

# **Argentina 2025: Superado el cisne negro, se ratifica la fortaleza del régimen económico**

## **Impacto, respuesta monetaria, y normalización financiera posterior al shock político-electoral sobre la demanda de dinero**

Seminario Internacional de Inversores LarrainVial  
Hotel Sheraton, Buenos Aires  
4 de diciembre, 2025

Vladimir Werning, Vicepresidente del BCRA



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

## 1 | Progreso económico: Estabilización, flexibilización y resultados macroeconómicos alentadores

- El programa económico se caracteriza por su ambición, consistencia, flexibilidad y sostenibilidad
- Se eliminaron desequilibrios macroeconómicos y se flexibilizaron los mercados de cambios y de tasas
- Los beneficios del esfuerzo del programa económico han sido amplios
  - Estabilidad: Reducción rápida de la inflación observada y expectativas de inflación ancladas
  - Crecimiento: Recuperación en "V" de la actividad económica y del crédito al sector privado
  - Solvencia: Fortalecimiento de los activos líquidos del BCRA y reducción de los pasivos del Tesoro
  - Eficiencia: Precios relativos domésticos más racionales y precios relativos externos más flexibles

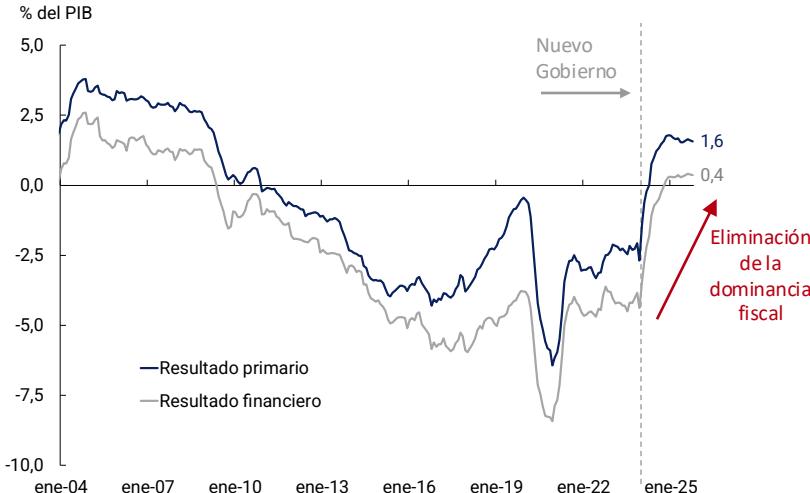
## 2 | Shock transitorio: Golpe a la confianza y demanda de dinero por expectativas de un cisne negro electoral

## 3 | Normalización financiera: Inmediata pos-elecciones, sin mediar ajuste al programa (un shock 100% político)

## 4 | Oportunidad a futuro: Mandato popular, reformas estructurales, acceso a mercados y re-monetización

Resultado fiscal y primario del sector público no financiero

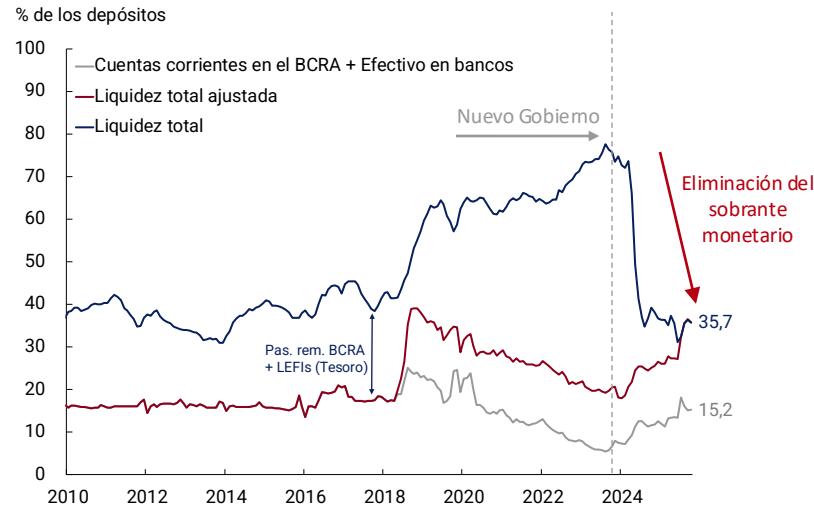
Acumulado 12 meses



Nota | Datos a Octubre 2025. 2021 excluye asignación extraordinaria de DEGs. 2022 excluye ingresos por rentas financieras extraordinarias. Previo al cambio metodológico de 2017, el resultado financiero fue estimado excluyendo las transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional y el resultado primario fue estimado excluyendo rentas de la propiedad de las instituciones de la seguridad social. Fuente BCRA.

**Se eliminó la dominancia fiscal sobre la política monetaria.**  
Ajuste del desequilibrio de flujo (déficit fiscal).

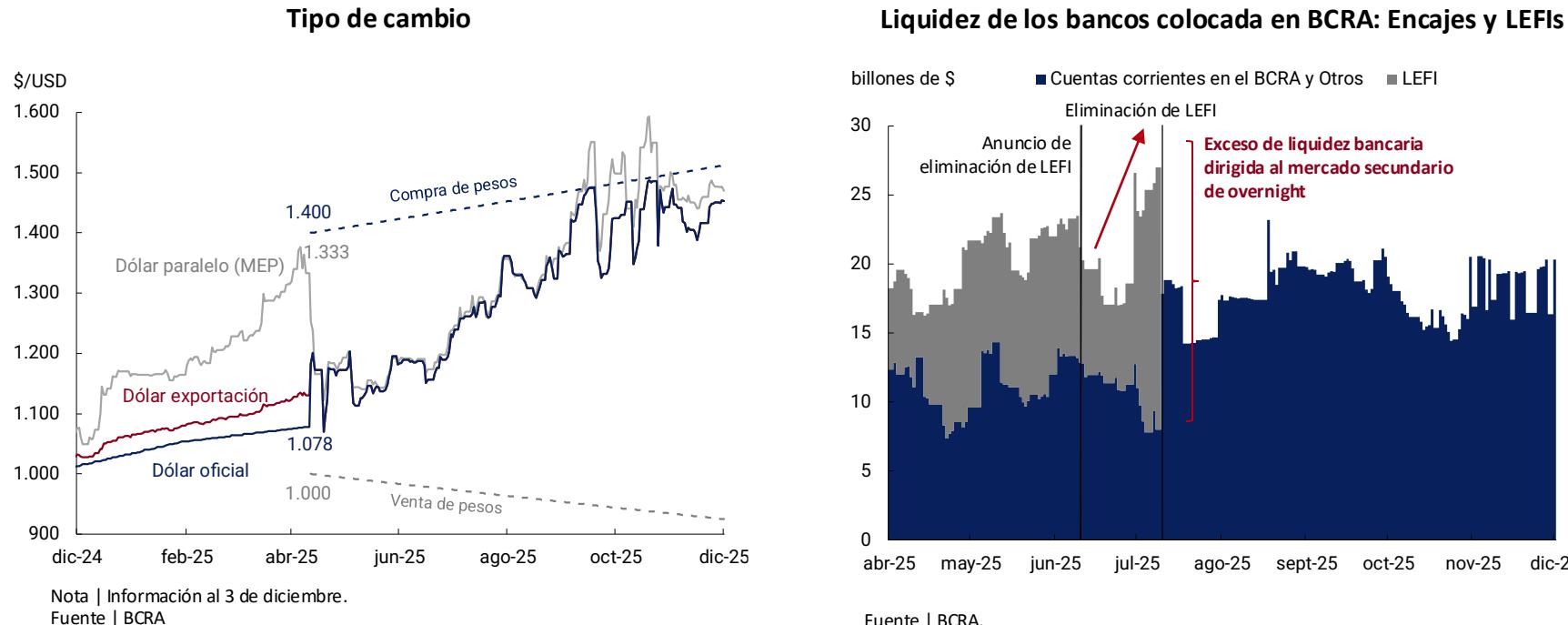
Liquidez del Sistema financiero



Nota | Liquidez total incluye efectivo en bancos, cuentas corrientes en el BCRA, LEBACs, LEUQs, NOTALIQs, NOCOMs, pasos netos, LEFIs y la integración de títulos para efectivo mínimo. Liquidez total ajustada incluye efectivo en bancos, cuentas corrientes en el BCRA y la integración de títulos para efectivo mínimo.

Fuente | BCRA.

**Se eliminó el excedente monetario (overhang).**  
Ajuste del desequilibrio de stock (déficit cuasi-fiscal).



Incorporar **flexibilidad en el mercado cambiario** (reemplazando al *crawling peg* por un tipo de cambio flotante dentro de bandas) permitió afianzar el control del dinero como ancla nominal.

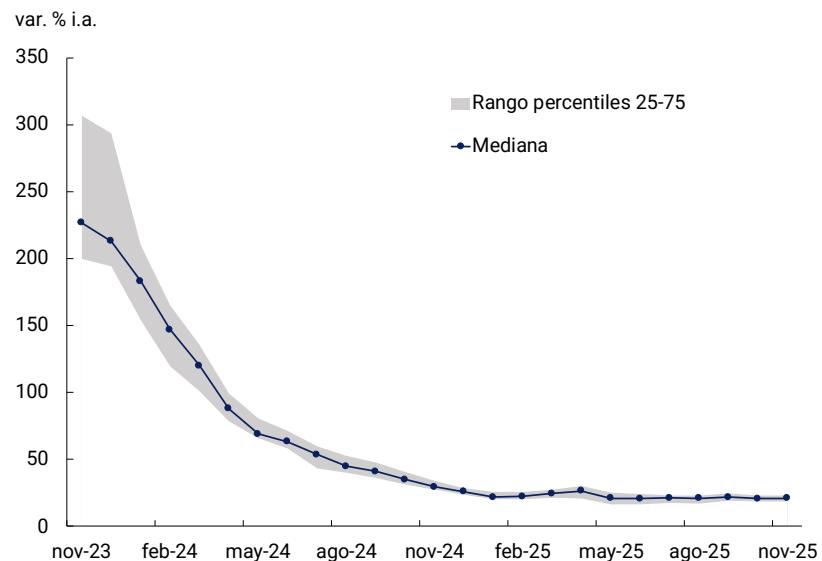
Incorporar **flexibilidad en el mercado de tasas de interés** (sustituyendo las facilidades de ventanilla pasivas, LEFI, por operaciones activas de mercado) permitió afianzar el control del dinero como ancla nominal.

### Inflación minorista



### Expectativas de inflación a 12 meses

Encuesta REM del BCRA (consenso de analistas de mercado)



Nota: Información a octubre de 2025.

Fuente | INDEC.

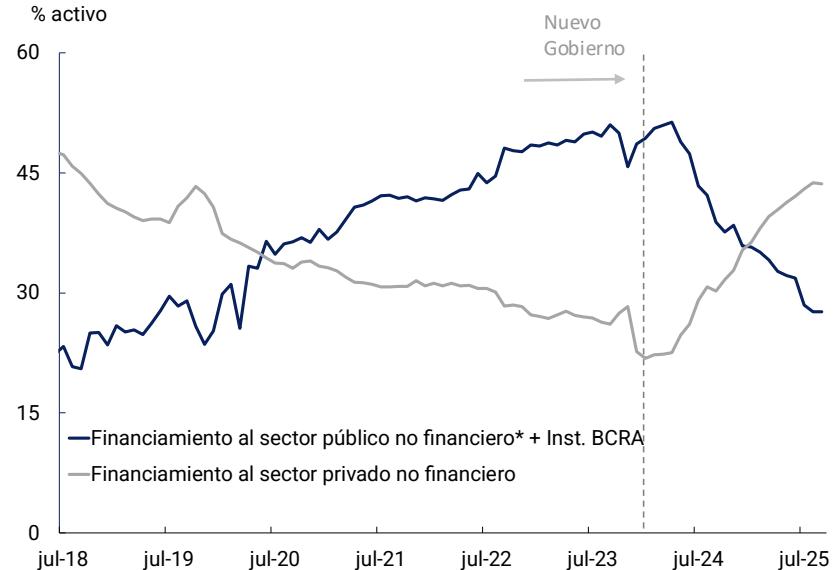
Fuente | REM-BCRA.

## Evolución de la actividad económica



Fuente | BCRA.

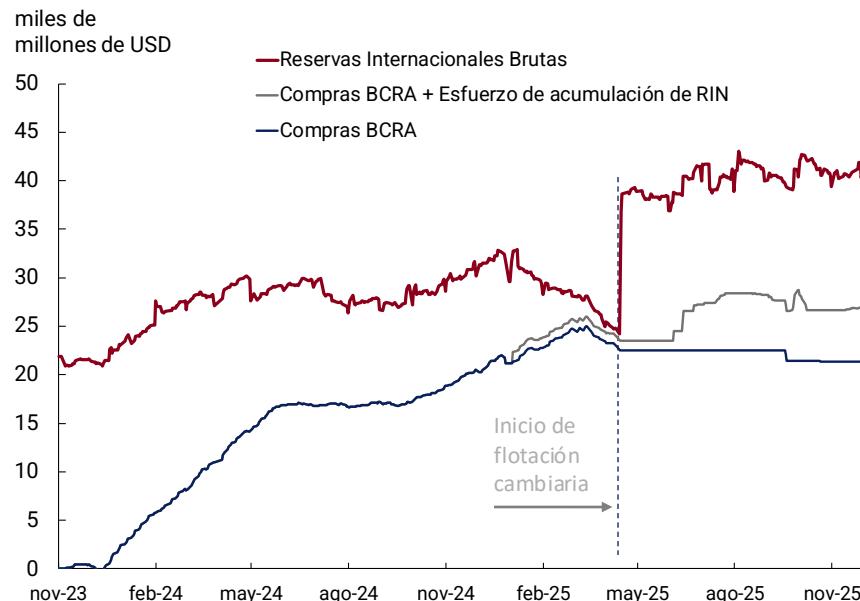
## Stock de crédito bancario: *Crowding in* del crédito al sector privado



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

Fuente | BCRA.

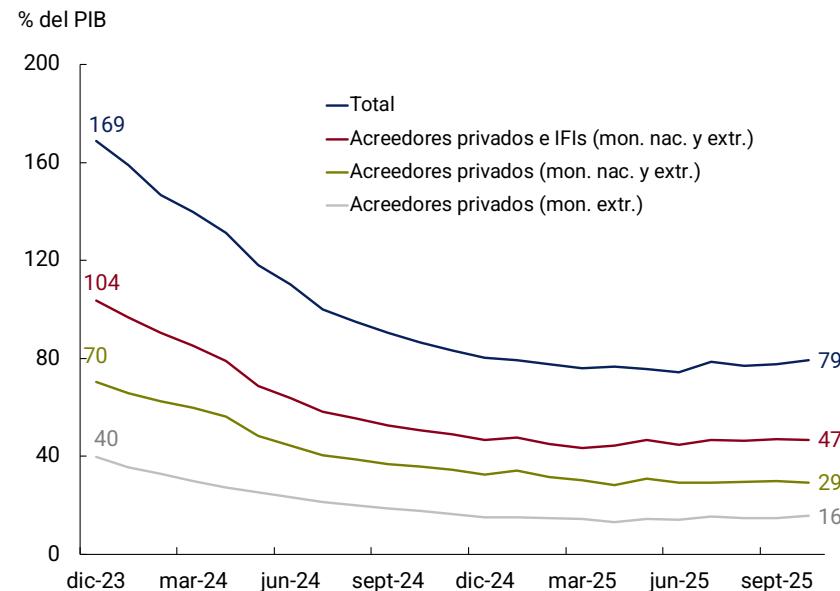
Compras acumuladas de USD del BCRA al sector privado, reservas internacionales y otras operaciones en USD



Nota | Información al 3 de diciembre. Fuente | BCRA.

**Aumento de activos:** El BCRA y el Tesoro compraron reservas por USD 27.000 M contribuyendo, junto al apoyo del FMI, a duplicar las reservas brutas.

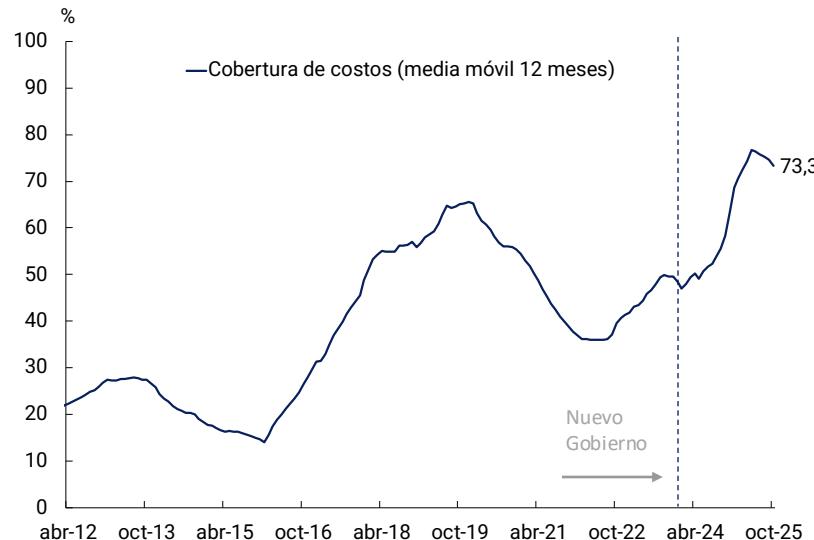
Deuda pública consolidada por tipo de acreedor  
Tesoro y pasivos remunerados del BCRA



Nota | Privados incluye el total de bancos. Información a octubre de 2025. Fuente | BCRA.

**Reducción de pasivos:** Se hicieron pagos netos de deuda e intereses, contribuyendo a una baja de deuda consolidada de USD 50.000 M.

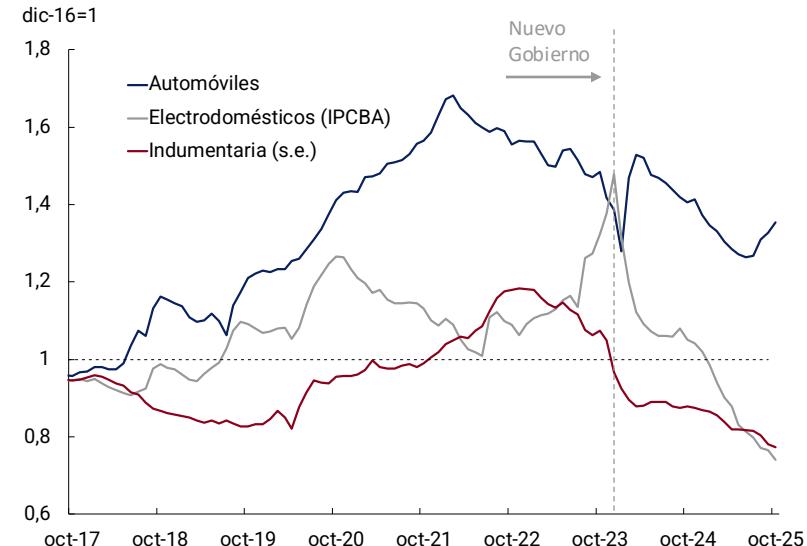
**Tarifas de electricidad**



Nota | Información a Octubre 2025.

Fuente | BCRA en base a datos de CAMMESA.

**Ajuste de precios relativos debido a apertura comercial**  
Relativos a la Núcleo

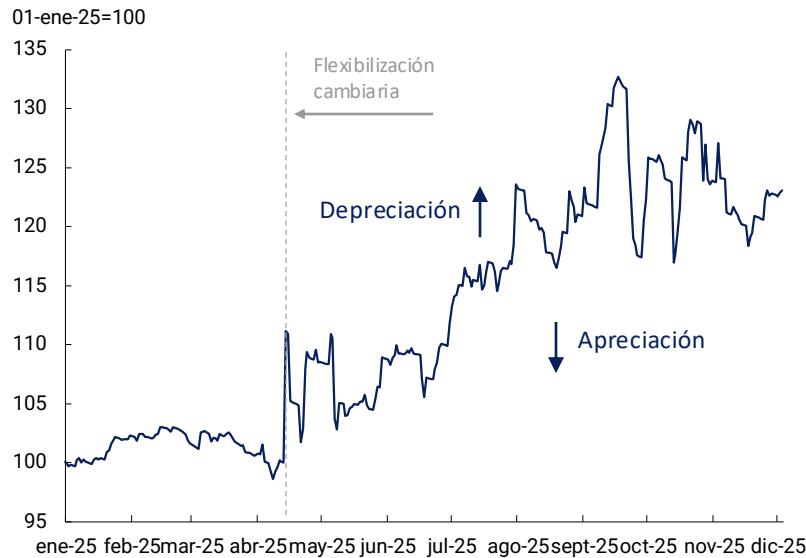


Fuente | BCRA, INDEC y IDECBA.

**Tarifas de servicios públicos:** La normalización refleja la reducción continua de subsidios y el aumento de tarifas.

**Precios de los bienes durables:** El abaratamiento relativo de los bienes durables es el reflejo de la desregulación del comercio exterior y la reducciones de aranceles.

**Tipo de Cambio Real Multilateral**



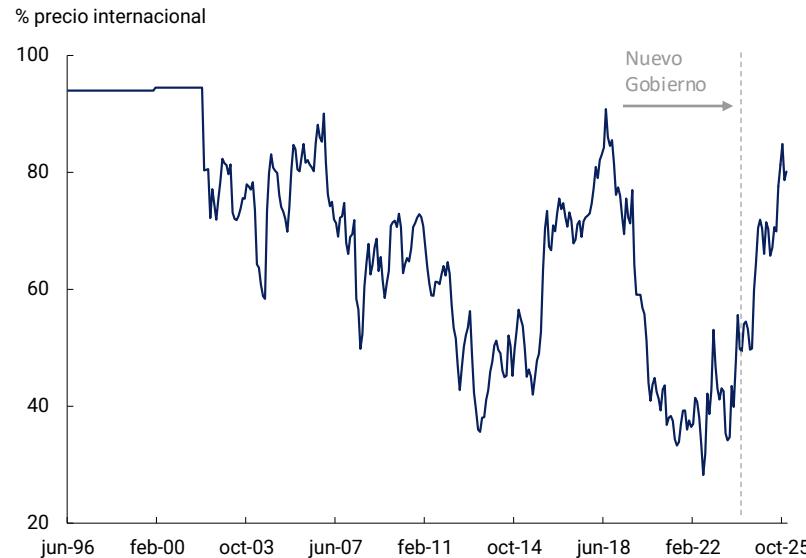
Nota | Información al 3 de diciembre de 2025.

Fuente | BCRA.

**Flexibilidad cambiaria:** La evolución refleja el relajamiento de restricciones cambiarias (abril de 2025).

**Precio interno de la soja pagado a productores locales**

Como % del precio internacional (valuado al tipo de cambio CCL)



Nota | Información a diciembre de 2025. Última observación para dic-25: 3 de diciembre.

Fuente | Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca y Bloomberg.

**Precios de bienes transables:** La normalización refleja la unificación cambiaria + la baja de impuestos.

## 1 | Progreso económico: Estabilización, flexibilización y resultados macroeconómicos alentadores

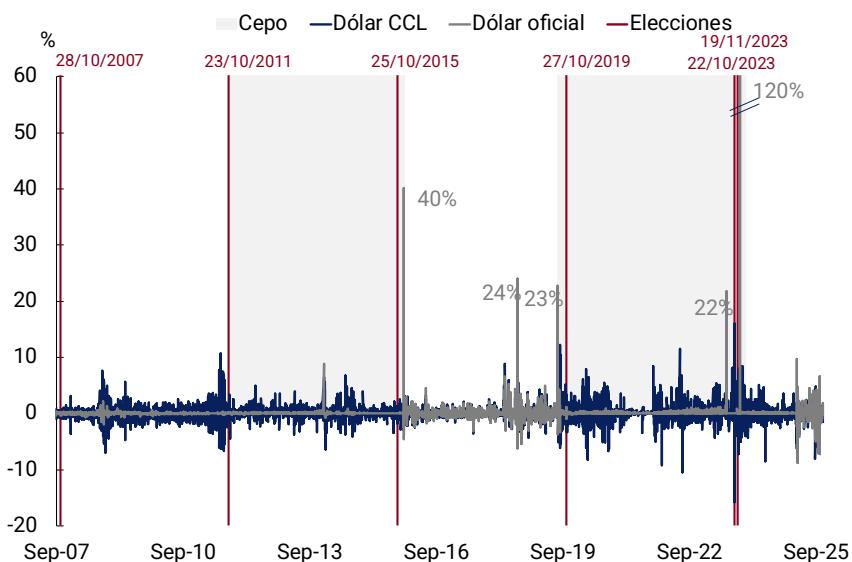
## 2 | Shock transitorio: Golpe a la confianza y demanda de dinero por expectativas de un cisne negro electoral

- **Crisis de confianza temporaria:** Sin cambio de *fundamentals* económicos las presiones cambiarias fueron impulsadas por expectativas electorales pesimistas
- **Anomalía monetaria:** El aumento de la aversión al riesgo derivó en una caída de la demanda de dinero ("*dollar is king*") a diferencia del aumento de demanda que sucede en economías estables ("*cash is king*")
- **Shock extremo:** La caída de la demanda de dinero impulsada por el shock político fue >50% del M2
- **Respuesta ortodoxa:** Se ratificó la política cambiaria endureciendo la monetaria y defendiendo la fiscal
- **Desafío operativo:** La reducida profundidad de mercados cambiarios y monetarios exacerbaron la volatilidad financiera, limitando la eficiencia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria
- **Impacto económico:** El costo incurrido en actividad e inflación fue acotado relativo al tamaño del shock

## 3 | Normalización financiera: Inmediata pos-elecciones, sin mediar ajuste al programa (un shock 100% político)

## 4 | Oportunidad a futuro: Mandato popular, reformas estructurales, acceso a mercados y re-monetización

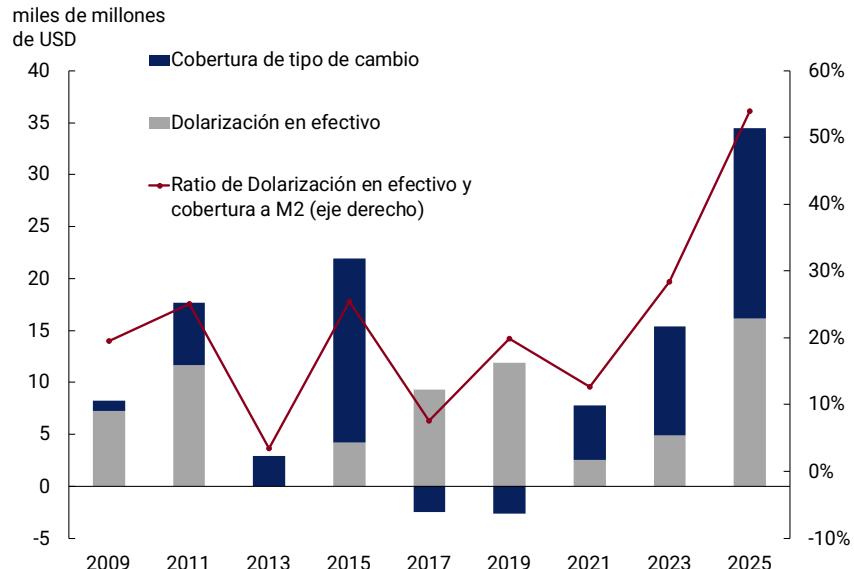
Variación diaria del tipo de cambio y elecciones presidenciales



Fuente | BCRA.

**La historia de ajustes cambiarios en años electorales pesó sobre la confianza en 2025:** El miedo al pasado, y no un desequilibrio económico, impulsó la demanda de dólares.

Proxy de la caída en la demanda de dinero (aumento en la dolarización/cobertura del sector privado) en años electorales



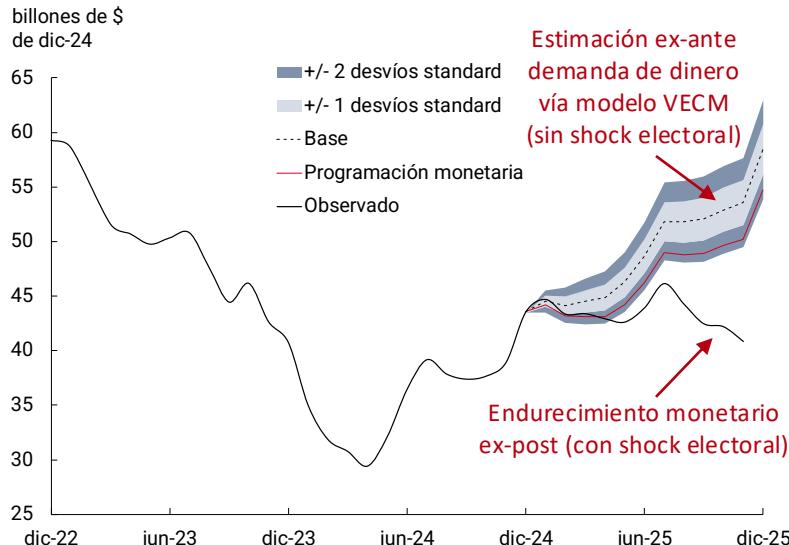
Nota | 6 meses antes de las elecciones. Fuente | BCRA.

**El grado de dolarización en 2025 fue inédito:** La caída en la demanda de dinero que implica la dolarización de USD 35.000 M equivale a más de 50% del M2.

## Shock financiero pre-electoral

BCRA respondió de manera atípica y contundente: Ante la aversión al riesgo y con el propósito de eliminar el exceso de oferta de dinero, se endureció la política monetaria en año electoral

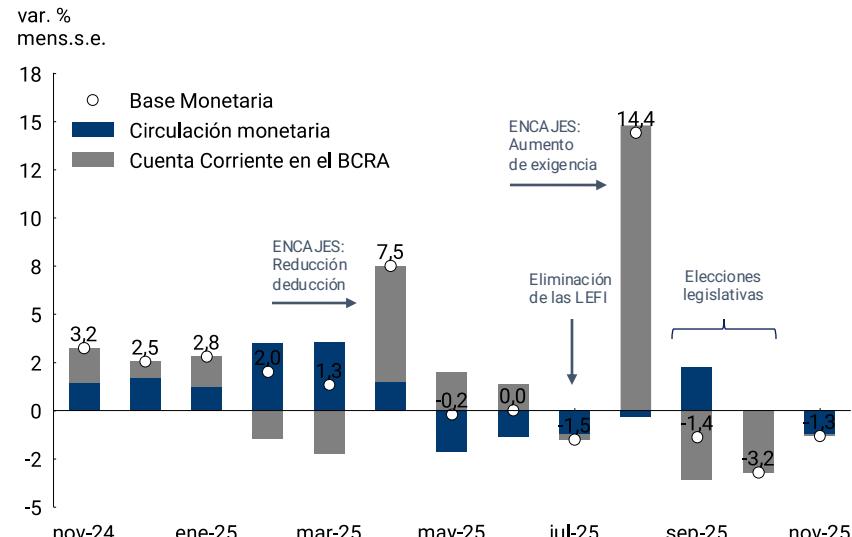
### M2 privado transaccional: Estimación *ex-ante* de M2 vía VECM (en ausencia de shock electoral) y evolución *ex-post* de M2 (en presencia de shock electoral)



Nota | Información a noviembre de 2025. Fuente | BCRA.

**El shock electoral:** Ante la aversión al riesgo la demanda de dinero suele aumentar (*cash is king*) y la respuesta monetaria es expansiva. Por el contrario, en 2025 la política monetaria argentina debió ser restrictiva porque la demanda de dinero cayó (*dollar is king*).

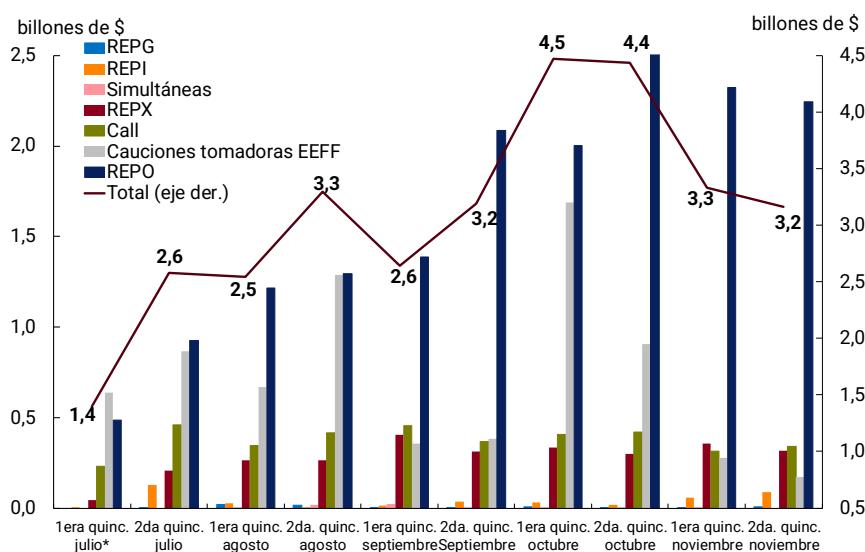
### Base Monetaria: circulante y encajes bancarios



Nota | Información al 30 de noviembre. Fuente | BCRA.

**La respuesta monetaria:** Ante la caída de demanda de dinero el BCRA restringió fuertemente la liquidez (absorbiendo circulante por medio de suba de encajes).

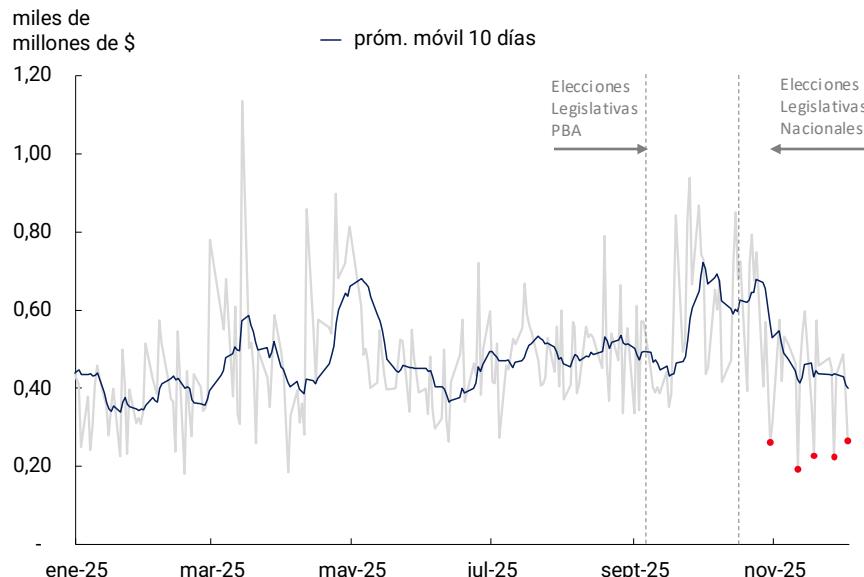
**Mercado de liquidez**  
Volumen promedio diario



Note | Datos de Cauciones desde el 8-jul. Datos al 30 de noviembre Fuente | BCRA

**Mercado monetario a un día:** La liquidez ha aumentado progresivamente, ayudando a reducir volatilidad. Pero al momento de eliminar las LEFI el mercado operaba 1/3 de lo que opera en promedio en los últimos meses.

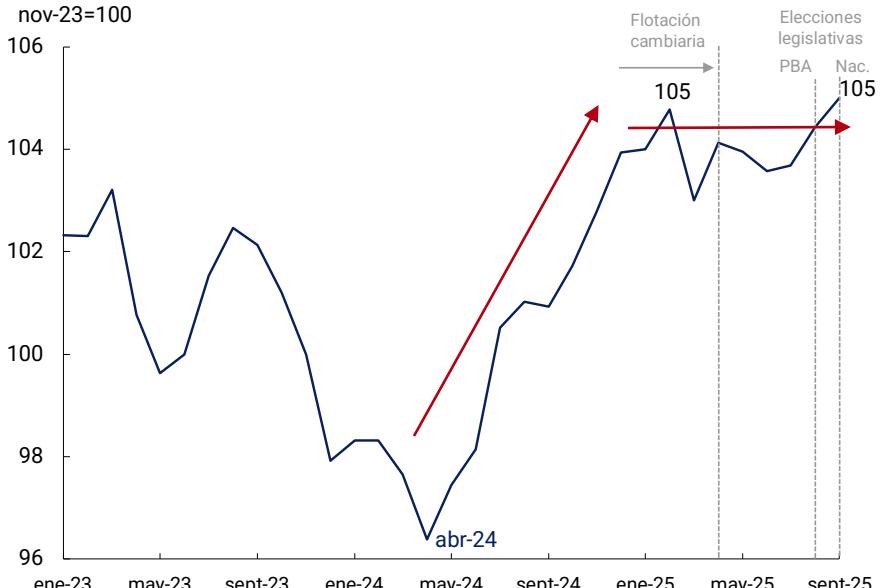
**Volumen operado en el SIOPEL**



Fuente | BCRA

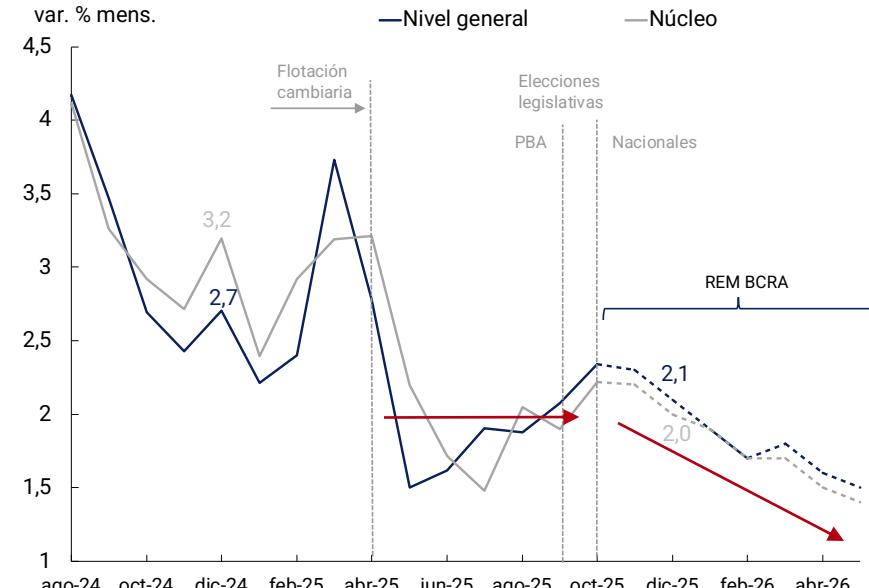
**Mercado cambiario spot:** Previo a las elecciones se operaban USD 400-600 M, pero hay días de liquidez por debajo de USD 200 M.

**Actividad económica**  
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)



Fuente | BCRA en base a datos de INDEC.

**Inflación mensual observada y expectativas (REM)**  
IPC Nivel General. Núcleo



Fuente | BCRA en base a datos de INDEC y REM BCRA de nov-25.

## 1 | Progreso económico: Estabilización, flexibilización y resultados macroeconómicos alentadores

## 2 | Shock transitorio: Golpe a la confianza y demanda de dinero por expectativas de un cisne negro electoral

## 3 | Normalización financiera: Inmediata pos-elecciones, sin mediar ajuste al programa (un shock 100% político)

- Cayó fuertemente la demanda por cobertura cambiaria y dólares
- Los mercados y las expectativas reflejan una mejora visible en la credibilidad de las bandas cambiarias
- Colapsó el nivel, la dispersión y la volatilidad de tasas de interés sin mediar anuncio monetario
- Los ahorristas retuvieron una proporción significativa de compra de dólares dentro del sistema financiero
- Las empresas pusieron fin al "wait and see" y comenzaron a levantar financiamiento de largo plazo
- El riesgo país y las tasas de interés cayeron por debajo de niveles al momento del lanzamiento del programa con el FMI (abril) y al momento de la eliminación de las LEFI (julio), respectivamente

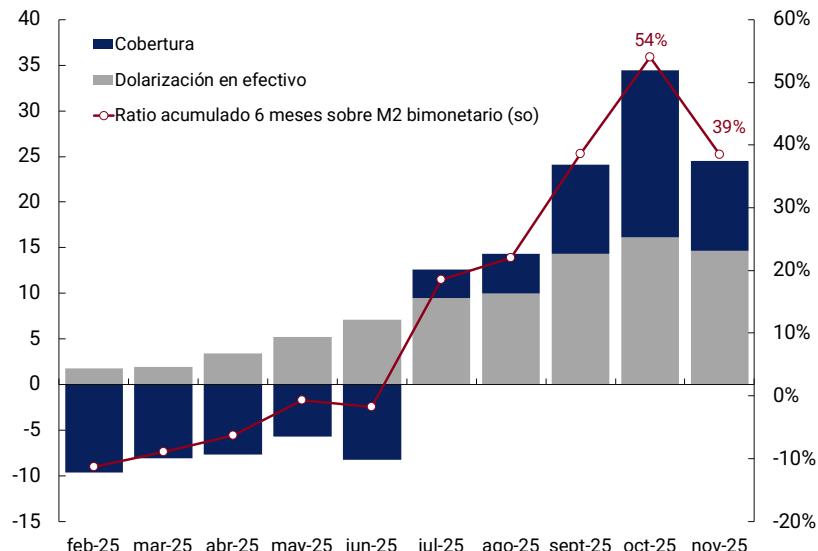
## 4 | Oportunidad a futuro: Mandato popular, reformas estructurales, acceso a mercados y re-monetización

## Normalización pos-electoral automática

Pasada la elección, la demanda especulativa de dólares y de cobertura cambiaria se está reduciendo rápidamente sin mediar anuncio de cambio al régimen económico

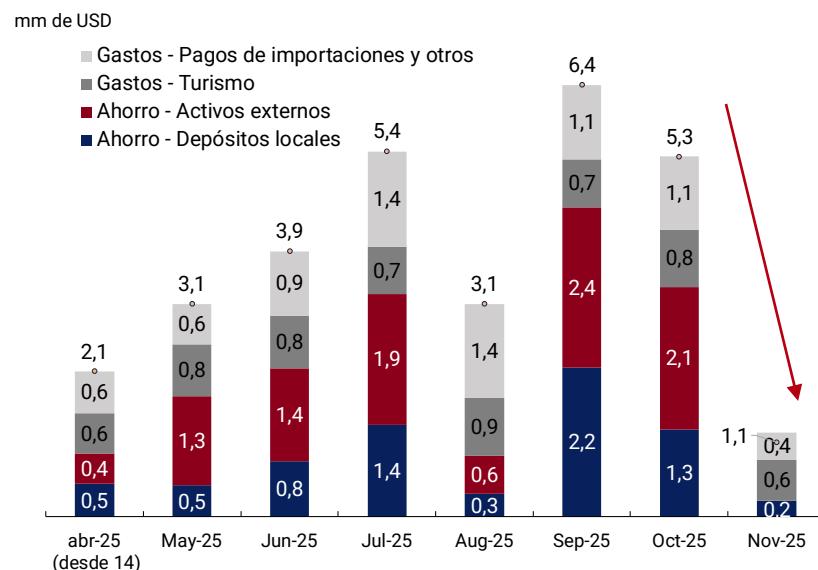
### Dolarización/cobertura del sector privado

Acumulado 6 meses - 2025



### Destino de los billetes y divisas: ahorro o gasto

En miles de millones de USD



Fuente | BCRA.

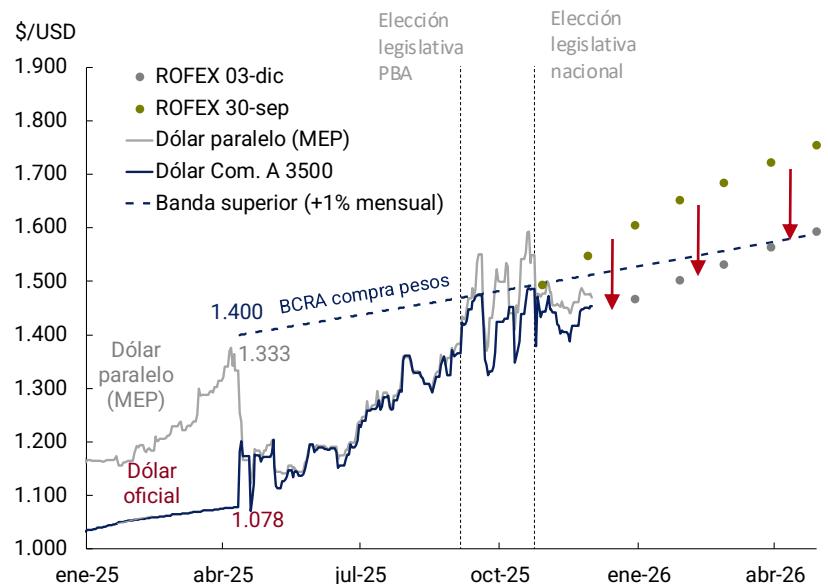
**Reversión de la dolarización de carteras:** Reversión pos-electoral de USD 8.400 M en la demanda de cobertura.

**Reducción del atesoramiento minorista:** Reducción de la demanda a USD 200 M mensuales (de un pico de USD 4.600 M).

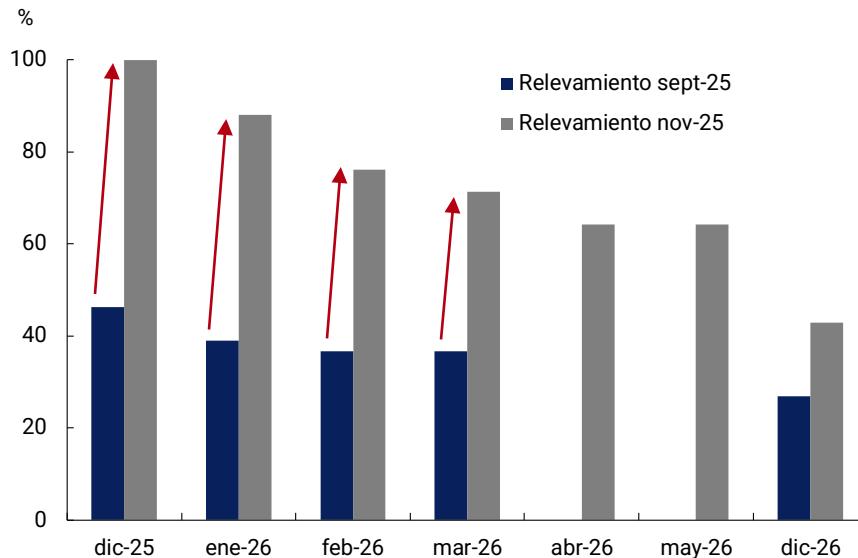
## Normalización pos-electoral automática

Pasada la elección, las expectativas cambiarias (tanto del mercado como de los analistas) muestran un aumento de la credibilidad en el régimen de bandas cambiarias

### Tipo de cambio spot y expectativas



### Porcentaje de analistas que proyectan el tipo de cambio adentro de la banda (REM\*)

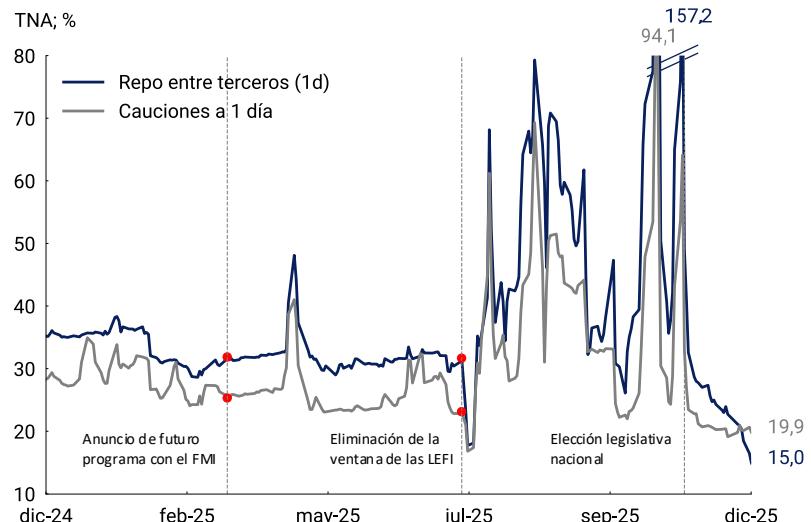


\*Relevamiento del Expectativas de Mercado (REM). Porcentaje de participantes del REM que proyectan un tipo de cambio nominal inferior al límite superior del régimen cambiario  
Nota | Información al 3 de diciembre. Fuente | BCRA y REM – BCRA.

**Expectativas implícitas en el mercado de futuros cambiarios:**  
Alineamiento cambiario pos-electoral al régimen de bandas.

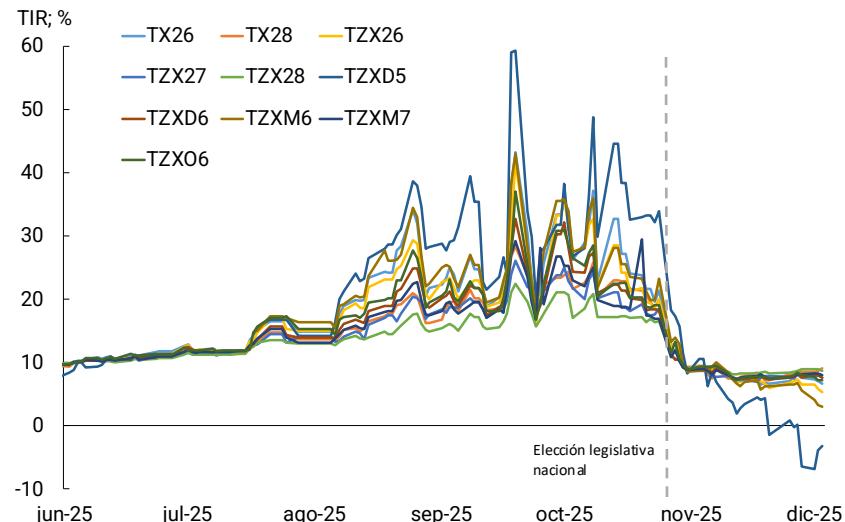
**Expectativas cambiarias de analistas:**  
Mayor credibilidad pos-electoral del régimen de bandas.

**Tasas de interés**  
Cauciones a 1 día y Repo



Nota | Información al 2 de diciembre.  
Fuente | BCRA.

**Títulos en pesos ajustables por CER**  
Rendimiento anual por día



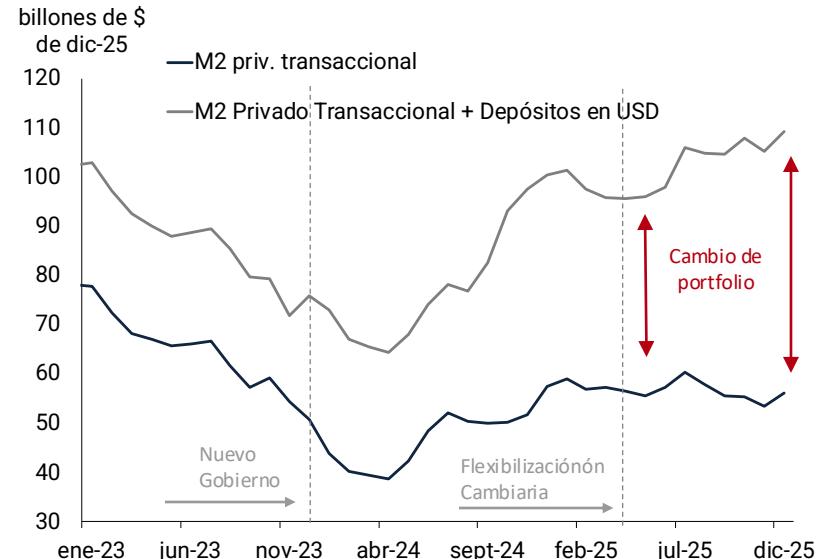
Nota | Información al 3 de diciembre.  
Fuente | BCRA.

Agregados bi-monetarios: M3 Privado



\*Calculado en base al PIB desestacionalizado, promedio móvil 3 meses  
Fuente | BCRA.

M2 Privado Transaccional y depósitos en dólares

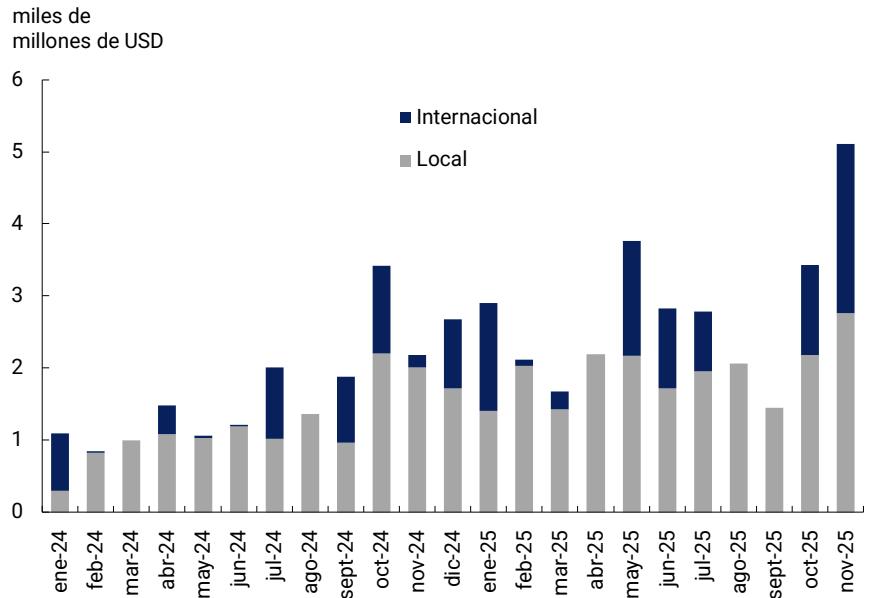


Nota | Datos a octubre 2025  
Fuente | BCRA.

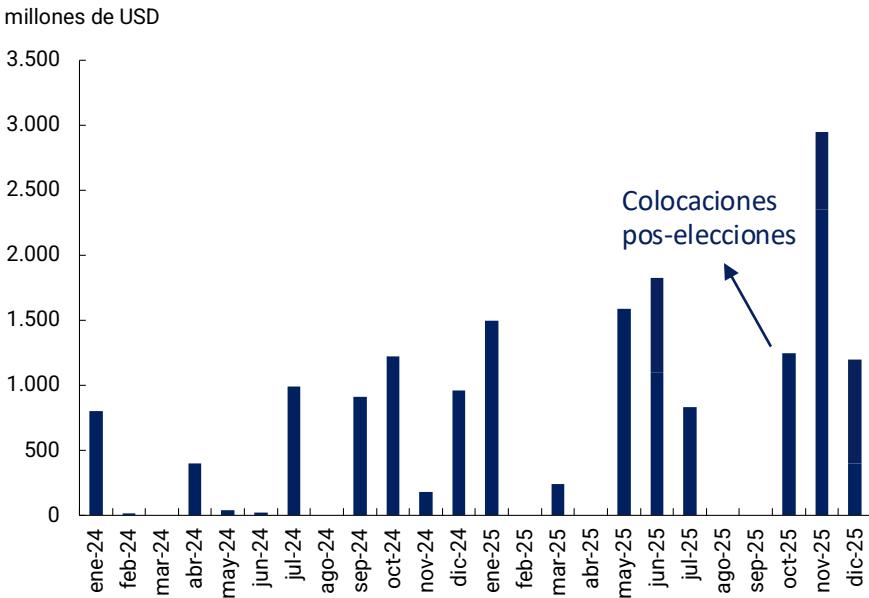
## Normalización pos-electoral automática

Pasada la elección, se observa un repentino fin de la actitud de *wait and see* corporativa y la reapertura inmediata del mercado para financiamiento de empresas

### Financiamiento total en el mercado de capitales al sector privado

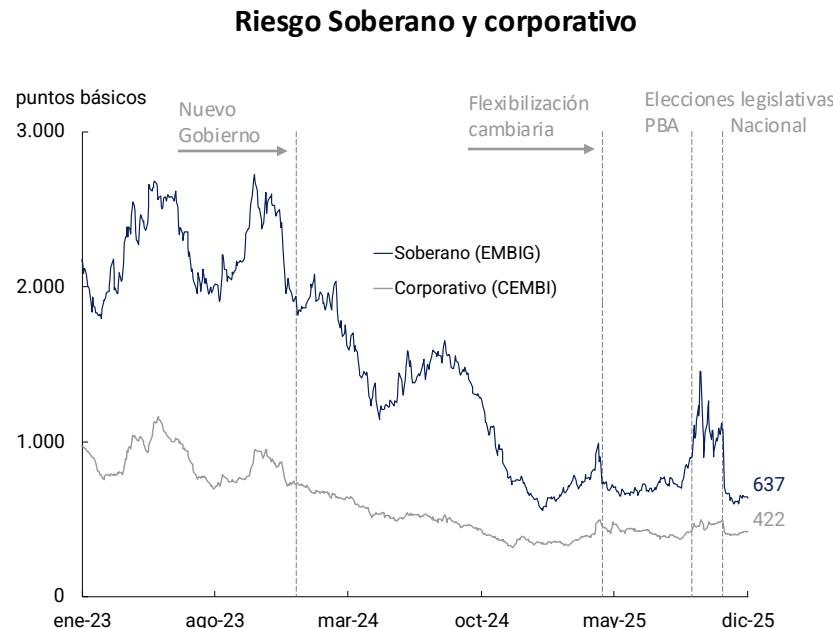


### Colocaciones de ONs y provincias solo legislación internacional



Fuente | BCRA en base a datos de CNV.

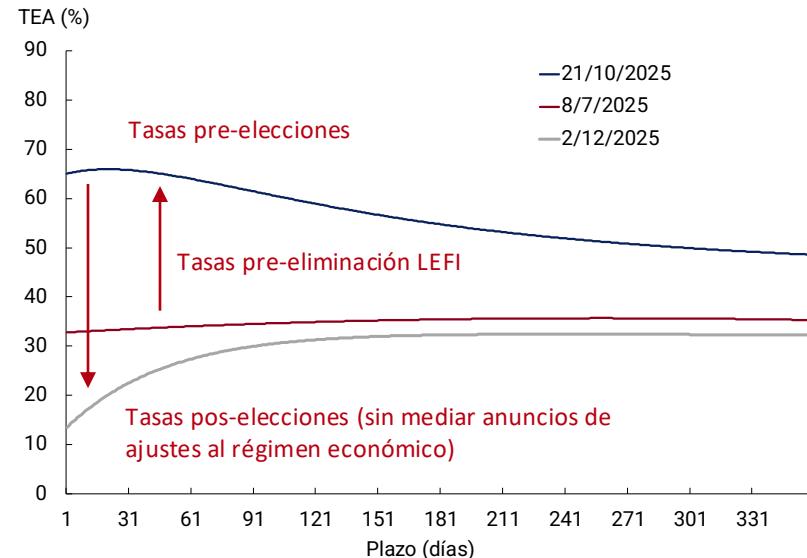
Fuente | BCRA en base a datos de CNV.



Nota | Información al 3 de diciembre.  
Fuente | Bloomberg.

**Fue la política ( ...y no la política de compra de reservas):** El riesgo país se normalizó pos-elección sin mediar cambio en la política de compra de reservas.

**Curvas de rendimientos de la deuda del Tesoro Nacional**  
Instrumentos a tasa fija



Nota | Rendimientos inferidos a través del método de interpolación Nelson-Siegel.  
Datos hasta el 2-dic-25. Fuente | BCRA en base a datos de Bloomberg.

**Fue la política ( ... y no la política de eliminación de LEFIs):** Las tasas de interés se normalizaron pos-elección sin mediar cambios al régimen monetario/cambiarío.

**1 | Progreso económico: Estabilización, flexibilización y resultados macroeconómicos alentadores**

**2 | Shock transitorio: Golpe a la confianza y demanda de dinero por expectativas de un cisne negro electoral**

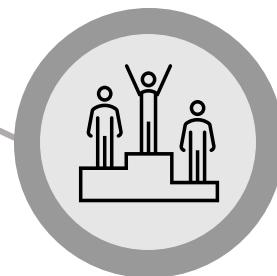
**3 | Normalización financiera: Inmediata pos-elecciones, sin mediar ajuste al programa (un shock 100% político)**

**4 | Oportunidad a futuro: Mandato popular, reformas estructurales, acceso a mercados y re-monetización**

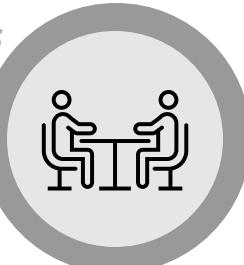
- Además de profundizar la desinflación, BCRA anticipa que se avecina una etapa de re-monetización; la misma facilitará la expansión de la actividad económica y la acumulación de reservas internacionales
- La política monetaria-cambiaría se verá fortalecida por la contribución de factores complementarios
  - Sostenido apoyo popular: El resultado electoral reafirma la agenda de reformas estructurales
  - Mayor consenso político: Respaldo en el Congreso para aprobar reformas impulsará la economía
  - Refinanciamiento de deuda (con déficit cero): Acceso del Tesoro al mercado facilita acumular reservas

*Reformas (mandato otorgado por los votantes)*

Resultado electoral



Crecimiento económico  
(consenso por reformas  
del lado de la oferta)



Alianzas políticas



*Estabilidad (doméstica y externa)*

ESTRATEGIA MONETARIA

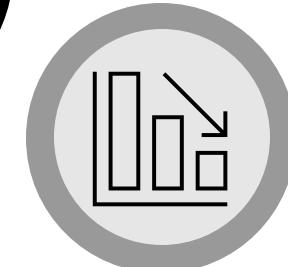
Inflación  
minorista



Reservas  
BCRA

REMONETIZACIÓN  
LIDERADA POR LA  
DEMANDA DE DINERO

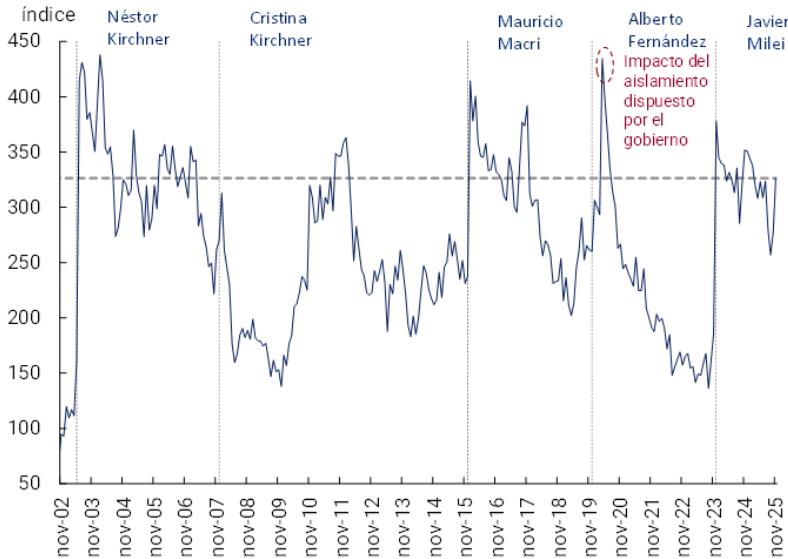
Actividad  
económica



Liquidez internacional  
(acceso a mercados externos)

Estrategia de deuda

Índice de confianza en el gobierno (UTDT)



Nota | Información a noviembre de 2025.

Fuente | BCRA en base a datos de Universidad Torcuato Di Tella data.

Estimación privada de la composición de la Cámara de Diputados

	Nueva composición		Composición en sept-25	
	#	%	#	%
Total	257	100	257	100
Libertad Avanza + Pro	107	42	79	31
La Libertad Avanza	95	37	44	17
PRO	12	5	35	14
Oposición dura	97	38	103	40
UxP	93	36	98	38
Izquierda	4	2	5	2
Oposición blanda (pcias unidas + otros)	53	21	75	29

Fuente | Estimaciones del sector privado (1816).

Los proyectos de ley apuntan a mejorar la institucionalidad, desregular, racionalizar y modernizar al estado, bajar costos, mejorar la productividad y reducir la informalidad:

- **Presupuesto Nacional 2026:** Tras dos años con prórrogas se prevé la aprobación de la “ley de leyes” enviada al Congreso.
- **Inocencia Fiscal:** Menor carga de cumplimiento tributario (simplificación, fiscalizaciones adecuadas, racionalización del régimen penal tributario, declaraciones simplificadas) y fuente de repatriación de ahorro de residentes.
- **Compromiso Nacional para la Estabilidad Fiscal y Monetaria:** Reglas presupuestarias, fiscales y monetarias para elaborar presupuestos equilibrados y prohibir el financiamiento monetario.
- **Modernización Laboral:** Baja de costos de indemnización, creación de Fondo de Asistencia Laboral para financiar despidos, salarios dinámicos, bancos de horas, fraccionamiento de vacaciones, límite a derecho a huelga, negociaciones por empresa sobre las de actividad, simplificación de relaciones laborales y sindicales.

Depósitos en USD del sector privado  
y proyectos de repatriación de ahorro de residentes

Saldo diario



Nota | Según el comunicado de ARCA, el total de bienes declarados ascendió a USD 23,3 miles de millones. Además de cuentas CERA y ALyC por USD 20,6 mil millones se incluyeron USD 2,7 miles de millones de otros bienes, entre los que se encuentran 14,8 mil inmuebles declarados y 6,5 mil cuentas en el exterior.

Fuente | BCRA.