

Discurso

Discurso del vicepresidente del BCRA en el 43° Congreso Anual del IAEF

Agradecimiento

Buen día. Quiero agradecer al IAEF por la invitación a este 43° Congreso Anual y por la oportunidad de compartir, una vez más, las perspectivas del Directorio del BCRA ante este auditorio.

*Esta es la tercera edición consecutiva en la que participo. Como en otras oportunidades, vuelvo a compartir el diagnóstico del BCRA con la expectativa de que resulte útil para navegar y **aprovechar la profunda transformación económica de la Argentina que lidera el Presidente Javier Milei** y que ha sido ampliamente respaldada por la sociedad en las elecciones legislativas del año pasado.*

I. Introducción: Lanzamiento, transición y consolidación

***En mi participación en el 41° Congreso del IAEF en 2024 intenté aclarar los objetivos de la Etapa 1 y 2 del programa de estabilización y proyectar la salida a un problema de tantas dimensiones económicas.** La pregunta central era si la Argentina podía estabilizarse sin caer en los atajos de programas pasados, que terminaban en licuaciones inflacionarias, congelamiento de depósitos, reestructuraciones de deuda y maxidevaluaciones recurrentes. La respuesta que ofrecimos desde el BCRA fue afirmativa.*

Aspirar a consolidar la estabilidad y reconstruir la credibilidad requería alinear los pilares macroeconómicos en una secuencia consistente, pero no necesariamente obvia. La estrategia elegida no era convencional. Pero, justamente por esa razón, estaba resultando efectiva: ajuste fiscal abrupto para terminar con la dominancia fiscal, baja de tasas de interés para resolver el overhang monetario, traspaso de pasivos al fisco para frenar la emisión monetaria, ingeniería financiera para resolver la deuda comercial privada y sortear un colapso de actividad, y la implementación de un deslizamiento cambiario para ofrecer inicialmente un ancla de previsibilidad en una economía altamente dolarizada.

***Durante el 42° Congreso en 2025 me resultó oportuno compartir el diagnóstico de que la estabilización estaba siendo exitosa pero que estábamos en un año de transición.** Habiendo ejecutado la “demolición controlada” del régimen económico anterior, la tarea principal de la Etapa 3 consistía en sentar las nuevas bases para “construir oportunidades”.*

La Etapa 3 se había inaugurado con la unificación y flexibilización cambiaria y se completaría posteriormente con la eliminación de la tasa de política monetaria. Estas medidas definían el régimen de control de agregados monetarios como única ancla nominal. El régimen era distinto del paradigma de



metas de inflación que prevalece hoy en día en economías ya estabilizadas y con mecanismos de transmisión de tasas eficientes.

Pero su valor residía en que había resultado útil en precedentes exitosos como Perú e Israel, que lo habían implementado para contextos de inflación alta similar a los niveles que transita Argentina. Claro está que hace un año en este foro no podíamos anticipar que la incertidumbre electoral escalaría al nivel que lo hizo y llevaría a un proceso de dolarización extrema, equivalente a 50% de M2.

Sin embargo, habiendo atravesado semejante prueba ácida, hoy podemos reconocer la verdadera consistencia y la fortaleza del programa. También nos permite valorar la convicción política para respaldar el programa, a diferencia de los años electorales del pasado cuando la conveniencia cortoplacista siempre conducía al relajamiento fiscal y monetario.

En esta oportunidad, el mensaje que quisiera compartir en relación a la 4ta. etapa del programa es uno de consolidación del rumbo económico, libre de conflictos entre objetivos de política económica y también libre de desequilibrio externo. Es cierto que la economía todavía está absorbiendo un shock geopolítico significativo –el conflicto en Medio Oriente y su impacto sobre los mercados de materias primas global.

Sin embargo, lo hace desde una posición externa muy sólida. Por primera vez, la economía argentina **preserva su estabilidad financiera doméstica sin requerir ajustes** en la política económica, diferenciándose así de la mayoría de las economías emergentes.

La estabilidad observada no es casualidad. Es resultado de la consistencia macroeconómica y de un marco de flexibilidad de precios domésticos e integración comercial que empiezan a guiar la asignación de recursos de la única manera que resulta sostenible en el largo plazo.

En esta ocasión quisiera organizar mis reflexiones en torno a tres ejes:

- Primero, los progresos de esta 4ta etapa del programa, poniendo particular énfasis en **el equilibrio externo**;
- Segundo los grandes avances en **el saneamiento del balance del BCRA**, destacando la contribución que hace para anclar las expectativas de inflación; y,
- Tercero, **la estrategia del BCRA** hacia adelante en materia monetaria, cambiaria y financiera.

II. La Etapa 4 del programa: Progreso macroeconómico

Arrancando con los progresos macroeconómicos de la Etapa 4 me parece oportuno destacar 4 aspectos de la actual coyuntura.

1. **El equilibrio externo** y su aporte inédito a estabilidad financiera
2. Los cambios en **precios relativos** que afectaron el IPC pero no generan persistencia inflacionaria



3. La **dinámica de la actividad**, liderada por las exportaciones y acompañada por el consumo, que está a punto de recibir el impulso de la inversión
4. Los cambios afectando las vías de comercialización, los **márgenes de equilibrio** y la intermediación financiera

1. El equilibrio externo aporta estabilidad financiera

El escenario internacional del primer trimestre de 2026 no fue benigno. El conflicto en Medio Oriente reavivó presiones alcistas sobre la inflación global, elevó las tasas de interés internacionales e incrementó la volatilidad del dólar estadounidense. Las economías emergentes, en su conjunto, enfrentaron condiciones de liquidez más adversas.

Argentina fue la excepción, principalmente, por dos razones.

Primero, y en el corto plazo, por la fortaleza del marco macroeconómico construido a lo largo de estos dos años y medio. El equilibrio fiscal, el control monetario, la flexibilidad cambiaria y el fortalecimiento de la posición externa se conjugaron para que Argentina preservara la estabilidad cuando otras economías emergentes la perdían.

Segundo, y a la larga, porque el impacto a través del canal comercial resulta positivo para el país: los precios de las principales materias primas exportadas por Argentina aumentaron. El balance comercial del primer trimestre continuó mejorando y la cuenta corriente de la balanza de pagos resultó positiva.

Es decir, este año la economía argentina estará expandiéndose sin producir un desequilibrio externo como los que en ocasiones pasadas han alimentado expectativas de devaluación.

Esto es un verdadero hito. Pero la novedad no es sólo el reflejo de la variación coyuntural de precios de exportación. También refleja **el cambio estructural de los volúmenes exportados**, sean estos en sectores pujantes como la energía y minería, en sectores competitivos como el agroindustrial, en sectores innovadores como los servicios tecnológicos, o en segmentos tradicionales de industria. Argentina está batiendo récords de exportaciones en todos los rubros.

El encendido del motor exportador no es casualidad, es consecuencia de una apuesta a favor de una mayor previsibilidad jurídica, de una menor carga impositiva, de una mayor flexibilidad en la asignación de recursos, de la eliminación de restricciones financieras y del impulso a la apertura de nuevos mercados. Es decir, estamos observando el resultado de **una gestión económica integralmente orientada a darle sostenibilidad externa al crecimiento económico.**

La sostenibilidad externa es una novedad por su carácter estructural. A diferencia de la visión de corto plazo de la sostenibilidad que suele limitarse a un debate en torno del tipo de cambio real (TCR), la sostenibilidad duradera se basa en diversos pilares estructurales:



- Primero, en **el ancla fiscal**, que ha sido el determinante indiscutiblemente más importante en la evolución de los déficits de cuenta corriente.
- Segundo, en las cualidades del financiamiento externo, hoy liderado por **la inversión extranjera directa (IED)**.
- Tercero, en **el fomento del ahorro doméstico y la repatriación de capitales de residentes**. Este pilar se ampara en la competencia de monedas que se distingue por no depender de un seguro de cambio y no fomenta un multiplicador de argendólares.

Estos cambios estructurales son los que hacen realidad lo que anticipamos en diciembre de 2023: **“La moneda escasa en Argentina dejará de ser el dólar y pasará a ser el peso”**. En torno a este diagnóstico hoy pareciera cobrar especial atención la compra de reservas del BCRA, ya casi 10.000 millones en lo que va del año, entre otras variables económicas.

Pero sería un error enfocarse en los stocks. La creciente escasez relativa del peso con respecto al dólar se sostiene en **la dinámica virtuosa de flujos**. La manera más sencilla de dimensionar la importancia de esta tendencia y entender la novedad que trae el programa actual es a través de una comparación histórica.

Recordemos el último intento de estabilización, a fines de 2017, cuando la economía crecía a apenas en torno al 2.5% y el déficit de cuenta corriente trepaba por encima del 4.0%. Hoy la economía viene creciendo a un ritmo de 4.5% y la cuenta corriente es superavitaria. Esta es la manera más simple de explicar el contraste entre el daño irreparable a la confianza y a la estabilidad que produjo el shock adverso del 2018 vs. el impacto imperceptible que trae el shock adverso del 2026.

2. Los cambios en precios relativos no propagan la inflación

En materia de precios, el IPC fue afectado recientemente por factores estacionales previstos y transitorios –carne, educación, indumentaria. Esos factores ya están quedando atrás. Mientras tanto, **la suba gradual de precios a lo largo del último año ha respondido a fuertes cambios en precios relativos**, propios de un programa de estabilización que además incorpora reformas estructurales.

Dicho de otra manera, el cambio en **el nivel agregado de precios se está viendo afectado por ajustes en precios de mercados específicos**: me refiero a (a) la normalización de tarifas de servicios públicos, (b) la integración comercial de productos transables como la carne y, más recientemente, (b) la repercusión doméstica del shock del precio internacional del petróleo.

Ante este cuadro, se observa lo esperable: **la inflación subyacente se mantuvo estable y no manifiesta impactos relevantes de segunda ronda**. Detrás de esto hay una razón clave: el ancla fiscal y monetaria no permiten propagar el traslado de los shocks de costos mencionados a otros mercados.

Por eso, tampoco sorprende que el Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA refleja que el sector privado considera estos impactos temporarios, anticipando una reducción sostenida de la inflación en lo inmediato. **Las expectativas inflacionarias se mantienen ancladas**. En los trimestres que vienen la inflación continuará reduciéndose, a pesar del reacomodamiento continuo de precios relativos.

3. La actividad está siendo liderada por las exportaciones, acompañada por el consumo, y está a punto de recibir el impulso de la inversión

En materia de actividad, no sólo la dinámica de las exportaciones ofrece un impulso. **También acompaña el consumo privado que superó niveles históricos.** Esto puede llamar la atención dado que el pico de consumo se verifica a pesar de que la economía está terminando de digerir el impacto de la incertidumbre electoral sobre la mora en la cartera de préstamos de los bancos, particularmente la de préstamos personales.

La recuperación de la actividad se consolidará, abarcando progresivamente más sectores. Esto sucede regularmente en todos los ciclos; es algo que se puede corroborar estimando el "ratio de Sharpe" a lo largo de cada expansión económica. Aunque hay sectores que serán líderes naturales del actual ciclo, para operar requieren de insumos, infraestructura, servicios urbanos, y logística. De esta manera su eslabonamiento con otros sectores contribuirá a la creación de oportunidades de empleo.

Aunque la inversión privada retrocedió en trimestres recientes debido a la incertidumbre electoral, hoy se observa una expansión de fuentes de financiamiento corporativo doméstica y externa. Esta expansión anticipa que se **prenderá el tercer motor de la expansión económica en curso, la inversión.**

Las reformas estructurales son claves en el encendido de este motor. La nueva composición del Congreso ha permitido la sanción reciente de marcos jurídicos con incentivos para promover la inversión y el empleo formal. Durante el primer trimestre de 2026 se suscribieron dos acuerdos internacionales que vinculan a la economía argentina con mercados que representan el 43% del PIB global.

4. Se están produciendo cambios en las vías de comercialización, en los márgenes de equilibrio y en la intermediación financiera

Se están observando grandes impactos de la innovación y la desregulación. Están **cambiando las vías de comercialización y el tamaño de los márgenes** asociados a las ventas. Ante estos fenómenos, y como sucede en todo plan de estabilización exitoso, **el sector privado deberá adaptarse.** Dicho de otra manera, los márgenes de equilibrio están siendo redefinidos.

- Primero, **los retornos se están ajustando porque son función del riesgo que disminuye.** No resulta factible que persistan los márgenes que convivían cuando el riesgo país oscilaba arriba de 2000 puntos cuando el indicador ha caído por debajo de 500 puntos.
- Segundo, **los factores contributivos a los márgenes se están rebalanceando** por la transición de un régimen de alta a baja inflación; donde la productividad operativa irá creciendo en relación a la contribución financiera.
- Por último, en la facturación **cobra peso la capacidad de aumentar ventas** por encima de la velocidad de remarcación de los precios.

Por estas razones, en el actual ciclo de inversión **cobra especial importancia las decisiones de capitalización** orientadas a lograr una mayor escala de producción.



III. El saneamiento del balance del BCRA

Permítanme detenerme en un punto que considero central en esta presentación y que va más allá de la coyuntura. Me refiero a **los resultados del ejercicio 2025 del BCRA**, recientemente publicados en los estados contables auditados.

1. El resultado positivo: el mayor en más de veinte años

En moneda constante, el resultado del ejercicio 2025 fue el mayor de los últimos 20 años, con la única excepción del año 2019, cuyo resultado se benefició de un cambio de criterio contable extraordinario. Si excluimos ese factor, el resultado de 2025 es directamente el mejor en más de dos décadas.

La ganancia neta del BCRA creció a \$34,3 billones, un 34% más que en 2024. Se constituyeron reservas por \$11,4 billones –un 13% más que el año anterior– y el patrimonio neto del BCRA aumentó a \$51,3 billones, un 66% más que a fines de 2024.

Para tomar dimensión de la calidad de estos resultados es importante mencionar que, por segundo año consecutivo, el resultado neteado de ganancias por diferencias de cotización también fue significativamente positivo.

2. Las fuentes de la mejora: genuinas

¿De dónde proviene esta mejora? La composición del resultado del ejercicio 2025 refleja tres factores genuinos: un menor ingreso por intereses sobre un activo de mejor calidad, con mayor participación de reservas líquidas; un menor costo de financiamiento debido a la reducción sostenida de los pasivos remunerados –incluyendo la eliminación de las LEFIs en julio de 2025; y un ingreso neto por revalorización de activos. En otras palabras: el balance del BCRA mejoró porque **mejoró la calidad de sus activos y se redujo el costo de sus pasivos**.

3. Los dividendos: un círculo virtuoso

Los dividendos del ejercicio 2025 puestos a disposición del Tesoro Nacional ascendieron a \$24,4 billones. Su destino es novedoso: \$18,4 billones se aplicaron a recomprar Letras Intransferibles del Tesoro en cartera del BCRA –equivalentes a un valor nominal original de USD 21.700 millones–, y \$6 billones se constituyeron como depósitos del Tesoro en el BCRA.

Esta asignación de resultados crea un círculo virtuoso: el saneamiento del balance genera dividendos que, al aplicarse a recomprar Letras Intransferibles, en vez de monetizarse, mejora aún más la calidad del activo del BCRA. **Es el opuesto de la dinámica que heredamos a fin de 2023**, cuando el BCRA financiaba al Tesoro a costa de deteriorar su propio balance, intensificando los controles cambiarios, y alimentando expectativas inflacionarias.

El fortalecimiento del balance del BCRA no representa una cuestión meramente contable. **Este fortalecimiento le otorga mayor respaldo al peso y, de esta manera, contribuye a despejar riesgos**



inflacionarios. Un banco central que fortalece su balance recupera instrumentos de política monetaria y cambiaria y resulta más efectivo para mantener ancladas las expectativas en momentos de incertidumbre.

IV. La estrategia del BCRA: política monetaria, cambiaria y financiera

¿Cuál es la agenda hacia adelante? Déjenme destacar tres dimensiones importantes de la estrategia del BCRA.

1. Política monetaria: Manejo de liquidez y ciclo crediticio

En materia de política monetaria, **el manejo de liquidez del BCRA persigue consistencia.** A tal fin, reconoce que la evolución del equilibrio monetario y del equilibrio cambiario pueden correr a velocidades distintas en el corto plazo. La compra de dólares del BCRA expandió la liquidez, pero a través de sus herramientas –operaciones de mercado abierto, repos, simultáneas y la normalización de encajes– el BCRA preserva el equilibrio monetario que asegura la continuidad del proceso de desinflación.

En meses recientes, **la venta sostenida de dólares** por parte de las empresas ha impulsado un aumento de demanda por activos líquidos del Tesoro. El propósito último de esa venta es la de alimentar un ciclo de inversión, por lo tanto, **está anticipando un aumento genuino de la demanda de dinero**, aunque con un rezago mayor al esperado.

El ciclo crediticio también irá contribuyendo a consolidar el aumento de demanda de dinero. Reconociendo el carácter bimonetario del sistema financiero, en el **segmento de dólares** el ciclo crediticio ya está en plena expansión y, en paralelo, el rol del mercado de capitales en la intermediación crece todos los meses.

En el **segmento de pesos**, el nuevo ciclo de expansión en el crédito al sector privado está próximo dado que la mora aparenta haber tocado pico. **El ciclo nuevo resultará más selectivo, saludable y sostenible.** Se basará en los aprendizajes de deudores y acreedores que van adecuando su comportamiento a un régimen de baja inflación donde las deudas no se licuan y donde el historial crediticio importa a la hora de definir el sujeto y el costo del crédito.

2. Política cambiaria: flexibilidad, compra de reservas, y aumento del “poder de fuego”

En materia cambiaria, **el régimen de flotación ha demostrado su virtud como amortiguador de shocks**, tanto domésticos y externos. Hoy el tipo de cambio se encuentra estable, mientras que la **compra de reservas** internacionales se da en un contexto favorable **de caída en la tasa de interés** doméstica.

El BCRA resetea su capacidad de fuego para enfrentar coyunturas adversas más allá de la acumulación de reservas. En este sentido, se están reforzando múltiples herramientas de manejo cambiario:

- La semana pasada, debido al vencimiento de contratos de futuros de mayo, el BCRA prácticamente terminó de cerrar su posición abierta que llegó a un pico de alrededor de USD 8 mil millones previo



a las elecciones. El éxito en este manejo del **libro de futuros del BCRA** durante el año pasado dota de renovada credibilidad a esa herramienta indispensable en el manejo del equilibrio cambiario.

- Los **swaps de monedas bilaterales** activados estarán nuevamente disponibles por su totalidad a mediados de este año cuando en diciembre 2023 estaban pendientes de pago por un monto cercano a USD 8 mil millones.
- Con anticipación a sus vencimientos, el BCRA avanza en el proceso de refinanciación de **repos con bancos internacionales** por USD 6 mil millones

En cuanto al programa de compra de reservas, también se observa que avanza a pesar de que el exceso de oferta del mercado cambiario convive con una ampliación de las fuentes de demanda. Las compras del BCRA se dan en un contexto de:

- Ampliación de la libertad de pagos por parte de las empresas, tanto de importaciones y de deuda como de dividendos. De hecho, en lo que va del año el mercado cambiario ha absorbido, en lo que va del año, **demanda de dividendos por USD 1.8 mil millones de dólares**. Además, el horizonte para el manejo libre de esas operaciones se flexibilizó.
- Progreso en los **pagos de Bopreal**. De hecho, a partir del pago más reciente, **ha quedado saneado el 50% del problema** de la deuda comercial privada existente en diciembre 2023.
- En paralelo, la libertad otorgada en abril de 2025 a las familias para **ahorrar en dólares ya no genera disrupciones financieras**. Por el contrario, se observa que luego de la elección de medio término un 90% de los dólares comprados en el MLC para atesoramiento, cerca a los 1 mil millones por mes, se ahorran dentro del sistema financiero local. Estas compras por lo tanto no reducen las reservas internacionales y, por el contrario, alimentan la intermediación en dólares por vía del crédito bancario y del mercado de capitales.

A medida que avanza el año, es de esperar que la acumulación de reservas continúe alineándose al ritmo de la compra de reservas que lleva a cabo el BCRA. Esto reflejará el **gran progreso del Tesoro en el programa de refinanciamiento de sus obligaciones en dólares**. El Tesoro viene priorizando de manera racional las fuentes de financiamiento más baratas: aprovechando la repatriación de ahorro en dólares de residentes para colocar títulos en dólares y las operaciones con garantías de organismos internacionales.

Quiero mencionar además que el Informe de Política Monetaria (IPOM) recientemente publicado hay una sección especial de análisis que presenta importantes **lecciones para Argentina del proceso de acumulación de reservas del Banco Central del Perú**. Esta experiencia resulta de interés para Argentina porque Perú también opera como economía bimonetaria y porque su precedente es considerado un éxito.

Durante las primeras dos décadas del programa, el proceso de acumulación de reservas internacionales del BCRP: (a) no estuvo asociado al valor del **tipo de cambio real**, (b) presentó un **progreso no lineal** en el tiempo, (c) su período de mayor aceleración reflejó **factores exógenos** y (d) la trayectoria de las reservas netas **convergió con rezagos** a la velocidad de acumulación de reservas brutas.

3. Política financiera: Respaldo, estabilidad y competencia

Por último, en materia del sistema financiero, se puede destacar dos temas trascendentales.



- **Primero, la total normalización del marco de encajes bancarios** donde el respaldo en efectivo de los depósitos se elevó desde su mínimo de 4% a fin de 2023 a su nivel histórico del 11% hoy. Se rebalanceó la exigencia entre categorías y se simplificó el marco regulatorio. El sistema bancario opera hoy con un respaldo prudencial de los depósitos y con niveles altos de capitalización.
- **Segundo, el continuo perfeccionamiento del régimen de control de la cantidad de dinero** está dando resultados alentadores. La volatilidad excesiva de tasas de interés que caracterizó la transición en 2025 fue eliminada a fin de febrero 2026 sin sacrificar la endogeneidad de la tasa de interés. Esto reflejó una combinación de acciones del BCRA y de la CNV: incluyendo (a) la normalización de la política de integración diaria de encajes, (b) incentivos normativos que favorecen la reintermediación bancaria, (c) mejoras operativas que hacen más predecible la circulación de liquidez entre privados y (d) la aplicación de un régimen que favorece el desapalancamiento y la capitalización de los intermediarios no bancarios, entre otras.

La agenda de BCRA continúa priorizando la profundización de la transformación iniciada: mayor competencia, mejores servicios de intermediación, y costos financieros más bajos para empresas y familias en un marco de estabilidad de precios e incentivos de mercado.

Conclusión: La Etapa 4 del programa abre oportunidades

En conclusión, el mensaje de hoy es que el progreso del programa económico a lo largo de sus 4 etapas **abre grandes oportunidades**. El programa, diseñado sobre principios macroeconómicos sanos y ejecutado con convicción política, **ha producido resultados que parecían "ambiciosos" hace dos años o que, parafraseando a la directora del FMI, Kristalina Georgieva, parecían "imposibles"**.

En concreto, hoy en día:

- **El balance del BCRA refleja el mejor resultado en dos décadas** y la recuperación de sus herramientas acota la inestabilidad a futuro.
- **Los shocks globales no desestabilizan las expectativas domésticas** ni requieren ajustes adicionales en la política macroeconómica
- **La inflación está bajando gracias al ancla monetaria** luego de fuertes ajustes de precios relativos, mientras que la inflación subyacente muestra un buen comportamiento.
- **La economía crece sin desbalances externos gracias al ancla fiscal** y a pesar de un contexto global desafiante para la mayoría de las economías.
- **Las reservas se acumulan rápidamente** gracias a la política cambiaria y el BCRA amplía y refuerza sus otras herramientas de manejo de cambiario, mientras que el Tesoro progresa en ampliar sus fuentes de financiamiento en moneda extranjera.
- **El sistema financiero opera con respaldo genuino** y nuevos incentivos a cumplir su rol de prestar al sector privado; el mercado de capitales se encamina a una mayor capitalización y menor apalancamiento.
- **Los depositantes ahorran en el país** aprovechando un régimen de competencia de monedas robusto y eficiente.



- **Las empresas persiguen oportunidades** de inversión con disponibilidad de financiamiento de largo plazo, creciente libertad de precios y ausencia de restricciones.

El BCRA continuará contribuyendo a este proceso virtuoso, ejerciendo su mandato con prudencia, paciencia, convicción y con la misma ambición puesta al inicio de su gestión, de manera de asegurar la estabilidad y reestablecer el potencial económico que se habían perdido a lo largo de décadas en las que prevalecieron políticas populistas insostenibles.

Muchas gracias.

Martes 2 de junio de 2026