



Discurso

Discurso de Santiago Bausili, presidente del BCRA en Expo EFI 26

Los objetivos fijados por el programa de estabilización que comenzamos a implementar a fines de 2023 están en línea con los objetivos de un programa de estabilización tradicional: por un lado, reducir la inflación y anclar las expectativas de evolución de los precios; y por el otro, estabilizar el tipo de cambio. El éxito en reducir la inflación y estabilizar el tipo de cambio provee un contexto de estabilidad financiera que alienta al desarrollo de la actividad económica haciendo que crezca el PBI. Si esto se logra apoyándose en fundamentos sólidos como el orden fiscal y el orden monetario, es posible anclar las expectativas de largo plazo.

Habiendo atravesado el shock financiero vinculado a las coberturas relacionadas con las elecciones de medio término, durante los últimos dos meses el programa de estabilización funcionó exactamente como fue diseñado.

Las tasas de interés y la volatilidad en las tasas de interés se redujeron sustancialmente, las expectativas de inflación a la baja permanecieron ancladas, el tipo de cambio tuvo un comportamiento estable, y el Banco Central compró más reservas de las que esperaba el mercado. Esta dinámica está contribuyendo a entrar en ese círculo virtuoso de expectativas que permite ir estirando el horizonte de toma de decisiones. Poder planificar y decidir con horizontes cada vez más largos. Por eso, empezamos a ver recuperación incipiente en el crédito y en el nivel de actividad.

La combinación de estos factores es auspiciosa para la próxima etapa del programa de estabilización, con el producto retomando su sendero de crecimiento y volviendo al proceso desinflacionario.

El shock del año pasado trajo un costo. La incertidumbre hizo que se postergaran decisiones de inversión y decisiones de consumo, impactando negativamente en el nivel de actividad. Las tasas de interés aumentaron y, en un esquema monetario basado en el control de las cantidades de dinero, era esperable que aumentara también la volatilidad en las tasas de interés. Estos movimientos en las tasas de interés impactaron sobre los costos de producción. Las coberturas financieras son un costo adicional para la economía, que debe pagarse, sobre todo, cuando el escenario que se buscaba cubrir no se materializó.

La fortaleza de los fundamentos, principalmente el orden fiscal y monetario, permite que la absorción de esos costos sea rápida y ordenada. Entramos en una etapa donde la evidencia muestra que van quedando atrás.

Paradójicamente, el shock del año pasado puso a prueba el programa económico y, al mismo tiempo, lo validó. Emergemos del shock desde una posición de fortaleza.



Voy a comentar cuatro temas: (i) El balance externo, (ii) El balance doméstico, (iii) El esquema cambiario y monetario, y (iv) El ciclo crediticio.

(i) El balance externo es más robusto de lo que vivimos en el pasado

La estabilidad externa de la Argentina hoy descansa sobre cuatro pilares que vale la pena desglosar.

El primero es cíclico. El shock doméstico del año pasado –la dolarización previa a las elecciones de octubre– se está revirtiendo con fuerza. La demanda de dólares por parte de los hogares cayó abruptamente después de las elecciones: esos pesos que antes se exteriorizaban del sistema financiero, ahora permanecen como depósitos y préstamos en dólares. El sector corporativo también cambió su posición: las coberturas cambiarias se están desarmando y las empresas vuelven a emitir deuda para financiar el ciclo de inversión. Postergar decisiones de inversión por incertidumbre quedó en el pasado.

El segundo pilar es el programa de acumulación de reservas. El BCRA lleva comprado 6.900 millones de dólares en lo que va del año, adelantándose significativamente a las expectativas del mercado. Esto nos permite avanzar en el desarme de las restricciones cambiarias: en línea con lo que anunciamos en abril de 2025, las empresas extranjeras ya distribuyeron dividendos por más de 1.300 millones de dólares en lo que va del año. Es la primera vez en seis años que esto es posible. Relajamos también restricciones para inversores de portafolio, pero mantenemos un sesgo prudencial buscando evitar los movimientos de capital de corto plazo.

El tercer pilar es estructural. Desde la flexibilización del tipo de cambio en abril de 2025, las exportaciones medidas en cantidades alcanzaron un nuevo máximo histórico todos los meses. La normalización del mercado cambiario y la reducción de retenciones mejoran la rentabilidad de los productores agropecuarios. El balance energético y minero seguirá creciendo durante años: los proyectos RIGI ya están generando flujos de divisas asociadas a su etapa de inversión por casi 1.000 millones de dólares y, para fin de año, estarán en producción proyectos exportadores. El horizonte exportador de la Argentina cambió estructuralmente. Las crisis cambiarias del pasado dejaron una marca profunda. Muchos argentinos todavía no terminan de incorporar esta nueva estructura del sector externo en sus decisiones.

El cuarto pilar es fiscal. La eliminación del déficit fiscal –logro que muchos consideraban imposible– rompe la correlación histórica entre desequilibrio fiscal y déficit de cuenta corriente. Eso es, en sí mismo, un seguro estructural sobre el balance de pagos. La dinámica de la cuenta corriente queda dominada por el sector privado. Si hay un déficit de cuenta corriente, será porque el sector privado puede financiar ese déficit. Si se materializa un superávit en la cuenta corriente, será el sector privado el que defina cómo se destinarán los recursos que genere ese superávit.

El resultado, en lo que va del año, muestra que las reservas internacionales brutas aumentaron 5.000 millones de dólares. El acuerdo con el FMI anticipa compras por 3.000 millones más para lo que resta del año.



El conflicto en Irán disparó los precios de la energía y alteró las perspectivas inflacionarias globales. Los mercados emergentes acusaron el golpe: depreciaciones cambiarias, suba de tasas de interés, volatilidad. La Argentina, en contraste, se destaca por primera vez. El peso permanece estable. Las tasas de interés en el mercado local siguieron bajando. Las acciones argentinas se valorizaron.

Esa diferencia no es casualidad: es una vez más la consecuencia de fundamentos genuinamente sólidos.

Aunque contrafáctico, este mismo shock hubiera tenido un impacto muy diferente en la Argentina de hace cuatro años, sin la posición de exportador de energía y con desequilibrios fiscales y monetarios.

(ii). El balance doméstico: retomar el sendero desinflacionario

El IPC de los últimos meses generó debate. Hay aspectos negativos, y hay elementos que permiten ser optimistas cuando analizamos detalladamente el comportamiento de los precios.

Entre los aspectos negativos, es claro que el índice de precios aumentó más de lo deseado, y que, a nivel general, podría indicarse que hubo un cambio de tendencia en el nivel de inflación mensual.

Nosotros creemos que esto es temporario. Hubo un salto de precios como consecuencia de la caída en la demanda de dinero del año pasado, combinado con algunos cambios en precios relativos. Las expectativas de mercado permanecen bien ancladas y también señalan un proceso desinflacionario hacia adelante.

Quiero poner particular énfasis en que la política monetaria permanece enfocada en que la inflación en la Argentina converja al nivel de la inflación internacional. En estos meses, esto implica preocuparnos porque el impacto en cambios de precios relativos no se traduzca a impulsos inflacionarios de segundo orden.

Los precios relativos que más variaciones presentaron en los últimos meses fueron:

- *El precio de la carne, que muestra aumentos significativos mes a mes desde noviembre del año pasado. Las mediciones de alta frecuencia muestran que en abril esa tendencia podría haberse revertido. Los aumentos en el precio de la carne obedecen a dinámicas propias de ese mercado en particular. El cerdo y el pollo no convalidaron el alza de precios: eso es ausencia de inercia inflacionaria, no una generalización del shock.*
- *Las tarifas públicas se ajustaron entre enero y marzo, acomodando los movimientos en el tipo de cambio del período preelectoral.*
- *El precio de la educación tiene un componente estacional todos los años en marzo, ya que como no tenemos clases entre diciembre y febrero, es un precio que queda desacoplado del resto de la economía y su actualización impacta de lleno en marzo.*
- *Por último, el precio del petróleo. Lamentablemente, cuando estábamos terminando de digerir estos movimientos de precios relativos, llega el impacto del conflicto en Irán, que no se puede saber todavía si va a ser temporario o permanente. Este shock sobre los precios de la nafta golpea a todas las economías del mundo de manera comparable.*



Es importante destacar que los movimientos en el tipo de cambio, que en el último año experimentó modificaciones en el régimen –con la salida del cepo, la flotación entre bandas, las elecciones y un shock geopolítico–, no tuvieron impacto sobre los precios de los bienes. Esto es un hito muy importante para una economía tan bimonetaria como la nuestra.

Cierro este repaso sobre la dinámica inflacionaria reciente insistiendo en que los efectos de la caída brutal en la demanda de dinero observada en la antesala de las elecciones del año pasado han sido contenidos de la mejor manera posible, y que, a medida que el impacto de estos cambios en precios relativos se disipe, retomaremos el sendero desinflacionario. Las expectativas del sector privado no se alteraron. El REM y los breakevens de inflación apuntan a una convergencia gradual desinflacionaria a medida que avanza el año.

El punto de llegada es el mismo. Las medidas de inflación subyacente y las observaciones de alta frecuencia nos validan esta posición.

(iii). La política cambiaria y monetaria

El esquema cambiario de bandas que se amplían fue concebido originalmente con dos objetivos: (1) transicionar naturalmente hacia un esquema de libre flotación evitando concentrar el foco en un próximo cambio de régimen cambiario que genere especulaciones, y (2) proveer contención a las expectativas devaluatorias en un contexto de trauma post shock, donde el miedo domina la toma de decisiones y el relato repite que el tipo de cambio sufrirá saltos cuánticos (ej.: “el dólar se va a 2.000”). El ajuste hecho al esquema de bandas a partir de enero completó esa transición a la flotación cambiaria. Poca gente piensa hoy en el techo de la banda. Justamente hoy, el techo está en 1.700 pesos, 20% por encima del tipo de cambio observado. Para proveer contexto, 20% es lo que se movió el tipo de cambio en un año.

Hoy el régimen cambiario en la Argentina es efectivamente de libre flotación, preserva el resguardo que brinda el techo de la banda a un nivel de tipo de cambio real que pocos disputarían y funciona como un estabilizador automático. O sea, a ese nivel de tipo de cambio que hoy sería de 1.700, los flujos de divisa son indudablemente hacia adentro y no hacia fuera del país, proveyendo estabilidad al tipo de cambio automáticamente.

Es importante destacar también que la estructura del régimen cambiario está fuera de discusión. Hace cuatro meses, se argumentaba que no se iban a poder comprar reservas con el esquema de bandas cambiarias. Esa postura ya claramente no se sostiene.

La política monetaria de este año opera en un contexto radicalmente distinto al de 2024 y 2025. El BCRA ya no tiene pasivos remunerados que absorber. La base monetaria creció –del 2,5% al 4,1% del PBI– absorbiendo la eliminación de los pasivos remunerados y las compras récord de reservas. Arranca de nuevo el espacio para una remonetización adicional desde este nuevo punto de partida. Recordemos que la Argentina funcionó en el pasado con niveles de monetización que duplican el actual en términos reales. A diferencia de cuando era la prioridad eliminar los pasivos remunerados, hoy es totalmente natural priorizar el abastecimiento de ese aumento de la demanda de dinero a través de la acumulación de reservas.



En cuanto al testeo del régimen monetario, las tasas de interés de mercado venían bajando antes del shock global reciente, y eso no cambió desde el inicio de la guerra en Irán.

El BCRA trabajó activamente para reducir la volatilidad de tasas de corto plazo: flexibilizamos los encajes bancarios, normalizamos los requisitos de liquidez intradiaria, y promovimos la reintermediación bancaria que se canaliza a través de los fondos comunes de inversión. La volatilidad bajó. Esto fue posible gracias a que el BCRA cuenta con un balance cada vez más sólido. En los próximos días vamos a aprobar los estados contables de 2025 que mostrarán el patrimonio neto más alto de los últimos 10 años.

Un aspecto de la política monetaria que merece destacarse es el rol del Tesoro en la dinámica de liquidez del sistema. El Tesoro es el participante del mercado con mayor impacto sobre los saldos de liquidez: sus refinanciamientos generan fluctuaciones de magnitud en las posiciones del sistema. Cerrando el primer cuatrimestre, el Tesoro parece haber acomodado su posición de liquidez. El BCRA incorpora esta participación del Tesoro en el mercado de liquidez de manera coordinada, como parte integral del manejo de su política monetaria.

Y esto se vincula directamente al crédito y a la actividad económica.

(iv). El ciclo de crédito

En relación con el ciclo de crédito, arranco recordando el marco en el que se da la situación actual. Nuestro sistema financiero atravesó cambios estructurales en los últimos dos años:

- *El nivel en la nominalidad varió muy significativamente,*
- *Se resolvieron las deudas comerciales de importadores,*
- *Se eliminaron controles de precios,*
- *Se eliminaron techos artificiales a las tasas de interés y*
- *Se eliminó la obligación de otorgar créditos compulsivos.*

El negocio de los bancos cambió profundamente. Con menor inflación y menos regulaciones, la eficiencia en la operación es cada vez más importante. Los bancos reducen su negocio transaccional para volver al negocio de la intermediación financiera. Tomar depósitos y otorgar créditos que cada vez más van al sector privado y no al sector público. Desde diciembre de 2023, la exposición del sistema financiero al gobierno cayó a la mitad, y la exposición de los bancos al sector privado se duplicó.

El crédito al sector privado era menos de 4% del PBI, un nivel de crédito que a efectos prácticos era inexistente. Hoy el crédito sigue siendo muy bajo para nuestra economía, pero empieza a cumplir un rol más relevante.

Si no hay crédito, no hay mora. Cuando aumentó el crédito, apareció la mora.



En ese proceso, ambas partes (los deudores y los acreedores) tuvieron que volver a aprender a dar y tomar crédito. Para el deudor, la inflación se hacía cargo de las últimas cuotas de un crédito en pesos. Ya no más.

Los bancos, por su lado, tuvieron que reconstruir sus bases de datos y la historia crediticia de sus clientes: el scoring. La primera ola de créditos fue otorgada, de alguna manera, a ciegas. Sin saber a quién se les estaba prestando el dinero.

Ese proceso de aprendizaje enfrentó el shock de tasas de interés del año pasado, que exacerbó el desafío.

Los que leyeron el Informe sobre Bancos publicado por el BCRA del viernes pasado, habrán visto que el ciclo de aumento en la mora que arrancó en la segunda mitad del año pasado se concentra en los créditos personales y que, a nivel sistema agregado, en febrero la mora aún no había alcanzado su pico. Sin embargo, aparecen indicios alentadores sobre la recuperación del crédito. El nivel de deterioro en las carteras se desacelera, y la información que anticipan marzo y abril muestra mejoras adicionales. Medido en pesos el impacto de la mora marginal va perdiendo relevancia sobre el sistema financiero. En un sistema financiero tan amplio, los datos son heterogéneos, con bancos que ya han visto el pico de la mora, algunos en enero, otros en febrero y otros en marzo. De a poco, el sistema se está saneando.

Nuestro sistema bancario es muy robusto, cuenta con tres veces el nivel de capital exigido por las normas internacionales, y el crédito sigue siendo muy bajo a nivel país. Lo importante es que volvemos a encontrarnos en condiciones para que el crédito retome su sendero de crecimiento.

El componente del balance de los bancos que está denominado en dólares se concentra en créditos comerciales corporativos donde la mora se mantiene a niveles históricos. El crédito en dólares ya retomó su ritmo, y aumentó 4.000 millones en lo que va del año. Esto es un aumento de 22% en cuatro meses.

En conclusión, nuestra dirección está definida.

Nuestro objetivo final es claro:

Una economía estable que crezca con previsibilidad.

Para lograrlo: vamos a sostener el equilibrio fiscal. Vamos a seguir fortaleciendo el balance del BCRA, anclado en reservas. Vamos a seguir avanzando hacia una economía menos regulada y más libre.

Muchas gracias.

Miércoles 29 de abril de 2026