

## Discurso

### Discurso del vicepresidente del BCRA en la 47.ª Convención Anual del IAEF

#### I. INTRODUCCIÓN

Buenos días. Agradezco al IAEF por la invitación a esta 47.ª Convención Anual y felicito al comité organizador por el esfuerzo de convocarnos en ciudades del interior de la Argentina que nos alejan de las tensiones de Buenos Aires. En Misiones podemos valorar la naturaleza extraordinaria de nuestro país, bajar un cambio y, darnos mayor espacio para debatir temas importantes del futuro económico.

El tema elegido para la Convención de este año, “De la estabilidad al crecimiento” resulta muy apropiado al momento económico del país. El planteo que acompaña ese título, “Cómo generar competitividad sostenida”, es también acertado, por dos razones.

- Primero, porque al destacar el concepto de “competitividad” se pone énfasis en la productividad que es un ingrediente central al crecimiento de las empresas y al de la economía en su conjunto.
- Segundo, porque la referencia a la “sostenibilidad” indica que las propuestas de interés para mejorar la competitividad excluyen los atajos voluntaristas conocidos y poco efectivos.

Este año resulta adicionalmente atractivo como oportunidad para abordar el crecimiento y la competitividad por ser un año libre de ansiedades impuestas por el calendario electoral.

Aunque voy a referirme a algunos temas coyunturales que sé que siempre son de interés de la audiencia, espero que con esta presentación les pueda dejar una idea central:

***La importancia que tiene encarar las reformas e inversiones, tanto puertas afuera como puertas adentro de sus empresas, para guiar la transformación de los próximos 12 meses, momento en el cual podremos volver a encontrarnos en una convención como esta para evaluar esos resultados.***

Resulta muy relevante para los ejecutivos del sector privado poder visualizar los determinantes del crecimiento y de la competitividad futura de su sector. Esto les permitirá tomar acciones que conduzcan al futuro deseado por sus accionistas, sus trabajadores y sus clientes. Con una mirada propia de la función pública abordaremos algunas determinantes puertas afuera de la empresa. En otros paneles los empresarios y ejecutivos compartirán los principios y aprendizajes que les permiten transformar sus empresas puertas adentro y competir mejor en un contexto de estabilidad macroeconómica.

## II. ESTRUCTURA DE LA PRESENTACIÓN

A partir de las premisas mencionadas, mi intención inicial era dividir la presentación de hoy en 2 secciones principales:

- **Una sección con análisis sobre el presente:** Incluyendo elementos coyunturales, como la dinámica de la política monetaria, cambiaria y crediticia, junto a iniciativas que representan cambios estructurales, como la reforma a la carta orgánica del BCRA, y medidas con impacto en el sistema bancario y en el mercado de capitales.
- **Una sección con reflexiones generales sobre el futuro:** Incluyendo los elementos que ponen en perspectiva la sostenibilidad del programa económico y la marcha del programa en comparación internacional.

Sin embargo, últimamente uno escucha debates o propuestas económicas que dan la impresión de que nos hemos olvidado demasiado rápido del pasado. Me refiero a la idea peligrosa que parece reflotar: “un poco más de inflación no es grave” y un corolario de esta: “el objetivo de reducir la inflación choca con el objetivo de impulsar la actividad”.

No hay nada más alejado de la realidad y de la racionalidad que esta idea y su corolario. Para eliminar cualquier duda al respecto es que incorporé en esta presentación una 3era sección.

- **Una sección introductoria sobre el pasado que distinga premisas falsas de verdaderas:** Basándonos en la evidencia empírica del pasado económico, haremos referencia al mito de la ilusión monetaria y a la verdad del impuesto inflacionario.

Poder establecer un consenso sobre las enseñanzas de nuestro pasado económico evitará confusiones y facilitará apreciar las virtudes de la transformación que, con esfuerzo, está encarando hoy el país.

Estas virtudes incluyen:

- El curso fundamental que ha trazado el presidente Milei con eje moral en valores trascendentales para todos como son el derecho a la vida, la libertad y la propiedad;
- El programa económico que diseñó el ministro Caputo con eje en la consistencia interna de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias;
- Las reformas estructurales que impulsa el ministro Sturzenegger con eje en la productividad y la sostenibilidad económica; y
- La agenda estratégica del Directorio del BCRA liderado por su presidente, Santiago Bausili, orientada a restaurar la credibilidad en la institución más fundamental de la economía: la estabilidad.

La idea central de esta presentación es que:

***Solamente a partir de haber recuperado la credibilidad en sostener el compromiso con la estabilidad resultará posible acelerar y ampliar el crecimiento económico y la competitividad.***

Esta convicción del Directorio del BCRA surge reconociendo que el crecimiento depende de la capacidad del ahorro doméstico y su rol para potenciar la inversión privada. La estabilidad económica es condición necesaria de ese equilibrio macroeconómico fundamental.

Estos conceptos son los mismos que compartimos recientemente en una presentación ante la Comisión de Finanzas y que le dan fundamento a la propuesta de reforma de la Carta Orgánica que ya tiene media sanción del Congreso.

### III. CONSENSO SOBRE LOS RESULTADOS DEL PASADO

Comienzo con una observación sobre el concepto que hoy parece colarse peligrosamente en los debates económicos: La idea de que un poco de inflación podía ser funcional a objetivos económicos. En definitiva, la hipótesis relativista de que la inflación no constituye un problema demasiado grave.

Afortunadamente, no es necesario enfrentar esta teoría sin fundamentos con una teoría alternativa. Resulta suficiente contrastar la hipótesis con la evidencia empírica argentina para desestimarla.

Recordemos primero que:

- La aceleración inflacionaria observada durante 2023 se asimiló a episodios hiperinflacionarios del pasado;

Además, a lo largo de los años la evidencia empírica muestra y reafirma una y otra vez que la inflación:

- Ha tenido consecuencias adversas en materia social;
- No contribuyó a resolver la dispersión de la actividad sectorial;
- Estancó el nivel de actividad económica;
- Deprimió el nivel de productividad y competitividad;
- Operó como un impuesto. Entre 2003 y 2023, la estimación presentada muestra una transferencia acumulada hacia el Estado equivalente a unos USD 390.000 millones, aproximadamente 60% del PIB. Esa transferencia no fue aprobada en un presupuesto ni discutida como un tributo. Surgió de la pérdida de poder adquisitivo del dinero en manos de las familias argentinas.



- Resultó del debilitamiento patrimonial del Banco Central. El financiamiento directo e indirecto al Tesoro (incluyendo la pérdida de reservas líquidas, la emisión de dinero exógeno y los costos de esterilización) generaron un daño sobre el patrimonio del BCRA equivalente a unos USD 550.000 millones, aproximadamente 85% del PIB, durante el período 2003-2023.

Estos números permiten extraer una conclusión simple.

***La estabilidad es una condición necesaria para proteger el ingreso, recuperar el ahorro, reconstruir el crédito e impulsar el crecimiento y la competitividad.***

Partir de este consenso básico resulta absolutamente central para explicar la orientación de la política económica del presente y sus virtudes. Esto haremos en las siguientes dos secciones.

## **I. ANÁLISIS DE LA DINÁMICA PRESENTE**

Me gustaría abordar dos dimensiones complementarias al análisis sobre el presente económico. La primera dimensión es coyuntural y comprende la política monetaria, la política cambiaria y la evolución del crédito. La segunda es estructural y comprende las reformas destinadas a hacer permanente la estabilidad permitir el desarrollo de la intermediación financiera con el fin de impulsar el ahorro, la inversión, el crecimiento y la productividad.

### **a. Política monetaria y proceso de desinflación**

Comencemos por la política monetaria. Hoy el BCRA se guía por un marco de control de los agregados monetarios. Existiendo varios agregados resulta oportuno poner énfasis en 3 agregados específicos.

- **La base monetaria refleja el control prudente de la liquidez ejercido por el BCRA.** La experiencia argentina muestra que una expansión potencial de liquidez no puede evaluarse de forma aislada. Importa su origen, importa su velocidad y, sobre todo, importa si responde a una recuperación genuina de la demanda de dinero. La base monetaria se ha mantenido restringida en términos reales, aun en un contexto de inyección de liquidez por compras de divisas. Este manejo aseguró que la inflación haya retomado su senda descendente luego de que múltiples ajustes de precios relativos toquen un pico en marzo. Es decir, la política monetaria buscó que los shocks transitorios no se conviertan en presiones de precios persistentes.
- **El M2 privado transaccional permite constatar el proceso de remonetización esperado:** La evolución de las tasas de interés de corto plazo a partir de febrero permitió dar lugar a un alza gradual del M2 transaccional privado a mediados de año. La demanda de dinero debe recuperarse como consecuencia de una menor inflación, expectativas más estables y una mayor previsibilidad. La política monetaria no persigue forzar la remonetización, sino de acompañarla.
- **El crédito al sector privado muestra un punto de inflexión:** Los datos recientes sobre el agregado de préstamos en pesos y en dólares sugieren un punto de inflexión en el ciclo crediticio. El pico



de la mora bancaria coincide con el valle en el crecimiento del crédito bimonetario. Desde mayo, los préstamos bancarios bimonetarios al sector privado comenzaron a recuperarse en términos reales.

## b. Política cambiaria y fortalecimiento externo

Una segunda dimensión del manejo coyuntural es la política cambiaria del BCRA.

- **La acumulación fuerte de reservas brutas (RIB):** Desde diciembre de 2023, las reservas internacionales brutas aumentaron cerca de USD 30.000 millones. Este aumento ocurrió al mismo tiempo que se realizaron pagos netos por más de USD 40.000 millones y se avanzó en la eliminación de restricciones cambiarias.
- **La acumulación inobservada de reservas netas (RIN devengadas):** Una reflexión importante en torno a la dinámica de las reservas tiene que ver con la deuda comercial acumulada durante el período de controles cambiarios (2019-2023). Normalmente los componentes de la balanza de pagos se miden en base devengado, imputándose el impacto de la transacción al ejercicio en el cual sucedió. Sin restricciones cambiarias las reservas medidas en términos efectivos coinciden con su medida devengada. Pero esto no necesariamente ocurre cuando se aplican restricciones cuantitativas al mercado de cambios. En estas ocasiones las *reservas netas devengadas* se estiman ajustando las *reservas netas efectivas* por el aumento de la deuda externa comercial no deseada entre 2019-2023 y por su reducción posterior, entre 2024-2026. Cabe notar que las *RIN devengadas* muestran una mejora de USD 35.100 millones entre 2024-2026, muy superior a la mejora de USD 25.400 millones que registran las *RIN efectivas* para ese mismo período. En definitiva, esta divergencia se explica reconociendo que el punto de partida (diciembre 2023) del programa económico fue mucho más desafiante del que se reconoce: las *RIN efectivas* de USD -11.200 millones correspondían a una posición de *RIN* mucho más deterioradas medidas en base devengada: USD -34.600 millones. Resulta meritorio que hoy en día las *RIN devengadas* dejaron de ser negativas.
- **La ampliación del “poder de fuego” del BCRA:** También se amplió el poder de fuego cambiario. A las compras de divisas por más de USD 14 mil millones en 2026 se les suma la mejora en el acceso de liquidez del BCRA por todo concepto (incluyendo la reducción de la posición vendida del Banco Central en el mercado de futuros) por más de 20 mil millones.
- **Expectativas rezagadas y mejora del superávit externo:** El aspecto a destacar de la política cambiaria que excede la acumulación del stock de reservas y el poder de fuego cambiario del BCRA es el cambio en los flujos de balanza de pagos que sostienen ambas a futuro. Cabe notar que todavía hoy el superávit comercial evoluciona por encima de las expectativas privadas. Se observa que una cuenta corriente superavitaria que responde a fundamentos económicos más robustos. Entre otros elementos, surge visiblemente el rol del equilibrio fiscal para reducir la probabilidad de desequilibrios externos.

### c. Política crediticia: el ciclo y soluciones populistas vs. realistas

La tercera dimensión que quisiera analizar es la política crediticia. Me gustaría destacar lo siguiente:

- **Un cambio estructural (la mora bancaria privada de hoy del 7,7% comparada con la mora bancaria pública esperada de 2023 del 80,0%):** Uno de los cambios estructurales más importantes del programa económico ha sido la recuperación del acceso al crédito por parte del sector privado, tanto empresas como familias. Previamente, el sistema bancario destinó una proporción elevada de sus activos a financiar al sector público y al propio Banco Central, desplazando a familias y empresas. Cuando se analiza la mora del sistema bancario resulta útil primero tomar perspectiva: Hoy el foco recae sobre la mora privada que es de 7,7% de los préstamos. La irregularidad en el modelo inclusivo de crédito vigente debe compararse con la irregularidad del modelo previo de crédito exclusivo al sector público. Bajo el modelo bancario anterior los bonos del Tesoro Nacional, a quien los bancos prestaban principalmente, valían apenas 20 centavos por dólar; es decir, el mercado descontaba una mora esperada del sector público del 80%.
- **La mora refleja el impacto, con rezago, de un shock pasado (riesgo electoral 2025):** El shock electoral deprimió temporariamente la demanda de dinero, elevó las tasas de interés y redujo el ingreso disponible de las familias. El aumento de mora es un fenómeno cíclico y hay indicios de que ya llegó a su pico.
- **La irregularidad de la cartera de los bancos alcanzó un pico:** La mora total ha oscilado en torno de 7,7% durante 3 meses. La mora depende de la cantidad de deudores que dejan de pagar su crédito y de la cantidad de créditos nuevos que se otorgan. En el rubro de familias se observa por un lado la moderación de la mora y por otro la desaceleración del crédito. A futuro la recuperación del crédito debería impulsar una baja de la mora.
- **Propuestas populistas no mejoraran la situación de la mora, pero pueden perjudicar el acceso al crédito:** Se escuchan varias propuestas populistas: Primero, algunos proponen asistir a los bancos, pero los mismos están muy bien capitalizados y pueden afrontar sus pérdidas con su capital. Una segunda solución populista consiste en relajar regulaciones prudenciales pero las mismas no tienen mérito ya que tendrían poco impacto sobre el universo de deudores en mora. La tercera propuesta populista consiste en reducir encajes bancarios para inyectar liquidez, pero esto implica debilitar el respaldo de los depósitos. Esas propuestas atienden el síntoma de la mora pero no su causa raíz y pueden terminar restringiendo el crédito a las familias que pretenden impulsar.
- **Las soluciones reales deben atacar la causa raíz y evitar perjudicar el acceso al crédito.** ¿Qué se observa que puede haber contribuido a aumentar la mora? Primero están las decisiones equivocadas de acreedores y deudores en cuanto a su expectativa inflacionaria y la posibilidad de licuar sus deudas que no sucedió. Pero eso no se puede cambiar. ¿Qué es lo que sí se puede cambiar para reducir la mora? Un factor que dificulta el pago de los préstamos es el alto costo financiero total (CFT) en algunos segmentos de crédito.



- **Factor cíclico de costo financiero:** En parte esto se debe a que el CFT se redujo mucho menos desde su pico pre-electoral (octubre 2025) para las familias (personales y tarjetas) que para las empresas y los créditos hipotecarios. Hoy las familias enfrentan una TEA que representa 3/4 de la que pagaban durante el pico de incertidumbre electoral mientras que las empresas enfrentan una TEA que ya es 1/5 menor. En este contexto, el refinanciamiento voluntario de créditos entre privados (bancos y sus clientes) que bajen sustancialmente la tasa de interés y extiendan plazos ofrece una solución libre de riesgo de reducir el acceso al crédito.
- **Factor estructural de costo financiero:** En parte esto se debe al impacto de la elevada carga tributaria sobre el crédito. Los impuestos y tasas pesan mas de 25% en el CFT de los créditos, principalmente por recaudación que reciben provincias y municipios. Se destaca que el peso de esa carga sobre el sistema bancario es extraordinaria ya que representa 4x la carga promedio sobre otros sectores económicos.

#### d. Reformas estructurales

El segundo capítulo que amerita analizar del presente tiene que ver con el avance de las reformas estructurales. En el BCRA estamos trabajando activamente y en coordinación con las autoridades del Ministerio de Economía y el Ministerio de Desregulación para facilitar la creación de nuevos mercados de crédito, para profundizar la liquidez del sistema, y para extender el horizonte de previsibilidad sobre el cual se toman decisiones.

- **La primera reforma persigue la estabilidad duradera e involucra la Carta Orgánica del BCRA:** Antes de presentar la reforma ya se había logrado frenar por completo el deterioro patrimonial de la institución. Los resultados contables recientes reflejan el fin del financiamiento monetario sistemático al Tesoro y la mejora del balance del BCRA. La reforma presentada busca consolidar jurídicamente el ejercicio de esa disciplina monetaria. La evidencia comparada de América Latina muestra que una mayor independencia del Banco Central contribuye a reducir la inflación de manera persistente, esperándose en promedio 10 puntos de mejora en un periodo de 2 años. La propuesta de reforma apunta a eliminar la dominancia fiscal y a impedir que desequilibrios futuros vuelvan a pesar sobre los resultados del balance de la autoridad monetaria.
- **La segunda reforma busca ampliar las fuentes de crédito bancario en dólares para el sector privado bajo un marco prudencial:** La competencia de monedas permite aprovechar el ahorro doméstico en moneda extranjera para financiar inversión privada. Se toman los recaudos para no reproducir los descalces y las vulnerabilidades de experiencias anteriores como la Convertibilidad. La clave es respetar límites prudenciales, suficiente liquidez y capital bancario.
- **La tercera reforma busca extender el plazo de fondeo del crédito hipotecario:** El crédito hipotecario volvió a crecer y la cantidad de escrituras acompaña esa recuperación. Para consolidar esa tendencia se desarrollan instrumentos de largo plazo (licitaciones conducidas



por el BCRA de plazo fijos solicitados por el FGS) que permitirán transformar ahorro en financiación para la vivienda sin crear riesgos de liquidez para el sector bancario.

- **La cuarta reforma involucra el mercado de capitales:** La reforma a enviar al Congreso busca facilitar el acceso al mercado de capitales mediante mejores garantías, mayor flexibilidad financiera para el comercio y nuevos instrumentos para las familias. Mejorando la calidad del crédito se espera que estas iniciativas reduzcan el costo de este.

## II. REFLEXIONES EN TORNO A LOS FUNDAMENTOS FUTUROS

Permítanme concluir con algunas reflexiones sobre los fundamentos futuros. Evaluar la sostenibilidad de un programa económico es importante a la hora de coordinar expectativas del sector privado. La sostenibilidad no debe evaluarse únicamente en términos absolutos, es decir, por su capacidad de producir buenos resultados en condiciones favorables. Debe evaluarse en términos relativos, es decir, por su capacidad de preservar esos resultados cuando la economía enfrenta shocks adversos.

Entre muchos otros, el programa económico produjo cinco resultados muy contundentes.

- Primero, la economía alcanzó niveles elevados récord de actividad y consumo;
- Segundo, la inflación se redujo significativamente y hacia adelante se mantienen expectativas de desinflación;
- Tercero, el déficit de balance comercial se convirtió en un superávit externo creciente;
- Cuarto, el crédito al sector privado se recuperó, reduciéndose el desplazamiento financiero provocado por el sector público;
- Quinto, el nivel de pobreza se redujo de manera marcada respecto del pico observado durante la transición

Estos resultados son relevantes por sí mismos. Pero adquieren un mayor significado cuando se considera el contexto en el cual fueron alcanzados. Esto se debe a que, a lo largo del programa, la economía absorbió al menos cinco shocks significativos.

- El primer shock fue el ajuste fiscal necesario para eliminar el déficit del sector público no financiero (2024);
- El segundo shock fue un deterioro de precios internacionales relevantes para las exportaciones agrícolas argentinas (2024-2025);
- El tercer shock fue el shock electoral de 2025 y su impacto rezagado sobre la dolarización, las tasas y la mora bancaria (2025-2026);



- El cuarto shock fue el aumento del precio internacional del petróleo durante 2026. Aunque en el mediano plazo constituye una mejora de términos de intercambio en lo inmediato el alza de combustibles erosiona el salario real (2026).
- El quinto shock fue el aumento de las tasas de interés de largo plazo de Estados Unidos (2026).

La capacidad de absorción de shocks de la economía argentina y seguir ofreciendo resultados positivos permite hablar no sólo de la estabilización, sino también de consolidación económica lograda.

La comparación internacional del programa en curso con otros que han sido exitosos (basado en una muestra de 40 casos) refuerza esta conclusión. Resulta que, durante los dos primeros años de su programa (y considerando las expectativas para el tercero año), la Argentina hoy demuestra:

- Una desaceleración inflacionaria más rápida y
- Una aceleración de la actividad económica más marcada

Esto no significa que la transición haya sido completada ni que se hayan despejado los riesgos que persisten. Significa que la consistencia fiscal, monetaria y cambiaria está modificando la flexibilidad con la que la economía responde y supera los riesgos que se le presenta. Y lo está haciendo a una velocidad mayor a la que lo han hecho otros países cuando transitaron exitosamente el camino entre un régimen de alta inflación a un régimen de baja inflación.

## VI. CONCLUSIONES

En el Banco Central compartimos con el IAEF la importancia de la temática elegida para la Convención que arranca hoy.

Tanto es así, que las Jornadas Monetarias y Bancarias que organizamos para 16 y 17 de noviembre de este año se titulan: *"Crecimiento, productividad e inflación"*. Este título refleja el gran progreso logrado desde nuestras anteriores Jornadas en las cuales habíamos convocado en 2024 a debatir la relación entre los *"Déficits fiscales, política monetaria e inflación"*.

Hemos aprendido que la inflación no sólo altera el nivel general de precios. También distorsiona las decisiones relativas entre sectores, eleva la dispersión de la actividad, dificulta el crecimiento económico y debilita la competitividad.

Una economía que dedica una parte importante de sus recursos a protegerse de la inflación invierte menos tiempo y menos capital en producir. Las empresas acortan horizontes. Las familias reducen el ahorro financiero. Los contratos se vuelven más breves. El crédito desaparece. La productividad se deteriora.



Hoy el gobierno está abocado a crear oportunidades económicas basadas en tres pilares fundamentales.

- Primero, defender desde el Ejecutivo la consistencia fiscal, monetaria y cambiaria alcanzada.
- Segundo, profundizar las reformas legislativas que aumentan la productividad, amplían el crédito, fortalecen el ahorro doméstico, dan previsibilidad a la inversión y aseguran el equilibrio externo.
- Tercero, reforzar el marco jurídico de las instituciones que protegen la estabilidad más allá de una administración o de una coyuntura particular.

Muchas gracias

Jueves 3 de septiembre de 2026