COM-May
Remanente al Tesoro (art. 38 CO)	ARS 24,4 billones	COM-May
Determinantes del resultado	+66,4 %; -92,7 %; -84,4 %; USD 14.500 M	COM-May; EC, Estado de Resultados; AGN, énfasis c.5 (USD 14.469.160 miles)
Tenencia de oro	1.984,96 miles de oz troy	EC, nota 4.1.1
Precio del oro 31/12/2024 / 31/12/2025	USD 2.623,45 / 4.326,01	EC, nota 4.1.1; API
Oro neto (USD) 2024 / 2025	5.206.145 / 8.585.662 miles	EC, Anexo II
Oro (ARS) 31/12/2025	ARS 12.530.058.768 miles	EC, nota 4.1.1
Tipo de cambio de referencia	ARS 1.459,4167 por USD	EC, nota 3.5.1
Diferencias de cotización del oro	ARS 8.002.499.977 miles	EC, nota 4.22.4; AGN, énfasis e)
Línea «Por operaciones con instrumentos derivados»	-ARS 1.026.657.400 miles	EC, nota 4.22.6; AGN, énfasis e)
Pérdida de derivados con subyacente oro	ARS 1.469.155 M (USD 1.023 M)	AGN, énfasis e)
Resultado negativo por opciones	ARS 1.400.793 M (USD 960,2 M)	AGN, énfasis e)
Primas de opciones	ARS 68.362 M (USD 62,8 M)	AGN, énfasis e)
Finalidad de cobertura; sin posiciones abiertas	—	EC, nota 4.1.5; AGN, énfasis e)
Opinión de la AGN	Sin salvedades	AGN, apartado «Opinión»
Aprobación y disidencias	Res. 205/2026, 08/10/2026; Piazza, Almada, Naidenoff	AGN, Resolución 205/2026; comunicado AGN 08/10/2026
Resultado neto de la posición en oro	USD 2.505 M	COM-Oct
Cobertura del 100 %; desde 2007; 2007–2011 casi el doble	—	COM-Oct
Calificación «especulativas»	—	COM-Oct (atribuida al último comunicado de la AGN; no figura en el informe ni en el comunicado AGN del 08/10/2026)
Variación del oro 2024 / 2025	+27,1 % / +64,9 %	API (cierres anuales); EC, nota 4.1.1
Máximo de la serie previo a 2025	USD 2.788,99 (30/10/2024)	API
Máximos y pico de 2025	56 nuevos máximos; USD 4.518,58 (26/12/2025)	API
Cierres mensuales 2025 (Gráfico 3)	USD 2.808,08 (ene) a 4.326,01 (dic)	API
Episodio 2026	5.344,90 (29/01) a 3.972,58 (24/06): -25,7 %; -9,1 % el 30/01	API
Episodio 2011–2015	1.900,55 (05/09/2011) a 1.052,52 (17/12/2015): -44,6 %	API
Episodio 2008	1.008,60 (17/03/2008) a 711,30 (13/11/2008): -29,5 %	API
Episodio 2013	1.676,84 (31/12/2012) a 1.204,79 (31/12/2013): -28,2 %	API

Dato	Valor verificado	Fuente y ubicación
Episodio 2020–2022	2.057,73 (06/08/2020) a 1.624,60 (26/09/2022): -21,0 %	API

Cuadro 9. Cifras derivadas (cálculo propio sobre las fuentes anteriores)

Cifra derivada	Valor	Cálculo
Valorización del oro	USD 3.379,5 M	8.585,662 – 5.206,145
Resultado consolidado (reconstrucción)	USD 2.356,5 M	3.379,5 – 1.023,0
Diferencia con la cifra del BCRA	USD 148,5 M	2.505,0 – 2.356,5
Techo efectivo equivalente	USD 3.842,3 por oz	4.326,01 – 960,2 / 1,98496
Costo / valorización; / V_0 ; / V_1	30,3 %; 19,7 %; 11,9 %	1.023,0 / 3.379,5; / 5.206,1; / 8.585,7
Rendimiento consolidado	+45,3 % a +48,1 %	2.356,5 y 2.505,0 / 5.206,1
Neto en pesos (cifras AGN)	ARS +6.533.345 M	8.002.500 – 1.469.155
Oro / reservas; oro / activo	20,9 %; 6,7 %	8.585,7 / 41.095; 12.530 / 187.554 (ARS bn)
Peso del oro y de los derivados en el resultado	23,4 %; 4,3 %; 3,0 %	8.002.500, 1.469.155 y 1.026.657 / 34.257.935 (ARS M)
Opciones / primas	15,3 veces	960,2 / 62,8
Impacto de las caídas sobre V_1	USD 1.807 a 3.831 M (4,4 % a 9,3 % de reservas)	8.585,7 × caída; / 41.095

Anexo C. Referencias

C.1 Fuentes oficiales

Banco Central de la República Argentina (2026a). *Estados Contables al 31 de diciembre de 2025*.

<https://www.bcr.gov.ar/archivos/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/informes/estados-contables-2025.pdf>

Banco Central de la República Argentina (2026b). «Estados Contables Ejercicio 2025». Comunicado, 14 de mayo de 2026. <https://www.bcr.gov.ar/noticias/estados-contables-ejercicio-2025/>

Banco Central de la República Argentina (2026c). «BCRA obtuvo en 2025 un resultado neto positivo de USD 2.505 millones por su posición en oro». Comunicado, Gerencia de Comunicación Estratégica, 8 de octubre de 2026. <https://www.bcr.gov.ar/noticias/resultado-neto-positivo-oro-2025/>

Banco Central de la República Argentina (2026d). API de Estadísticas Cambiarias v1.0, cotización XAU. Consultada el 9 de octubre de 2026. <https://api.bcr.gov.ar/estadisticascambiarias/v1.0/Cotizaciones/XAU>

Auditoría General de la Nación (2026a). *Informe del Auditor Independiente. Banco Central de la República Argentina – Estados Contables al 31/12/2025*. Aprobado por Resolución 205/2026-AGN (Actuación 423/25), 8 de octubre de 2026. https://webagnapi.agn.gov.ar/sites/default/files/informes/2026-205-Informe_0.pdf — Resolución: https://webagnapi.agn.gov.ar/sites/default/files/informes/2026-205-Resolucion_1.pdf

Auditoría General de la Nación (2026b). «La AGN trató 6 informes». Actualidad institucional, 8 de octubre de 2026.

Fondo Monetario Internacional (2013). *Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*. Washington, D. C., 1 de febrero de 2013. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/020113.pdf>

IASB (2014). *NIIF 9 Instrumentos Financieros*, capítulo 6: Contabilidad de coberturas (párrs. 6.4.1 y 6.5.8). Londres: IFRS Foundation.

C.2 Bibliografía académica

- Baron, J. y Hershey, J. C. (1988). Outcome bias in decision evaluation. *Journal of Personality and Social Psychology*, 54(4), 569–579.
- Black, F. y Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654.
- Ederington, L. H. (1979). The hedging performance of the new futures markets. *The Journal of Finance*, 34(1), 157–170.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S. y Stein, J. C. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies. *The Journal of Finance*, 48(5), 1629–1658.
- Hull, J. C. (2022). *Options, Futures, and Other Derivatives* (11.^a ed.). Pearson.
- Smith, C. W. y Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 391–405.

Anexo D. Comunicado oficial del BCRA (extracto)

Reproducción del comunicado de la Gerencia de Comunicación Estratégica del BCRA sobre el resultado de la posición en oro en 2025 (8 de octubre de 2026), en el que se basa el apartado 3.2.

GERENCIA DE COMUNICACIÓN ESTRATÉGICA

BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Comunicado

BCRA obtuvo en 2025 un resultado neto positivo de USD 2.505 millones por su posición en oro

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) informa que, durante el ejercicio 2025, su posición en oro arrojó un resultado neto positivo de USD 2.505 millones. Este desempeño refleja el efecto combinado de la evolución del precio del metal y de las operaciones de cobertura financiera que la entidad aplica de manera habitual sobre el total de sus tenencias en este activo.

Las operaciones financieras con oro registradas en 2025 forman parte de la política de cobertura que el BCRA implementa sobre el 100% de su posición en oro. Dicha estrategia tiene como objetivo proteger las reservas internacionales frente a las pérdidas que podría ocasionar una caída significativa en el precio de uno de sus principales activos.

Como toda operación de cobertura, estos instrumentos conllevan un costo. En años en los que el oro muestra un desempeño favorable —tal como ocurrió en 2025—, los derivados financieros que actúan como seguro suelen registrar un resultado negativo. Este comportamiento responde a la naturaleza misma de la cobertura: el activo subyacente presenta una ganancia, mientras que el instrumento de protección absorbe una pérdida. Por ello, la evaluación correcta de la estrategia exige considerar ambas partes de la operación en forma conjunta y su efecto neto, que en este caso resultó ampliamente positivo.

Las coberturas efectuadas en 2025 se inscriben en una práctica habitual que el BCRA lleva adelante desde 2007, es decir, hace casi veinte años. De hecho, entre 2007 y 2011, los pagos realizados por coberturas de características similares representaron, en relación con el valor de mercado del oro en cartera, casi el doble de los pagos efectuados en 2025.

En este contexto, durante el período 2007-2011, la Auditoría General de la Nación (AGN) no formuló observaciones sobre la estrategia de cobertura utilizada ni sobre los pagos asociados. Tampoco se registraron observaciones por parte de los auditores externos del BCRA respecto de estas prácticas. Esta circunstancia confirma que las operaciones de cobertura sobre la posición en oro se ajustan a los estándares de auditoría y control aplicables.

La AGN como organismo de control externo del sector público nacional y en línea con el resto de los auditores, aprobó los estados contables del BCRA para el período 2025 que tuvieron un resultado récord en la historia del BCRA y el incremento patrimonial más alto en los últimos 20 años.

Fuente: BCRA, Gerencia de Comunicación Estratégica. Texto completo en <https://www.bcra.gob.ar/noticias/resultado-neto-positivo-oro-2025/>