La estabilidad económica nos da la posibilidad de estar más sanos

Congreso Internacional de Salud ALAMI
Buenos Aires, 25 de septiembre de 2025

Vladimir Werning, Vicepresidente del BCRA

BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

La estabilidad económica nos da la posibilidad de estar más sanos

1 | La enfermedad crónica Argentina (el impuesto inflacionario) y su síntoma visible ("hipo-ahorro" doméstico)

2 | La detección de su causa raíz (el déficit fiscal) y el factor de riesgo en el historial familiar (el gasto público)

3 | El diagnóstico alarmante de 2023 (hiperinflación) y la terapia intensiva aplicada en 2024 (recapitalizar BCRA)

4 | Una intervención quirúrgica (ajuste fiscal y monetario) acompañada por medicación adecuada (gasto social)

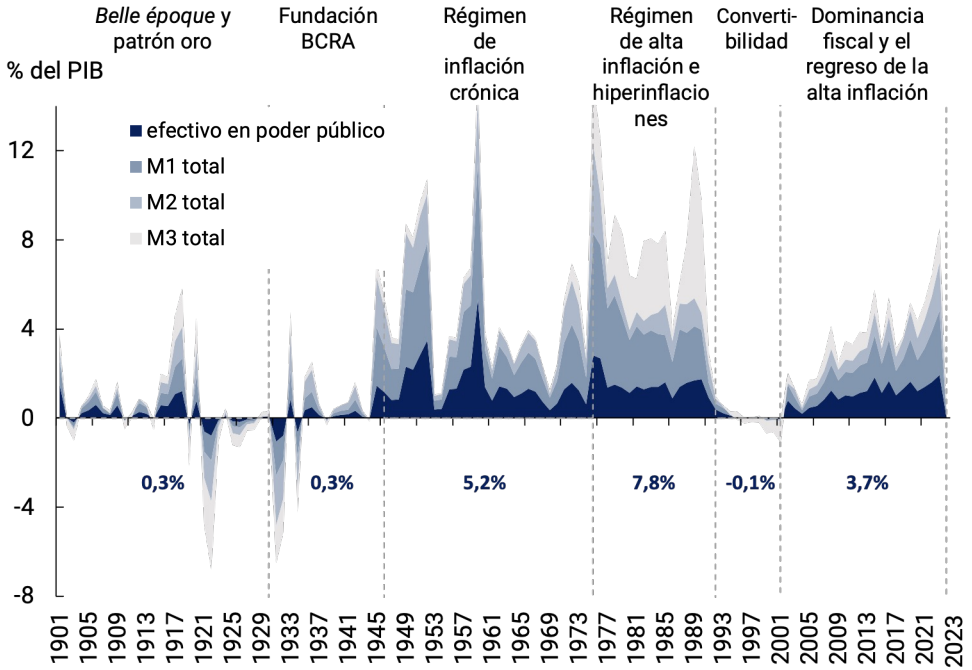
5 | El paciente estabilizado (baja inflación) adopta el protocolo de rehabilitación (más reservas, menos deuda)

6 | La recuperación en curso (*crowding in* de crédito) muestra una cicatriz temporaria (elecciones y tasas altas)

7 | Anticipando el alta médica (asistencia del US Treasury y acceso del Tesoro al mercado afianzarán la estabilidad)

8| La posibilidad de una mayor esperanza y mejor calidad de vida (tres historias clínicas comparadas)

Argentina: Un siglo de impuesto inflacionario

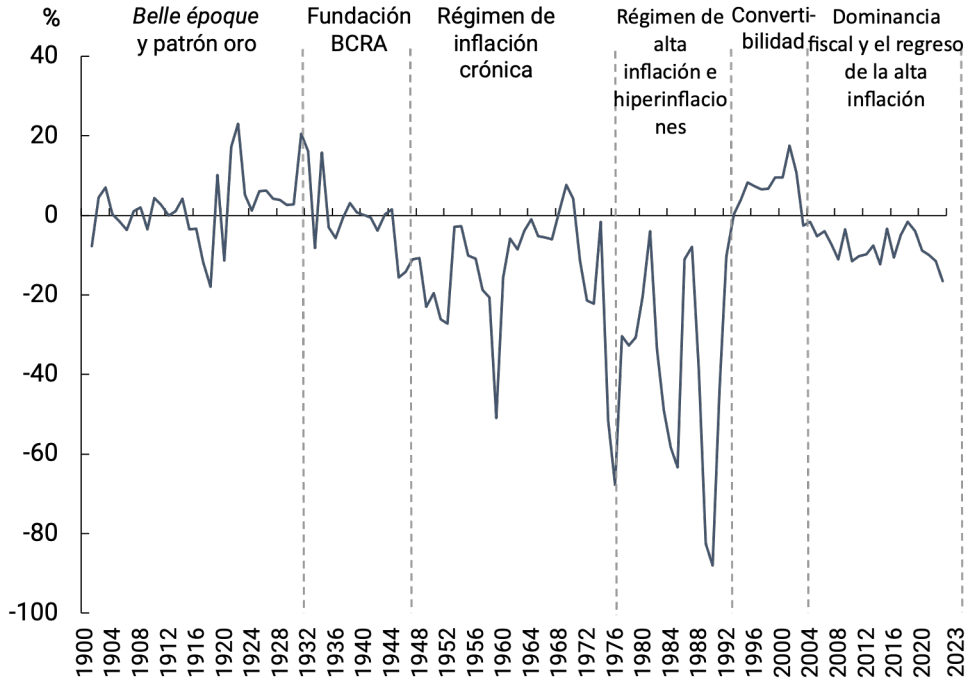


Nota | Los períodos muestran los cobros de impuestos inflacionarios en % del PIB.
Fuente | BCRA.

- Desde 1945 (con excepción de 1990s) el **Estado Argentino ha recurrido al impuesto inflacionario para financiarse** de manera desmedida y crónica
- Jurídicamente, es un impuesto que no cumple con el requisito de aprobación legislativa
- Organizativamente, genera incertidumbre en las decisiones de gestión y de presupuesto
- Financieramente, reduce el horizonte de planeamiento y la capitalización empresaria
- Económicamente, promueve ineficiencias y distorsiona la asignación de recursos
- Socialmente, tiene un impacto regresivo
- **La inflación nos enferma, nos debilita, nos hace sufrir discapacidades y puede convertirse en una patología terminal (hiperinflación)**

Argentina: Un siglo de tasa de interés real (*ex-post*)

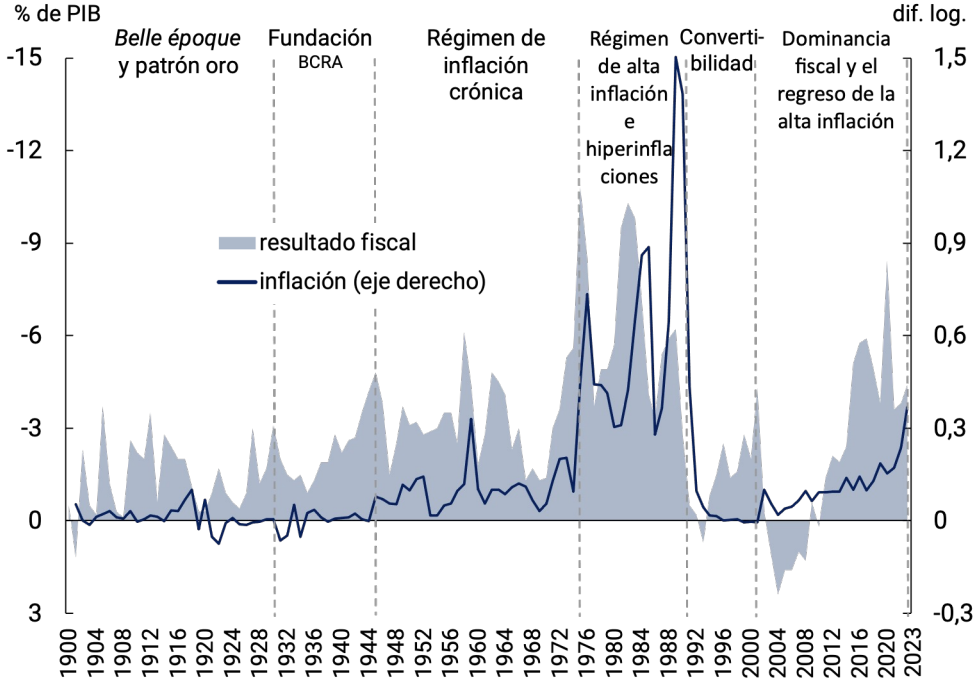
Promedio plazos fijos bancarios



Fuente | BCRA.

- La persistencia de inflación (alta, volátil y creciente) ha enfrentado al ahorrista a **tasas de interés negativas en términos reales** (salvo en los 1990s)
- Ese retorno sistemáticamente negativo (sumado a pérdidas incurridas por los *defaults* de deuda pública) **desalienta el ahorro interno del país**, promueve la dolarización de portafolios/salida de capitales, y desmonetiza la economía
- A su vez, el bajo ahorro interno **limita la inversión privada** y contribuye a la vulnerabilidad de balanza de pagos (dependencia de financiamiento externo)
- La inversión baja **reduce la productividad**
- La emisión excesiva de dinero tiene impacto real:
  - Inflación crónica = estancamiento económico
  - Inflación aguda = crisis/colapso financiero

Argentina: Un siglo de resultados fiscales e inflación

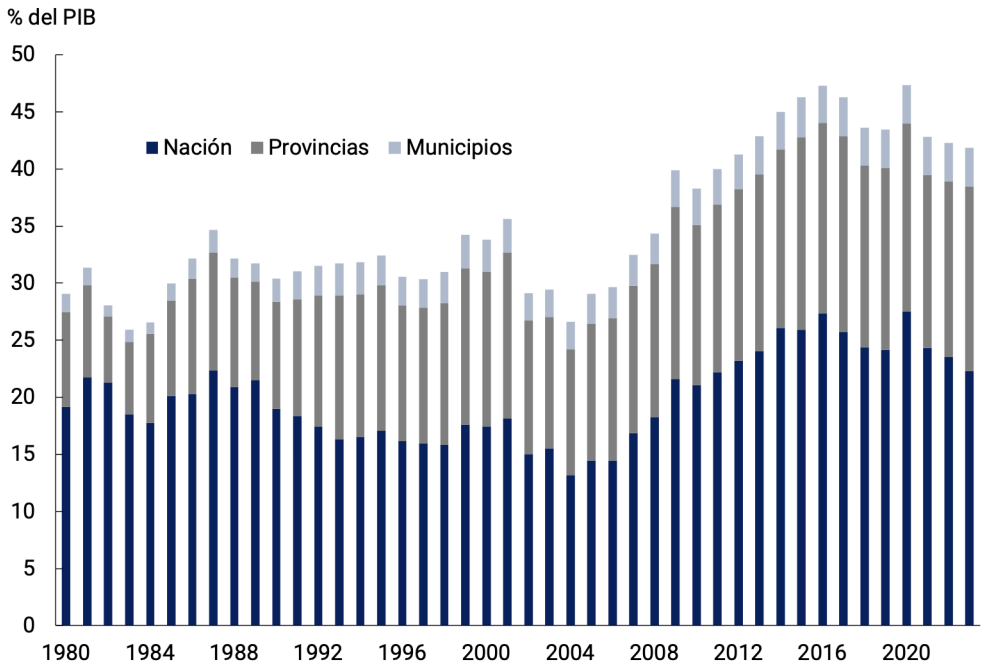


Fuente | BCRA.

- **La inflación es un fenómeno monetario**
- El desmanejo sostenido de la emisión monetaria tiene su origen en las **necesidades excesivas de financiamiento del déficit fiscal** (*dominancia fiscal* de la política monetaria)
- La propensión a aumentar **la emisión monetaria cobra impulso cada vez que un nivel excesivo de gasto público agota las otras fuentes de financiamiento tradicionales** del gasto público:
  - Las alzas de impuestos (por recurrentes)
  - El acceso al crédito (pasa a intermitente)

El historial familiar (el gasto público) como factor de riesgo detrás de la causa raíz (el déficit fiscal)

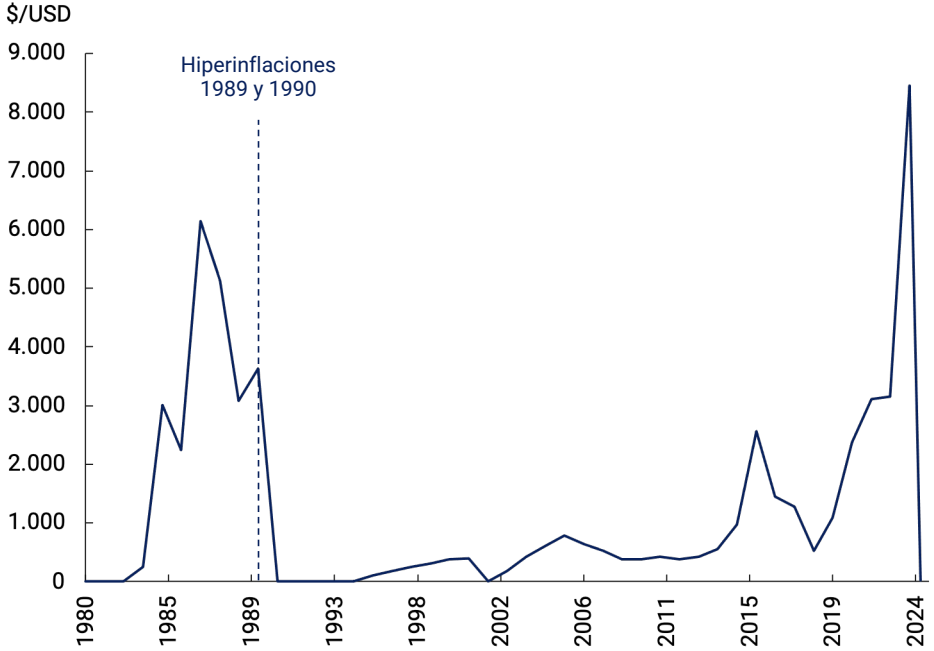
Argentina: Gasto Público Consolidado



Nota | Datos a 2023.
Fuente | Mecon.

- La excesiva emisión monetaria se origina en el agotamiento de fuentes tradicionales de financiamiento del gasto público:
  - Impuestos
  - Crédito/deuda
- El **gasto público sólo constituye/intermedia una transferencia** entre privados (según se financia)
  - Entre sectores productivos (vía impuestos)
  - Entre generaciones (vía deuda)
  - Entre ahorristas y deudores (vía inflación)
- El exceso de gasto ha impulsado un **exceso de impuestos, deuda y emisión, perjudicial** para:
  - La competitividad (vía mayor impuestos)
  - La inversión privada (vía mayor deuda)
  - El ahorro privado (vía mayor inflación)

BCRA: Ratios de pasivos remunerados sobre reservas internacionales líquidas
En $/USD constantes de jul-24

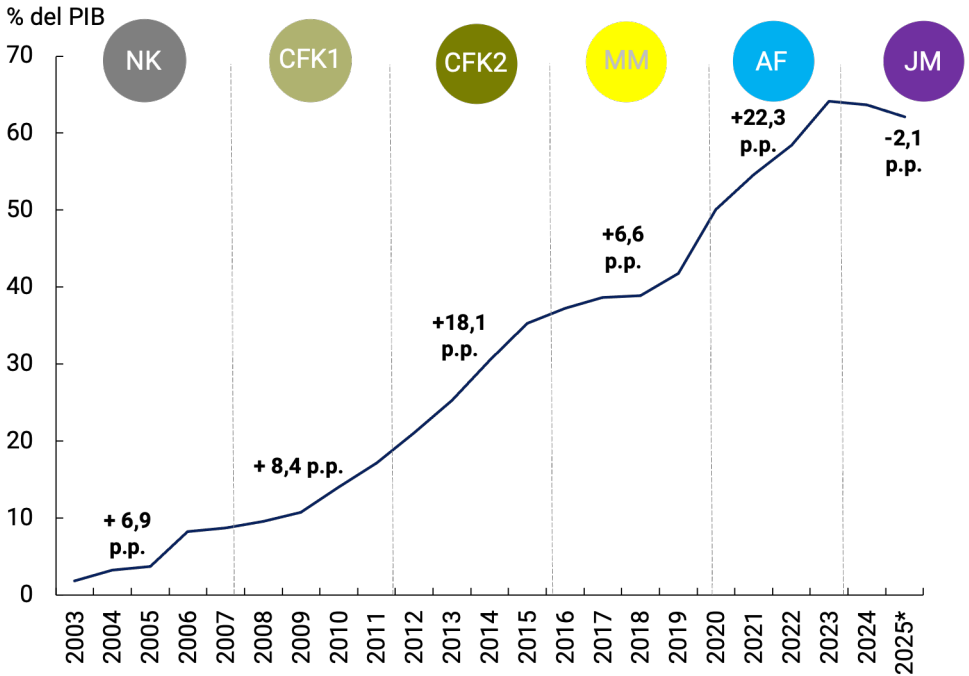


Fuente | BCRA e INDEC.

- **El deterioro patrimonial del BCRA** (reflejado en el ratio entre *pasivos remunerados y activos líquidos*) **durante 2023 superó el nivel de deterioro que alcanzó antes de desatarse las hiperinflaciones observadas** (1989 y 1990)
- La contención que brindó el *cepo* cambiario **postergó el estallido hiperinflacionario en 2023**
- Los **costos de la imposición del *cepo* cambiario** incluyen: el fomento de la brecha cambiaria, la pérdida de reservas, la acumulación de incumplimiento de pagos comerciales, la desmonetización de la economía y los cuellos de botella en la cadena productiva
- La respuesta rápida de la nueva administración (ajuste fiscal, monetario y cambiario) **desactivó el riesgo hiperinflacionario en 2024**

Financiamiento acumulado del BCRA al Tesoro Nacional

Monetización y uso de reservas



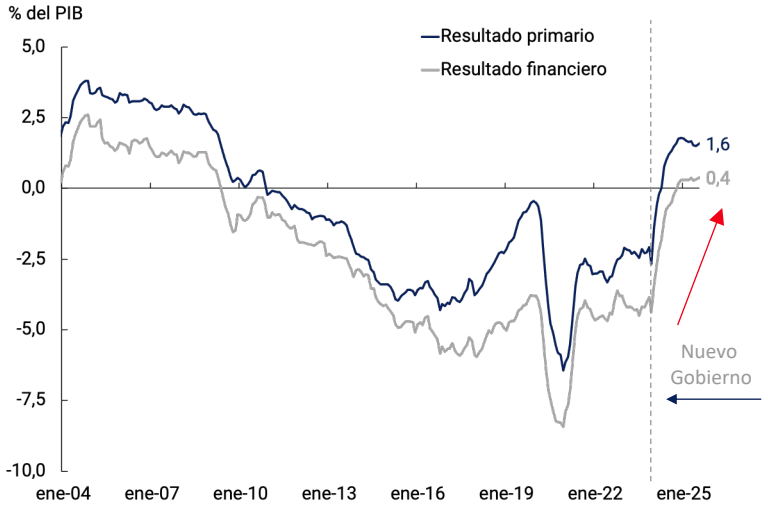
Nota | 2024: Financiamiento monetario y con reservas desde el 10 de diciembre de 2023.
Datos hasta el 1-sep-25. Fuente | BCRA e INDEC.

- **Hasta 2023 el Tesoro se financió por más de 60 puntos de PIB** apropiándose de recursos del BCRA (emisión y reservas)
- **Recuperar y preservar la estabilidad requiere sanear las instituciones monetarias**
- Para Argentina ese saneamiento puede parecer una "terapia innovadora". Para la mayor parte del resto del mundo ese saneamiento es tan común como una "receta de la abuela"
- En definitiva, el financiamiento del gasto público no puede seguir dependiendo de:
  - La emisión monetaria de BCRA
  - La apropiación de reservas de BCRA
- **Recuperar la estabilidad económica nos da la posibilidad de estar más sanos**

La intervención quirúrgica: Cirugía del déficit fiscal (presente y futuros) y extirpación de los excedentes monetarios (déficits fiscales acumulados del pasado)

Balance Fiscal y Primario del SPNF

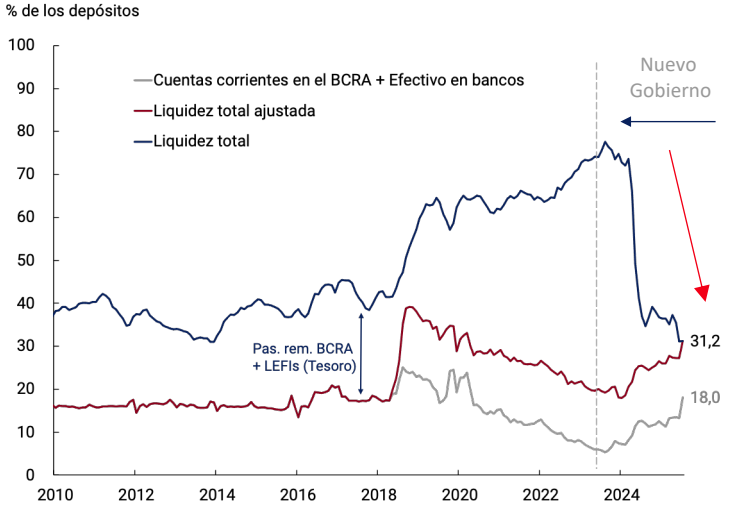
Acumulado últimos 12 meses



Nota | Datos hasta agosto de 2025. 2022 no incluye ingresos extraordinarios. 2021 no incluye asignación extraordinaria de DEGs. Previo al cambio metodológico 2017 se estimó el resultado excluyendo las transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional, y , para el resultado primario excluyendo, además, las rentas de la propiedad de las Instituciones de la Seguridad Social. Fuente | BCRA.

La austeridad fiscal (frente al déficit crónico): Permite honrar la deuda, bajar impuestos y promover la inversión y empleo

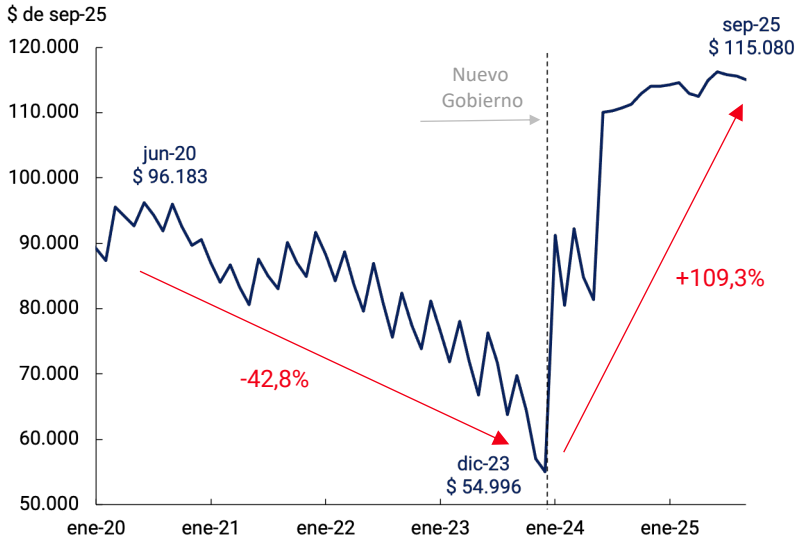
Liquidez del Sistema Financiero



Nota | La liquidez total incluye efectivo en bancos, cuenta corriente de entidades en el BCRA, LEBAC, LELIQ, NOTALIQ, NOCOM, Pases netos, LEFI y Títulos para la integración de efectivo mínimo. La liquidez total ajustada incluye efectivo en bancos, cuenta corriente de las entidades en el BCRA y títulos para la integración de efectivo mínimo. Datos a Ago-25. Fuente | BCRA.

La firmeza monetaria (frente al *overhang)*: Permite bajar la inflación, eliminar el cepo, y promover el ahorro y crédito

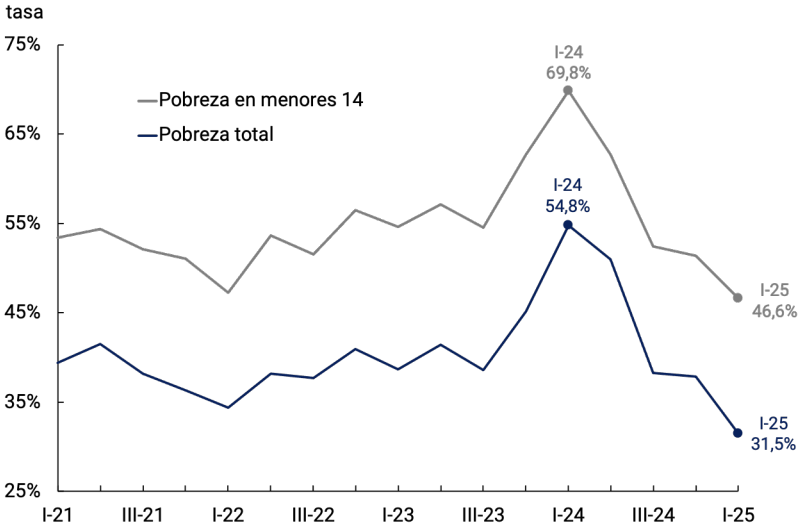
Asignación Universal por Hijo (AUH)
A precios constantes de Sep-25



Fuente | Ministerio de Economía e INDEC.

La estabilidad: Permite inaugurar un proceso de evaluación y reasignación presupuestaria más racional y sostenible

Pobreza total y pobreza infantil
Estimación trimestral

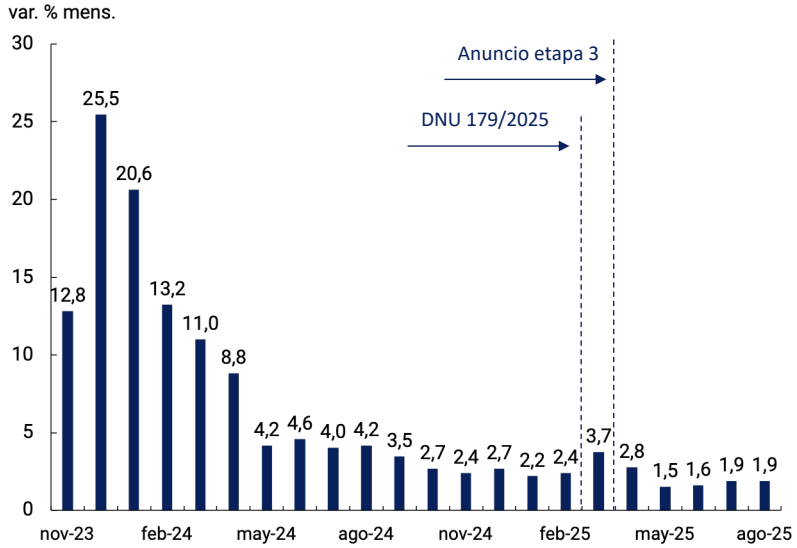


Fuente | BCRA e INDEC.

La estabilidad: Permite avanzar un proceso que sana las heridas sociales infligidas por el régimen de alta inflación

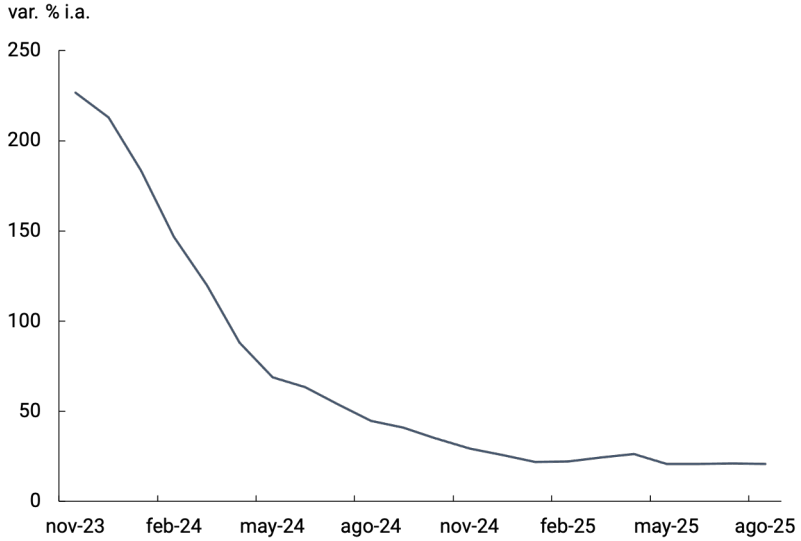
Un paciente estabilizado: El termómetro marca una baja fuerte de la fiebre (inflación observada) y los estudios indican una reducción de la inflamación (expectativa inflacionaria)

Índice de Precios al Consumidor



Nota | Datos a agosto de 2025.
Fuente | INDEC.

Expectativas de inflación próximos 12 meses
REM (consenso de analistas de mercado)



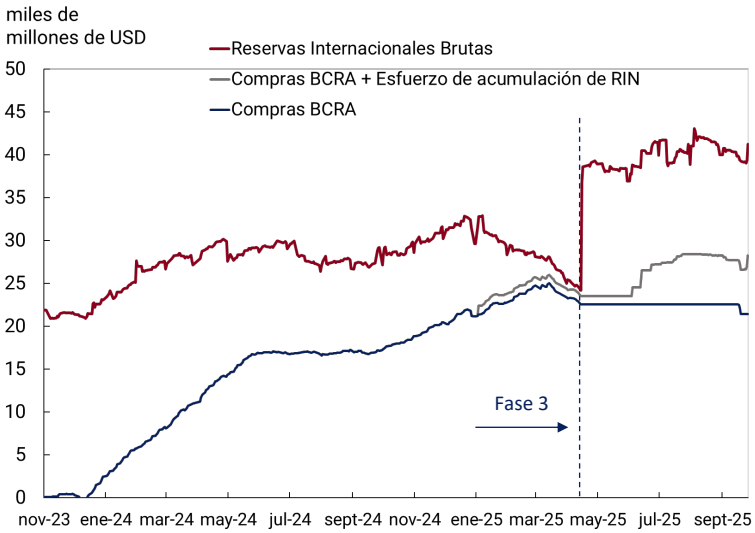
Fuente | REM-BCRA.

La solidez del equilibrio macro: Luego de la flotación cambiaria continuó el proceso de baja de inflación observada

La credibilidad del equilibrio macro: En medio de elecciones se mantuvieron ancladas las expectativas de inflación futura

El protocolo de rehabilitación indicado: un progresivo aumento de activos (reservas) y reducción de pasivos (deuda)

Compras acumuladas al sector privado y RRII de BCRA

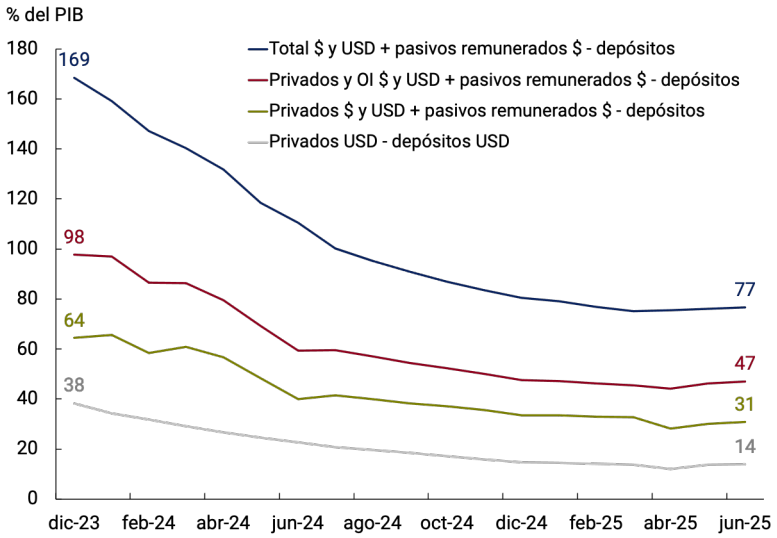


Nota | Datos al 26 de septiembre.
Fuente | BCRA.

Una mayor liquidez de los activos: La compra récord de reservas preservó la solvencia de la deuda y la mayor disponibilidad de reservas le otorga respaldo al régimen cambiario

Deuda pública consolidada por tipo de acreedor

Tesoro y pasivos remunerados del BCRA

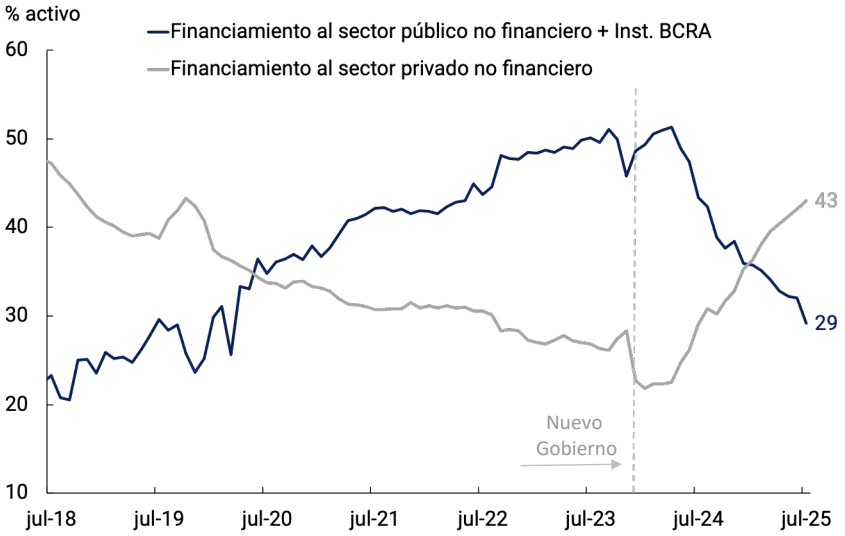


Fuente | BCRA.

Una mayor solvencia de los pasivos: Acceso en el futuro al mercado de deuda internacional facilitará la acumulación de reservas (mayor liquidez)

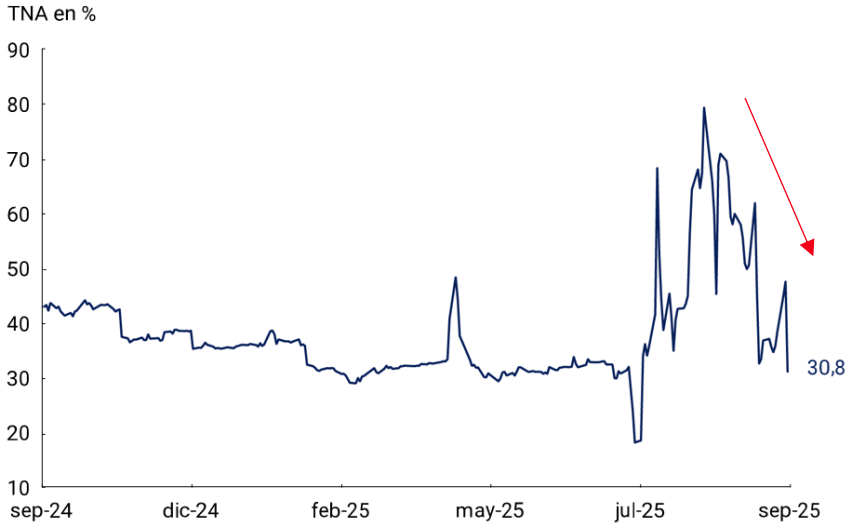
Una cicatriz no perjudica el proceso de recuperación: El *crowding in* del crédito al sector privado refleja un equilibrio macro sano y la suba de tasa de interés impulsada por riesgo electoral es transitoria

Stock de crédito bancario: *Crowding in* del crédito al sector privado



Nota | Financiamiento al sector público no financiero: Posición en tít. públicos + Préstamos al s. público + LEFI. Sector público incluye todas las jurisdicciones.
Fuente | BCRA.

Tasas de interés de corto plazo (Repo)



Nota | Datos al 24 de septiembre.
Fuente | BCRA.

Tendencia virtuosa (basado en el equilibrio macroeconómico): El ajuste fiscal liberó recursos financieros para el sector privado

***Shock* transitorio (provocado por riesgo electoral):** La suba de la tasa de interés ya se encuentra en proceso de normalización

El alta médica anticipada: El acceso al mercado externo por parte del Tesoro con el fin de refinanciar normalmente su deuda externa permitirá consolidar la estabilidad

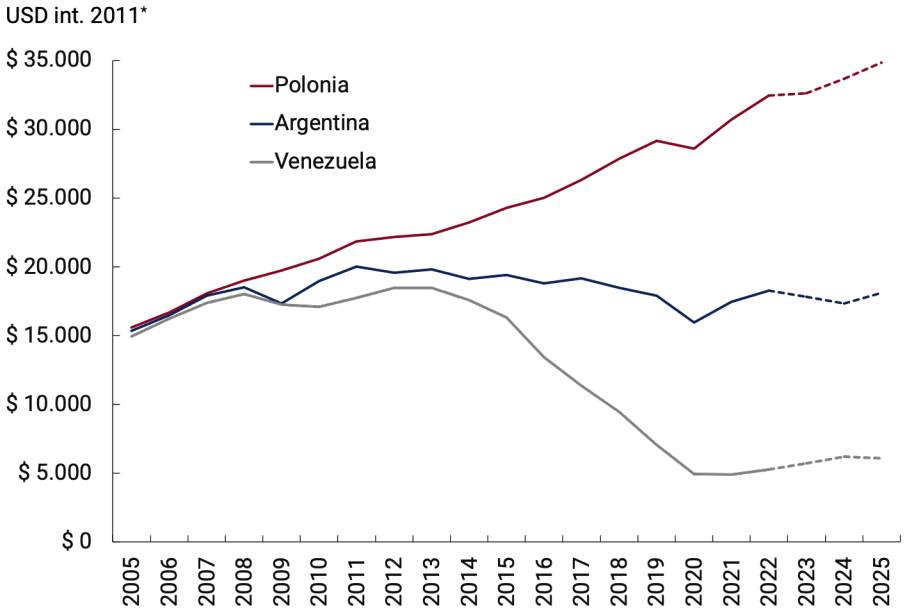
Prima de riesgo soberano y corporativo
Diferencial de tasa de títulos argentinos
con respecto a bonos del tesoro americano

Fuente | Bloomberg.

- Las leyes del Congreso aprobando gastos sin recursos y la incertidumbre electoral generaron **inestabilidad cambiaria (dólar), monetaria (tasas de interés), y crediticia (riesgo país) temporaria**
- En realidad, **desde 2020 el *riesgo país* dejo de sintetizar el riesgo argentino**, surgiendo una dicotomía inusual:
  - **Un *riesgo soberano* (público) creciente** (reflejando la fragilidad financiera del Tesoro) y
  - **Un *riesgo corporativo* (privado) decreciente** (reflejando la solidez de las empresas argentinas).
- Esto fue el **resultado de una reestructuración de deuda pública 2020 mal diseñada, mal ejecutada** y en ausencia de un programa económico consistente y sostenible
- El **reciente respaldo financiero del US Treasury** y el **futuro acceso al mercado externo del Tesoro argentino** impulsaran la convergencia entre el riesgo soberano y corporativo, **afianzando así la estabilidad propia de una economía que vuelva a operar en condiciones normales**

Una mayor esperanza y mejor calidad de vida: Habiendo evitado en 2024-25 el camino tomado por Venezuela, Argentina puede cambiar el rumbo en 2026-27 siguiendo los pasos de Polonia

PIB per cápita, 2005 a 2025



Nota | USD int. 2011: dólares internacionales constantes de 2011 (PPP).
Fuente | De 2005 a 2022, Maddison Project. Desde 2023 en adelante, variaciones basadas en WEO (FMI) de abril 2025.

- Comparación de **tres historias clínicas**:
  - Shock séptico (colapso de **Venezuela**)
  - Estado vegetativo (estancamiento de **Argentina**)
  - Salud vigorosa (despegue de **Polonia**)
- **El estancamiento** de la economía argentina de las últimas décadas **reflejaba un equilibrio altamente inestable** (debido a los desequilibrios de stocks y flujos macro) **con sesgo al colapso (Venezuela)**
- Los ajustes en curso permiten redefinir el equilibrio macro de manera de **cambiar el sesgo de la convergencia en la dirección opuesta (Polonia)**
  - 2022-23: Mala praxis macro y patología terminal
  - 2024-25: Internación y reversión de shock séptico
  - **2026-27: Rehabilitación y alta médica**

Muchas Gracias