Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

Jornadas Monetarias y Cambiarias BCRA
Palacio Libertad
16 y 17 de noviembre, 2026

BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la política fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

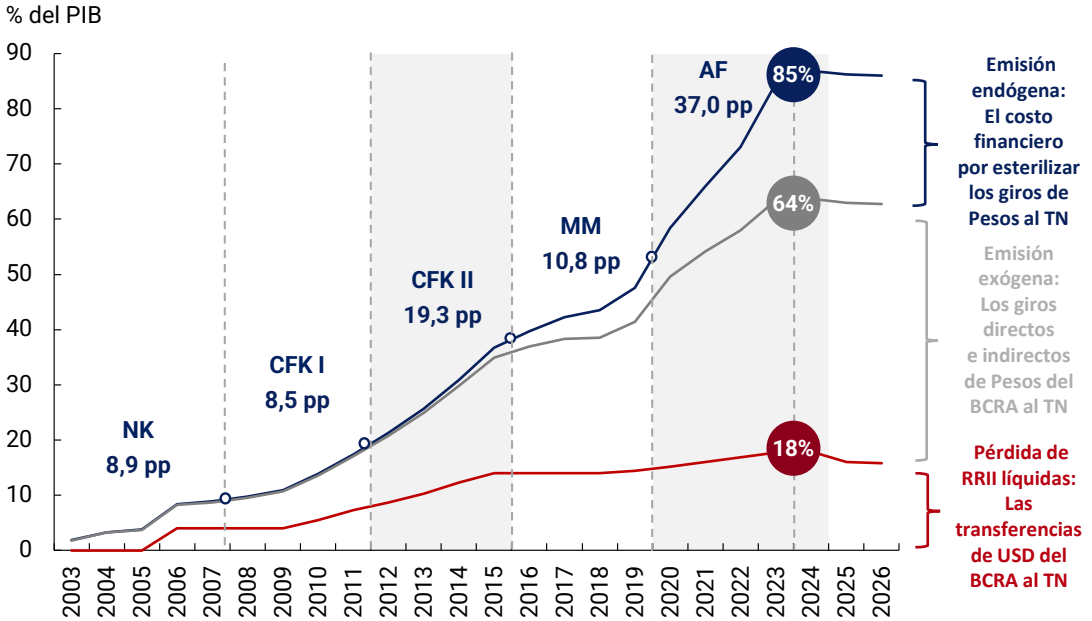
- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la política fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

BCRA: Daño patrimonial acumulado 2003-2023

Transferencia total de recursos y subsidios al Tesoro Nacional



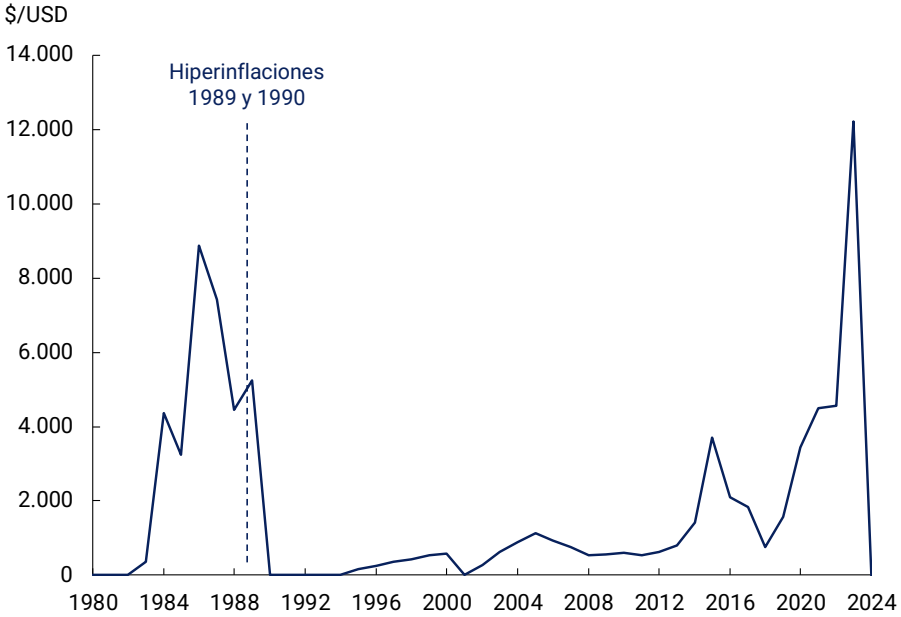
Nota | Las áreas grises representan períodos con controles cambiarios. Las transferencias acumuladas incluyen adelantos transitorios + monetización de utilidades+ *puts* + *bids* + otras operaciones de mercado abierto + Letras intransferibles. Datos al 30 de junio de 2026. Fuente | BCRA.

Entre 2003 y 2023 el daño patrimonial al BCRA por financiar al TN alcanzó 85% del PIB (USD 553.000 M).

- **Dominancia fiscal en USD.** El BCRA resignó 18% del PIB (USD 116.000 M) al TN en transferencias de RRII a cambio de Letras Intransferibles.
- **Dominancia fiscal en Pesos.** El BCRA resignó 46% del PIB (USD 299.000 M) al TN en transferencias de pesos a cambio de Adelantos Transitorios, por distribución de dividendos (revaluaciones no realizadas de activos), y por financiamiento indirecto.
- **Dominancia financiera.** El BCRA subsidió en 21% del PIB (USD 138.000 M) al TN pagando tasa interés por esterilizar la monetización del déficit fiscal.

Referencias: Presentación *"Fundamentos Económicos para una Reforma de la Carta Orgánica del BCRA. Recuperar la estabilidad de precios requiere una reforma que elimine el financiamiento del Banco Central (BCRA) al Tesoro Nacional (TN)"*, Vladimir Werning, Comisión de Finanzas de la CDHCN, 5/9/2026

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



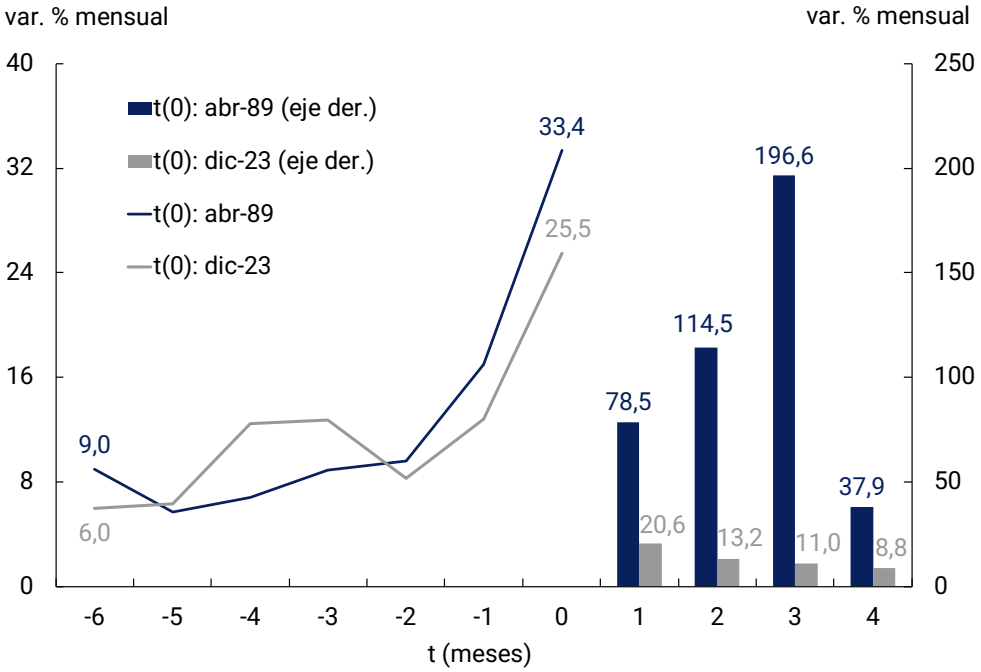
Nota | Las estimaciones se basan en la presentación *"Argentina: Un caso de fase terminal de dominancia fiscal sobre la política monetaria (en proceso de reversión)",* Vladimir Werning, Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA, 15 de noviembre de 2024. Fuente | BCRA.

En diciembre 2023 el sobrante monetario y faltante cambiario contribuían a un deterioro inédito del balance del BCRA.

- **El deterioro patrimonial del BCRA superó los peores precedentes.** El deterioro excedió a aquel observado durante los episodios de hiperinflación de fin de los 1980s y principio de los 1990s.
- **Para cubrir los pasivos remunerados con los activos líquidos USD, se hubiera requerido un TCN por encima de $/USD 12.000.** El stock de pasivos remunerados equivalía a 3 bases monetarias y, a la tasa de interés vigente, crecía a una velocidad de 8 bases monetarias por año. El stock de activos líquidos USD no alcanzaba para los pagos de deuda externa del TN del mes siguiente.

Referencias: Recuadro III.1. *"Riesgo de hiperinflación: Evidencia a fin del 2023 y desactivación en 2024",* IPOM, dic-2025.

Dinámica inflacionaria comparada
IPC mensual 2023 vs 1989



Fuente | BCRA.

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

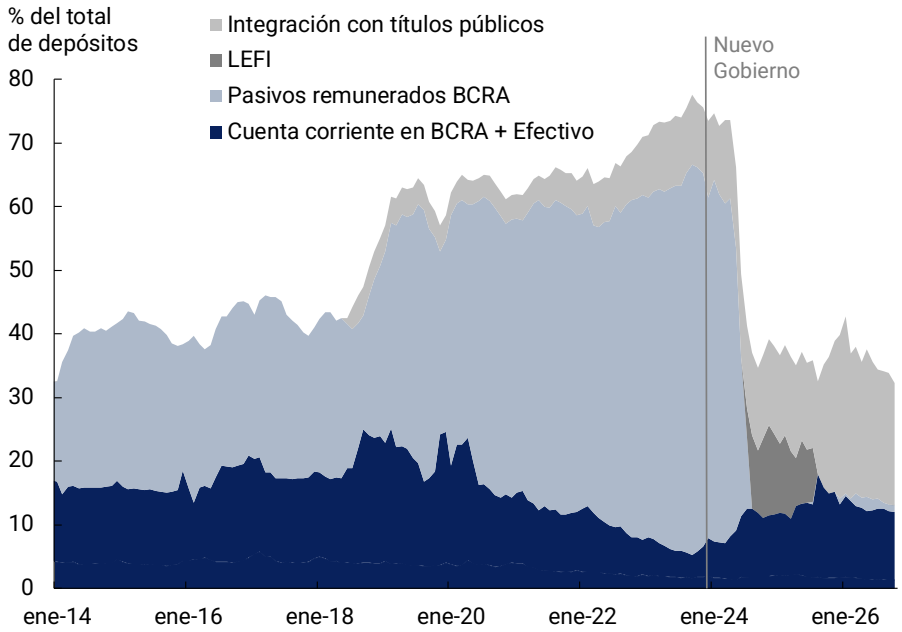
DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la poítica fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

Liquidez total y de corto plazo de las entidades financieras
Como % de los depósitos



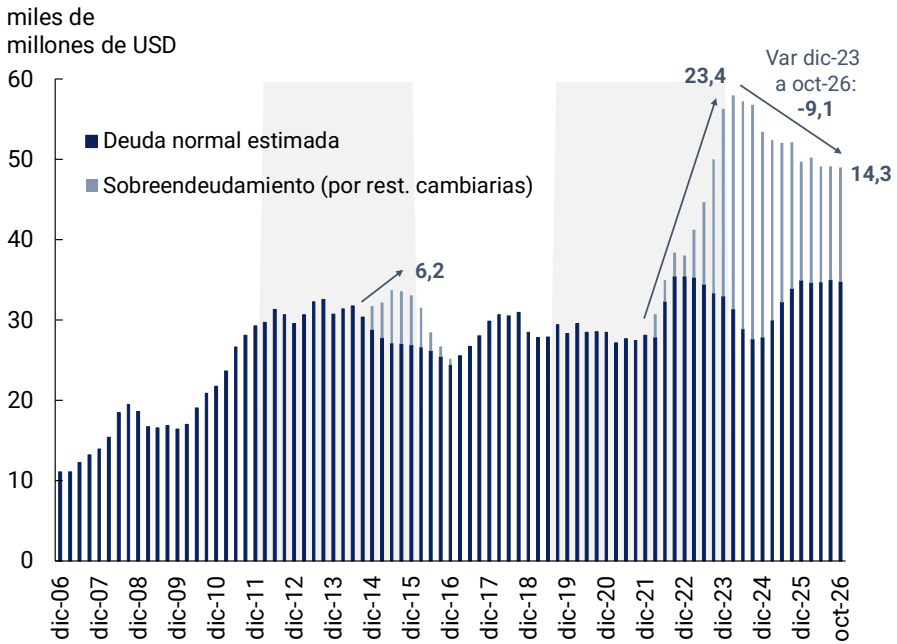
Nota | La liquidez total incluye efectivo en bancos, cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA, LEBAC, LELIQ, NOTALIQ, NOCOM, Pases Netos, LEFI y títulos públicos para la integración de efectivo mínimo. Fuente | BCRA

Eliminación del excedente monetario (*overhang*).

- **FASE 1:** (a) Eliminación de la emisión exógena de dinero (flujo) vía equilibrio fiscal; (b) disminución del excedente monetario (*stock*) y dinero endógeno (flujo) por medio de baja de la tasa de interés (*); y (c) desregulación de tasas de interés bancarias.
- **FASE 2:** (a) Eliminación de dinero endógeno (flujo) por medio de un canje de pasivos remunerados (BCRA) por LEFI y LECAPS del (Tesoro Nacional) a bancos; (b) eliminación de *puts* (contingencia monetaria) por medio de una operación de recompra a bancos; y (c) fijación de la oferta de dinero (BM amplia) y progresivo aumento de la demanda de dinero (BM).
- **FASE 3:** Eliminación de la fijación de la tasa de interés O/N por parte del BCRA; y eliminación de la LEFI por medio de un canje por LECAPs a bancos.

(*) Referencias: "*Cagan to Ramsey: Optimal Financial Repression*" Caravello, T. y Werning, I. (2024).

Deuda externa comercial (importaciones): Deseada y no deseada



Nota | Las áreas grises representan períodos con controles cambiarios. La deuda comercial surge de DDJJ del RAyPE y está sujeta a revisiones. BCRA se encuentra en proceso de relevar y actualizar el stock de deuda, a partir del cual puede modificarse la estimación de deuda no deseada (USD 14,3 mil millones).
Fuente | BCRA.

Recuperación del faltante cambiario (*underhang*).

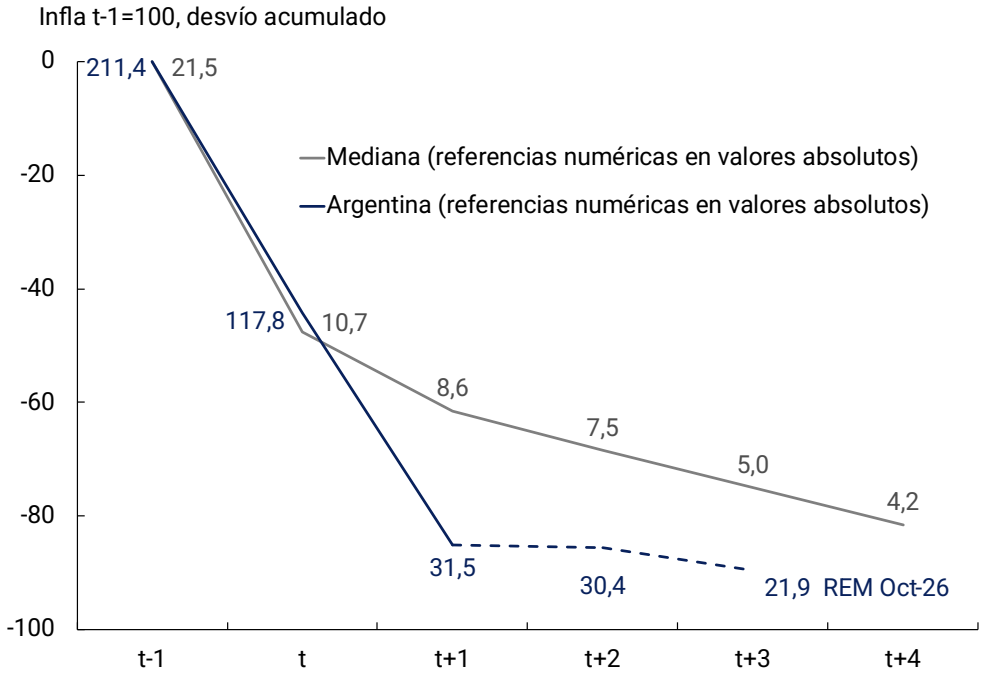
- **Punto de partida:** RIN al 12/2023: USD -11,200 M (base caja) o USD -34,600 M (en base devengado)*
- **Progreso:** Desde 12/2023 BCRA compró USD 37,900 M y acumuló RIN por USD 23,300 millones (base caja) o USD 32,300 M (en base devengado)*.
- **FASE 1:** (a) Sinceramiento inicial y deslizamiento TCN posterior; y (b) fin del *cepo* cambiario para importaciones (flujo cambiario).
- **FASE 2:** Suscripción de *swaps* USD/ARS (BOPREAL) a empresas con deudas por importaciones previas a 12/2023 (stock cambiario).
- **FASE 3:** (a) Acuerdo FMI; (b) fin del *cepo* cambiario para personas y (c) bandas cambiarias ampliables.
- **FASE 4:** (a) Programa de compra de RRII, (b) fin del *cepo* cambiario para dividendos de empresas, y (c) ajuste de bandas cambiarias con IPC.

(*) En base caja se imputa el efecto de la deuda no deseada por importaciones en el año de su pago efectivo; en base devengado se imputa en el año correspondiente a la importación.

Resultado nominal: Desinflación más veloz que la del promedio de programas de estabilización exitosos

Desaceleración del IPC relativo al período previo a la estabilización

Argentina 2023 y promedio de 40 programas de estabilización exitosos



Nota | Desvío acumulado de las tasas anuales de inflación respecto al año previo al comienzo del programa de estabilización. Las etiquetas de las series muestran las tasas absolutas de inflación.
Fuente | BCRA en base a INDEC, REM-BCRA, Banco Mundial, Di Tella, R., Núñez, F., & Ottonello, P. (2025). Argentina's Disinflation: An International and Historical Perspective. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, 45

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

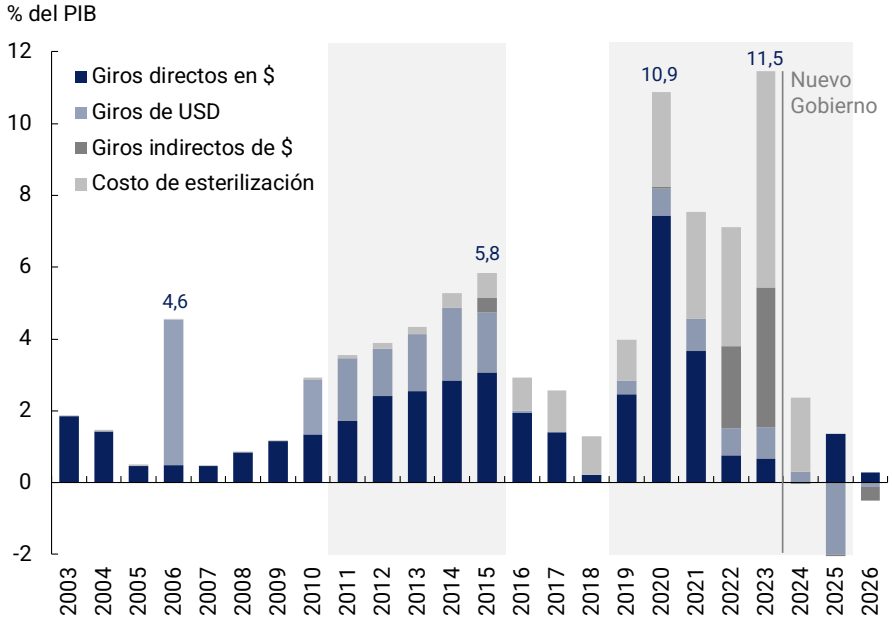
DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la poítica fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

Canales de transferencia de recursos al TN: Giros y costo de esterilización del BCRA



Nota | Las áreas grises representan períodos con controles cambiarios. Los datos de 2026 corresponden al 30 de junio. Giros directos en $ incluyen adelantos transitorios y utilidades. Giros de USD incluyen letras intransferibles. Giros indirectos en $ incluyen *puts* y *bids*. Fuente | BCRA.

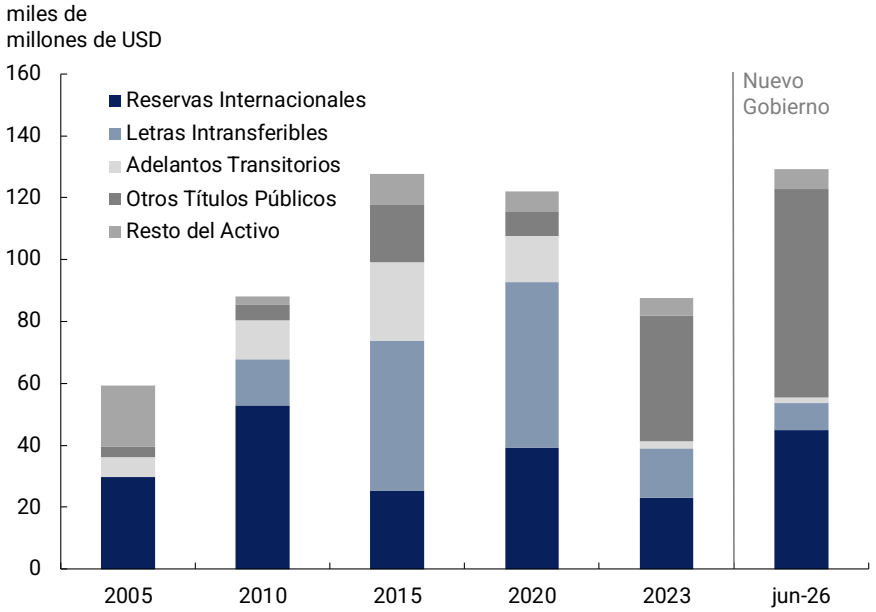
Institucionalización: La reforma a la CO del BCRA fue presentada al HCN por el Poder Ejecutivo en 2026.

- **Precedentes.** La reforma sigue criterios basados en la evidencia empírica y el estudio de las cartas orgánicas de países exitosos en reducir la inflación.
- **Establecimiento de mandato único.** Preservar el valor de la moneda. Consistente con el manejo de una herramienta única.
- **Eliminar las vías jurídicas de dominancia fiscal de la política monetaria.** El proyecto reemplaza el marco vigente desde la reforma de marzo de 2012. Se eliminan ATs, LIs, y se condiciona la distribución de dividendos y su aplicación por parte del TN.
- **Fortalecer la Gobernanza:** Convertir en vinculante la consulta al HCN para remover directores.

Referencias: Recuadro 1. *"Los fundamentos de la reforma de la Carta Orgánica del BCRA"*, IPOM, sep-2026.

Impacto en expectativas: Recuperación *de jure* de la credibilidad del BCRA

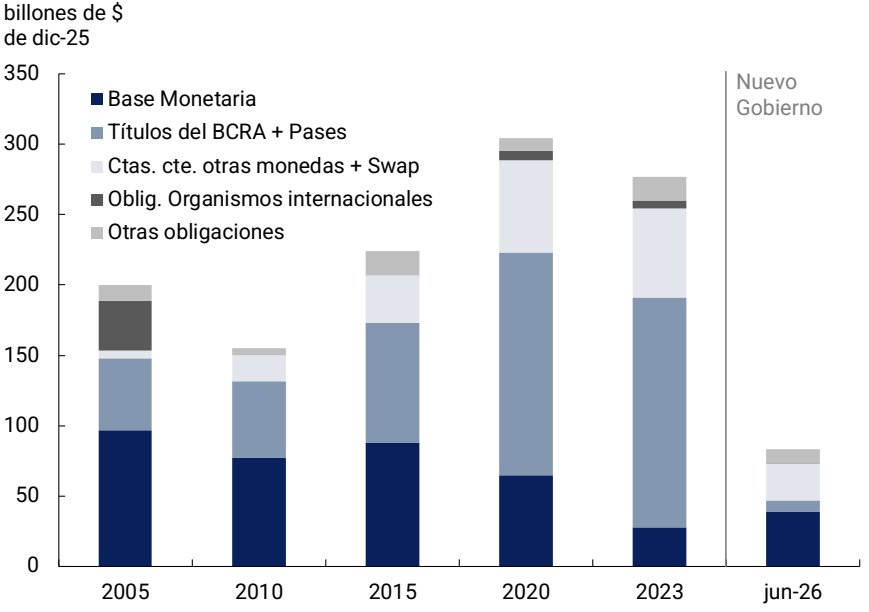
Activos seleccionados del BCRA



Fuente | BCRA.

Aumento de los activos y mejora en su composición

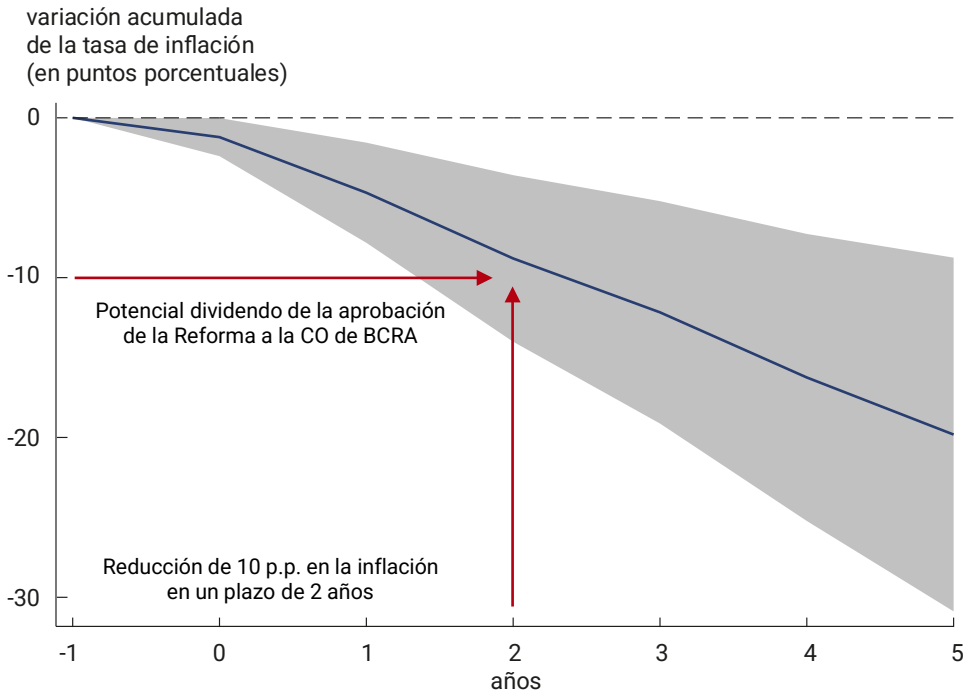
Pasivos seleccionados del BCRA



Fuente | BCRA.

Reducción de los pasivos y mejora en su composición

Latinoamérica: Impacto dinámico de la Independencia del Banco Central – desde niveles iniciales de tasa de inflación



Fuente | *"Central Bank Independence and Inflation in Latin America – Through the Lens of History"*, Jácome & Pienknagura, IMF, 2022.

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

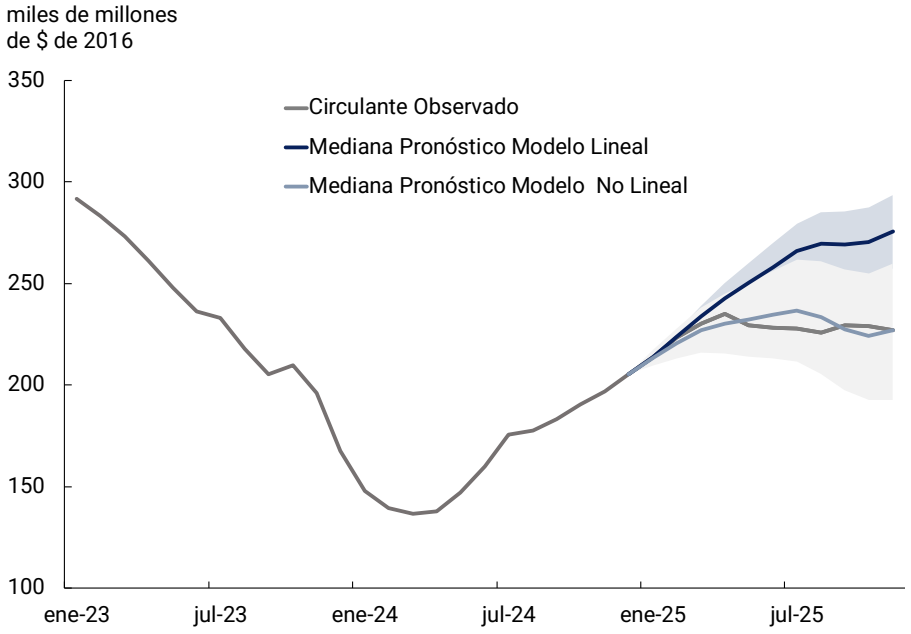
- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la poítica fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

Los modelos probabilísticos alimentan la programación monetaria, herramienta central para el control efectivo del dinero

Saldos reales de circulante en manos del público (s.e.)
Proyecciones alternativas (enero 2025)



Fuente | BCRA en base a datos de INDEC.

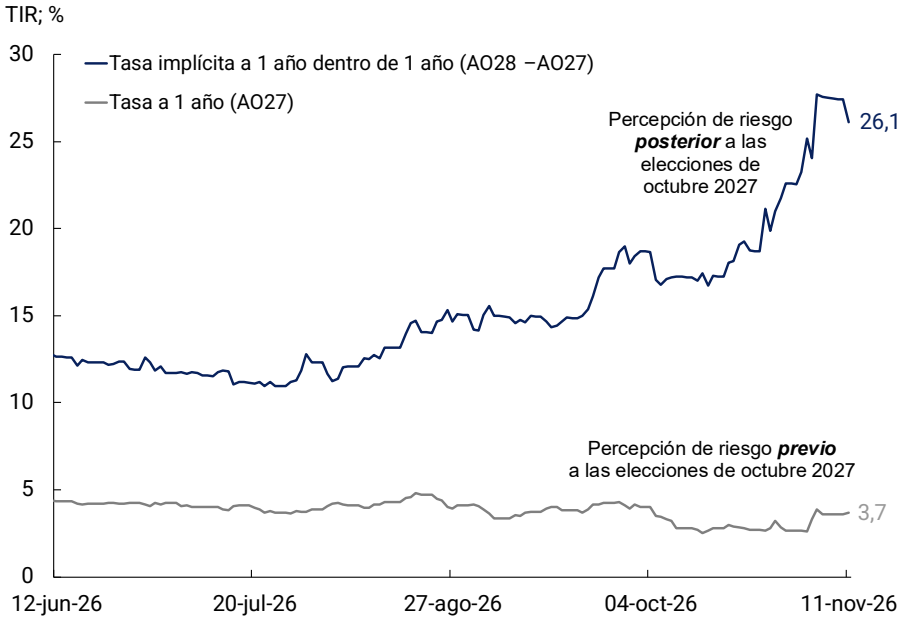
El BCRA utiliza un ecosistema que explora, para cada agregado monetario, 105 alternativas para 5 estructuras diferentes de modelos con el fin de estimar probabilísticamente la demanda real de dinero, insumo central para administrar la oferta monetaria bajo un régimen de agregados.

- Combina modelos de corrección al equilibrio (ECM) con especificaciones no lineales, captando relaciones de largo plazo y cambios estructurales.
- La incorporación de innovaciones en medios de pago mejora sustancialmente las estimaciones: en 2025 permitió anticipar una remonetización más moderada que la sugerida por modelos lineales tradicionales.

Referencia: Apartado técnico 5, *"Régimen de agregados monetarios y ancla nominal: estimación de la demanda real de dinero"*, IPOM, dic-2025 y , "*Forecasting Currency in Circulation in Argentina: Econometric and Machine Learning Approaches in a Changing Macroeconomic and Payments Environment*", Corso E. A., Gómez Aguirre, M. M. y Krysa, A. (2026).

Los modelos permiten planear operativamente el escenario base (los escenarios de incertidumbre extrema requieren respuestas específicas)

Rendimiento de los títulos públicos del TN en USD



Nota | Cotizaciones MEP. Datos al 11 de noviembre de 2026.
Fuente | BCRA en base a datos de BYMA.

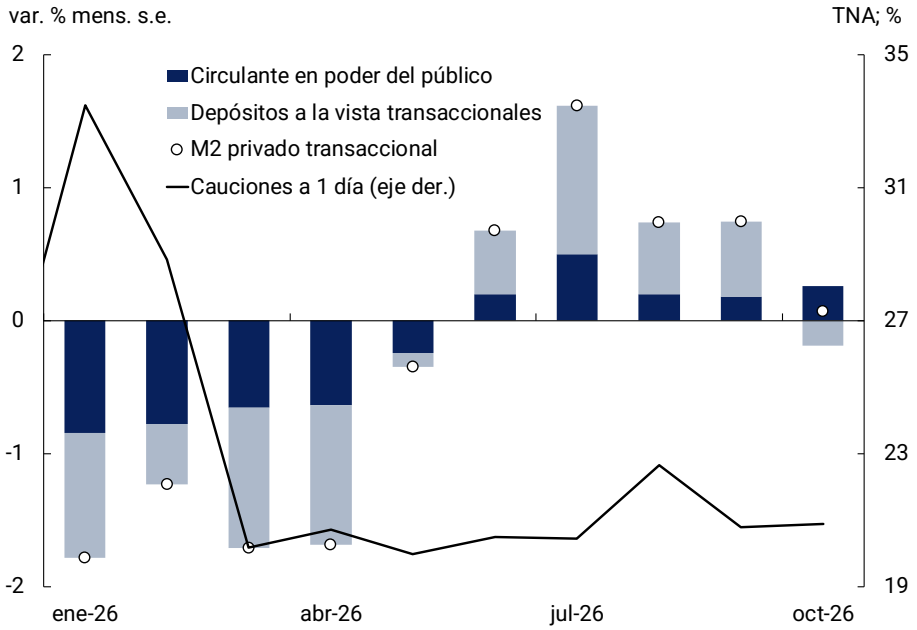
La estructura de un modelo de equilibrio monetario probabilístico refleja el régimen económico vigente. Los escenarios de *cisne negro* (como el riesgo electoral de un cambio de régimen) pueden impactar fuertemente y de manera binaria en la demanda de dinero.

- En una economía bimonetaria, un aumento de la aversión al riesgo puede reducir la demanda de pesos, vía dolarización como cobertura; una respuesta inversa a la convencional ("*cash is king*").
- Por ejemplo, la incertidumbre electoral de 2025 generó una dolarización transitoria, cercana a USD 35.000 millones, equivalente a 50% del M2 transaccional. Tras las elecciones, la dolarización se revirtió.

Referencias: Recuadro III.2.1, *"Dolarización electoral y desafío monetario: La relación inversa entre la aversión al riesgo y la demanda de dinero en una economía bimonetaria"*, IPOM, dic-2025.

Se refuerza la credibilidad monetaria cuando ...el proceso de actualización de modelos* contribuye a la eficiencia operativa del control del dinero

Demanda de dinero real (promedio 3 meses) y la tasa de interés O/N (promedio mensual)



Nota | La tasa de interés de cauciones corresponde al promedio mensual.
Fuente | BCRA.

A partir del 2T 2026 la demanda de dinero real (M2 transaccional privada) crece, revirtiendo la retracción producto del shock electoral de 2025. Varios factores contribuyen a la remonetización reciente.

- La tasa de interés pasiva se mantuvo alta más tiempo de lo esperado, pero a partir del 2T la reducción en su nivel y su volatilidad anticipó el aumento de demanda de dinero**.**
- La incertidumbre nominal se mantuvo elevada hasta el 2T dada la presión sobre el nivel del IPC proveniente de la suba en precios relativos.
- La mora en créditos bancarios a individuos, el mayor rezago observable del shock electoral 2025, creció por un período prolongado inhibiendo la oferta y demanda de crédito y resintiendo la actividad económica.

Referencias: (*) Para mayor detalle ver el *Apéndice: Demanda de dinero,* diapositivas 44 y 45, en esta presentación.

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

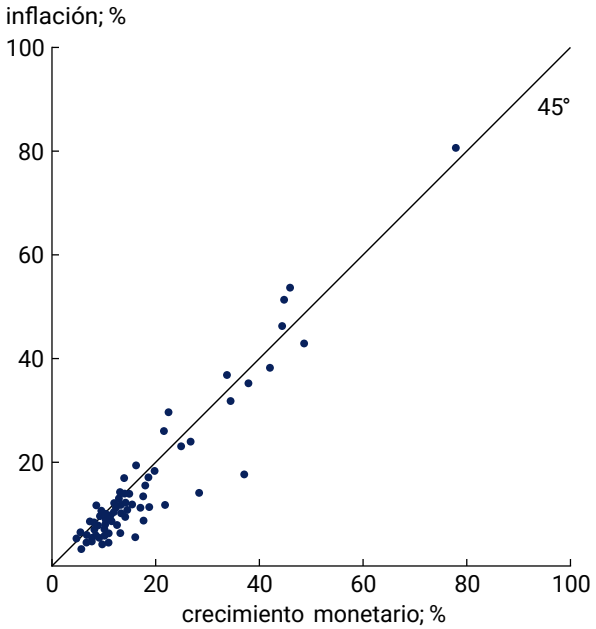
ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la política fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

El concepto de neutralidad del dinero de largo plazo (ΔM = ΔP) es consistente con la historia Argentina de alta inflación (y además, ΔM => ΔP, bajo dominancia fiscal)

Tasas anuales promedio de crecimiento del M2 y del IPC

1960-1990, 110 países



Fuente | McCandless, G.T. and Weber, W.E. (1995), "Some monetary facts", Quarterly Review, 19(3), Federal Reserve Bank of Minneapolis, pp. 2-11, citado en su Nobel Lecture por Lucas (1996)

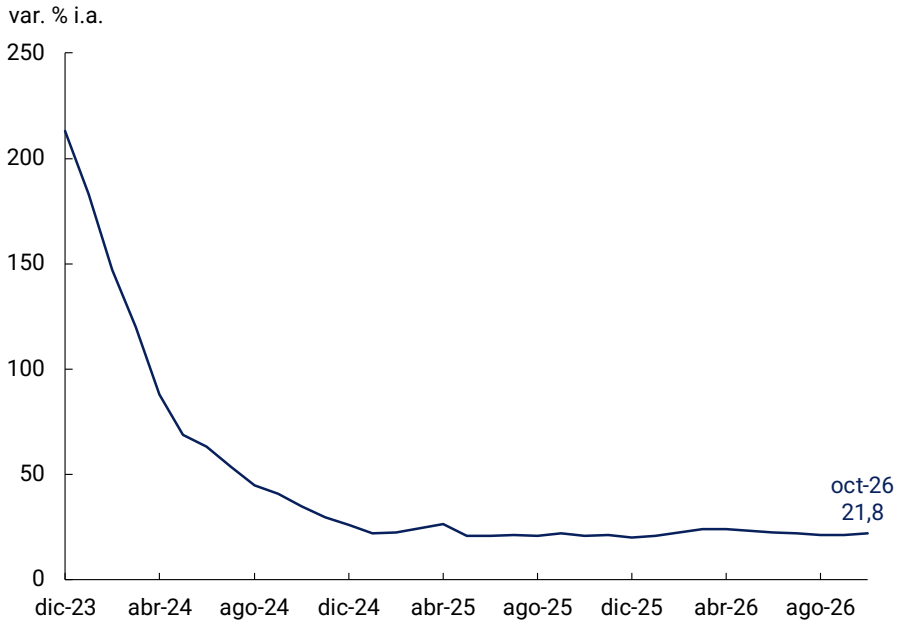
La relación empírica entre dinero e inflación en el largo plazo respalda el concepto de *neutralidad del dinero*.

- **Concepto:** Cambios persistentes en la cantidad de dinero afectan precios, sin generar efectos permanentes en el PIB real o el empleo.
- **Evidencia:** Esta regularidad empírica es consistente con la literatura monetaria clásica, desde Friedman hasta Lucas y fue documentada por McCandless y Weber. Las relaciones empíricas evolucionan según el contexto (p.ej., regímenes monetarios); pero la neutralidad del dinero se manifiesta más cuanto menor es el grado de credibilidad.
- **Implicancias:** Cuando la política monetaria persigue ganancias del PIB real de corto plazo vía expansión nominal, lo hace a costa de mayor inflación futura.

Referencias: "*Some monetary facts*", McCandless, G.T. and Weber, W.E. (1995), Quarterly Review, 19(3), Federal Reserve Bank of Minneapolis y *"Some alternative monetary facts"*, Stella P., Singh M., Bhargava M. IMF WP 21/6

Un desafío de la transición consiste en que el sector privado desasocie las subas generales de precios de las subas de precios relativos

Expectativas de inflación del sector privado (REM)
Pronóstico* próximos 12 meses, mediana



Fuente | REM-BCRA.

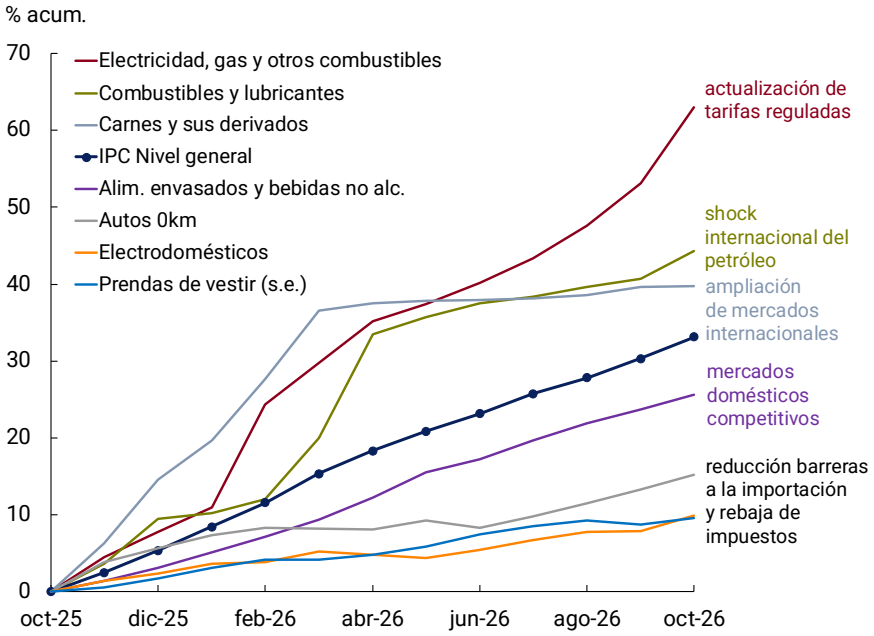
Las expectativas de inflación a 12 meses están ancladas, en niveles muy inferiores a los actuales, reflejando un proceso de desinflación exitoso. Aun así, algunas fricciones suelen acompañar los cambios de régimen:

- **Programa de estabilización:** La formación de expectativas inflacionarias suele resultar muy sensible a la inflación reciente (autocorrelación).
- **Programa de cambio estructural:** Por ejemplo, (a) al sector privado le cuesta distinguir cambios en precios relativos de un aumento general de precios (*signal extraction problem*); (b) persisten prácticas contractuales (indexación) de épocas de alta inflación; o (c) las expectativas de sostenibilidad del cambio muestran rezagos (baja credibilidad) y el *price discovery* manifiesta resistencias ("conflicto")

Referencias: "*Inflation is Conflict*", de Lorenzoni, G. y Werning, I., NBER Working Paper #31099, (2023)

Se refuerza la credibilidad monetaria cuando ...BCRA no convalida nominalmente el traslado a la inflación general de los ajustes en precios relativos (ΔP ≠> ΔM)

IPC y componentes seleccionados:
Inflación general acumulada y precios relativos acumulados



Fuente | BCRA en base a datos de INDEC e IDECBA.

Un cambio de precios relativos refleja modificaciones en condiciones de oferta, demanda, precios internacionales o carga tributaria particular de algún mercado específico.

- **Impacto de corto plazo:** Los ajustes de precios relativos pueden afectar transitoriamente el nivel general de precios, sin impulsar un aumento persistente de la inflación.
- **Riesgo de mediano plazo:** Si un cambio de precio relativo es trasladado a precios y/o salarios en otros mercados aparece el riesgo de producir un aumento persistente de inflación.
- **Implicancias:** Los bancos centrales no deben acomodar monetariamente (ΔP ≠> ΔM) el traslado de ajustes en los precios relativos a la inflación.

Referencias: *"Monetary Policy in the Face of Supply Shocks: The Role of Inflation Expectations"* Bandera, N., Barnes, L., Chavaz, M., Tenreyro, S. y Von Dem Berge, L. (2023)

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

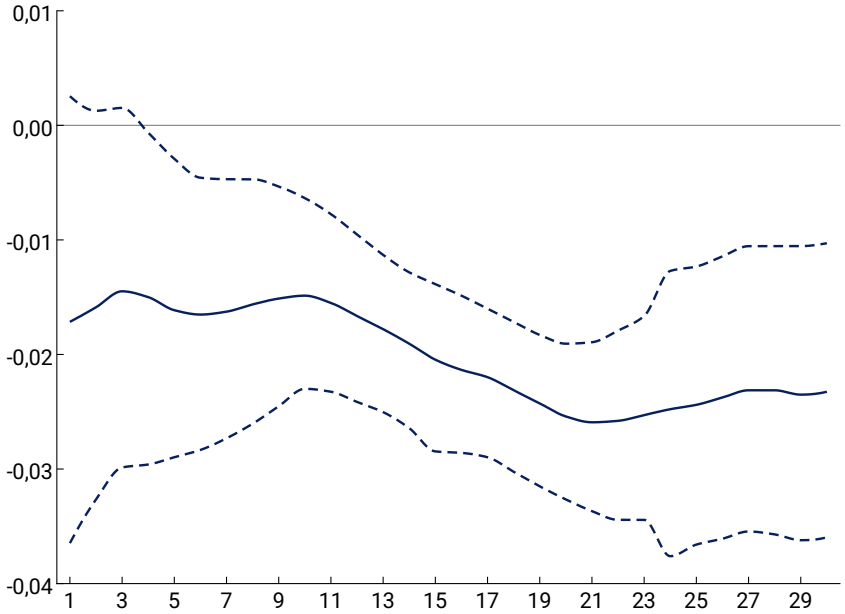
- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la poítica fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

NO NEUTRALIDAD DE CORTO PLAZO

En Argentina hay períodos que se observa la *no neutralidad* del dinero pero con signo *negativo* (ΔM => -ΔQ, o -ΔQ => ΔM)

Elasticidad de PIB real a M3 entre 1975-2012

Test empírico de neutralidad del dinero (Y=0)



Fuente | "A Century of Nominal History in Argentina: Monetary Instability and Non-Neutralities", 2015, mimeo, Emiliano Basco (UBA-BCRA), Tamara Burdisso (UBA-BCRA), Eduardo Corso (UBA-BCRA), Laura D´Amato (UBA-BCRA), Federico Grillo (BCRA) y Sebastián Katz (UBA-UdeSA-BCRA).

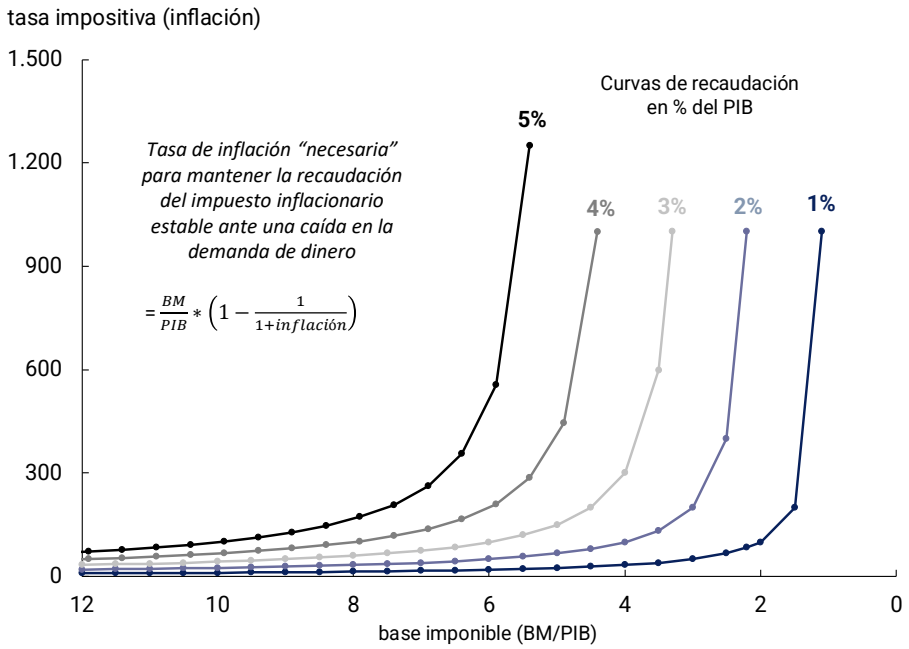
La evidencia empírica para Argentina muestra que las expansiones monetarias no solo no generan efectos *positivos* persistentes del PIB (neutralidad del dinero). Además la historia de inestabilidad pueden producir efectos reales (no neutralidad del dinero) pero *negativos,* en el corto plazo.

- **Inestabilidad:** En contextos de elevada inestabilidad nominal, una mayor expansión monetaria puede profundizar la incertidumbre, deteriorando decisiones de inversión, ahorro y producción.
- **No neutralidad del dinero:** Se ha documentado empíricamente entre 1975 y 2012 (impactos negativos permanentes en PIB real por suba de M3).
- **Riesgo:** Una política monetaria que busca ganancias transitorias de actividad puede terminar generando el impacto inverso: una contracción del PIB.

Referencias: *"A Century of Nominal History in Argentina: Monetary Instability and Non-Neutralities",* mimeo BCRA (2015), Basco et. Al.

La no neutralidad negativa es consistente con aceleraciones inflacionarias asociadas a caídas en la demanda de dinero (la base imponible del impuesto inflacionario)

Componentes del impuesto inflacionario
Recaudación, base imponible y tasa impositiva



Fuente | BCRA e INDEC.

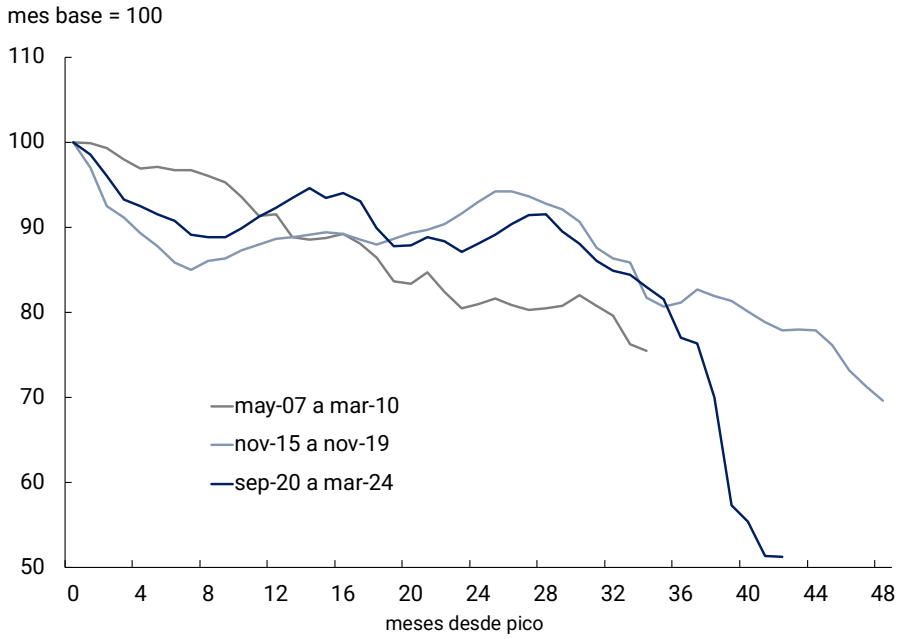
La inflación tiene comportamientos no lineales frente a la oferta de dinero.

- **Recaudación dependiente de la inflación:** La persistencia de la dominancia fiscal de la política monetaria instala dependencia al impuesto inflacionario, y eleva sistemáticamente la inflación necesaria para financiar un desequilibrio fiscal dado.
- **Base imponible decreciente:** Al aumentar la inflación esperada, el sector privado responde reduciendo la demanda de saldos monetarios reales, contrayendo la base imponible sobre la cual se recauda el señoreaje.
- **Tasa impositiva creciente:** La erosión de la base monetaria genera inestabilidad: tasas de inflación cada vez mayores pueden generar incrementos progresivamente menores de recaudación.
- **Referencias:** Cagan, (1956), *"Seigniorage, Operating Rules, and the High Inflation Trap"*, Michael Bruno y Stanley Fischer (1990), The Quarterly Journal of Economics, vol. 105, número. 2, pp. 353–374.

NO NEUTRALIDAD DE CORTO PLAZO

Se refuerza la credibilidad monetaria cuando ...BCRA reconoce la relación empírica inversa entre oferta de dinero y actividad (debido a la inestabilidad de la demanda de dinero)

Episodios recientes de caída en la demanda real de dinero (M3 privado)



Fuente | BCRA e INDEC.

La inestabilidad nominal deteriora la demanda de dinero y debilita su relación con la actividad, dictando una relación inversa del PIB a la oferta monetaria.

- **Inestabilidad de demanda de dinero:** La experiencia argentina muestra que la demanda de dinero atraviesa cambios de régimen y quiebres estructurales asociados a episodios de inestabilidad.
- **Estímulo vs. remonetización:** La remonetización genuina, no el estímulo artificial, reconstruye la intermediación financiera y fortalece la transmisión de la política monetaria, canalizando el ahorro ofrecido hacia el crédito demandado.
- **Credibilidad monetaria:** Se fortalece evitando expansiones de oferta (con el objetivo de estimular transitoriamente la actividad) y priorizando una remonetización consistente con los fundamentos que determinan la demanda real de dinero.

Referencias: *"Monetary Disorder and Financial Regimes: The Demand for Money in Argentina, 1900–2006",* Mogliani, Urga y Winograd (2009), WP No. 2009-55, Paris-Jourdan Sciences Économiques, Paris School of Economics.

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

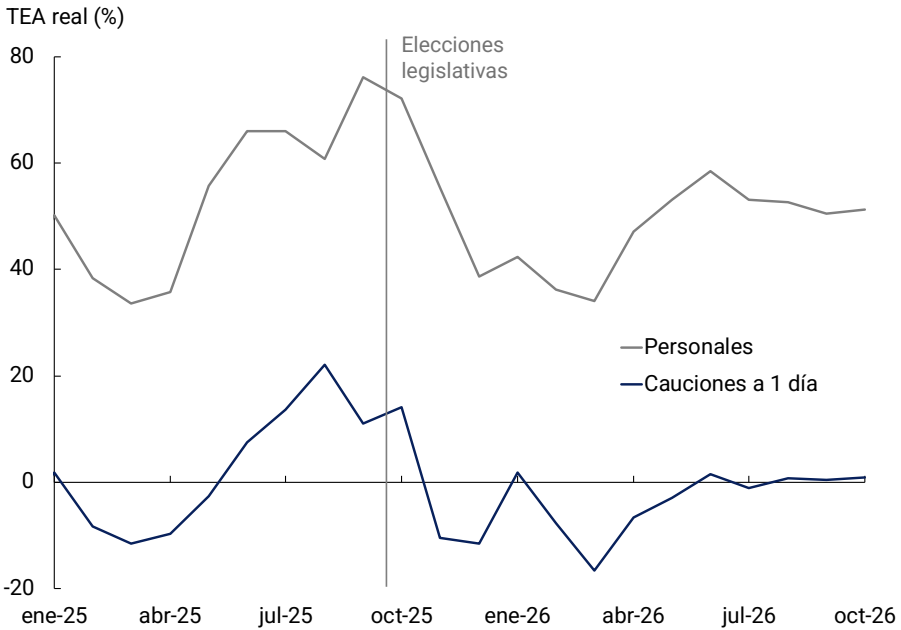
- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la política fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

Las tasas de interés bancarias están influidas por la política monetaria (tasas pasivas), pero también por la política fiscal (tasas activas)

Tasas de interés reales: Tasa activa a individuos y tasa pasiva de liquidez a 1 día (pasiva)



Nota | Las tasas reales se estiman deflactando las tasas efectivas mensuales por la inflación núcleo contemporánea y expresándolas en términos anualizados.
Fuente | BCRA.

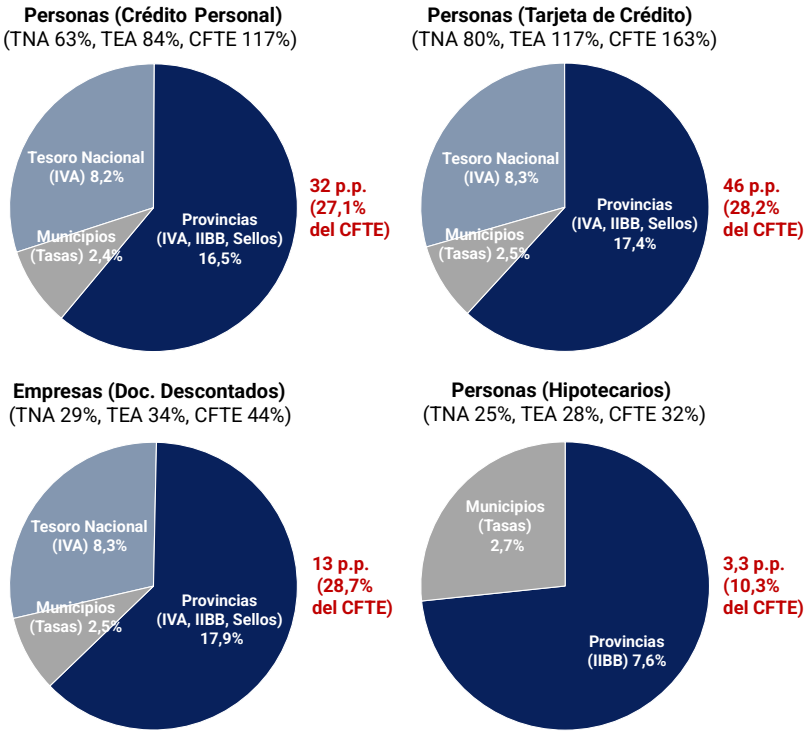
La política monetaria no es una restricción al crédito, a la demanda doméstica o a la actividad económica.

- **Dinámica de tasas activas:** Tras el shock electoral, las tasas reales bajaron de manera heterogénea: el costo financiero para individuos permaneció elevado. El costo para empresas se normalizó, favorecidas por mayor capacidad de negociación, financiamiento alternativo y la reducción del riesgo país.
- **Nivel de tasas pasivas y política monetaria:** Las tasas de interés, reflejo de condiciones de liquidez que dicta la política monetaria, se ubican en niveles reales bajos. El costo promedio real de fondeo bancario es negativo.
- **Nivel de spread bancario y política fiscal:** Otros determinantes del costo del crédito, incluyendo la política fiscal y tributaria, inciden en el *spread* de intermediación que determina las tasas de préstamos.

Referencias: Recuadro 4. *"El descenso reciente de la mora favorece el ciclo de crédito bancario"*, IPOM, sep 2026.

Las provincias y municipios contribuyen mayoritariamente a la carga impositiva que explica casi un 30% del CFTE de un préstamo personal

Costo impositivo de un préstamo bancario (como % CFTE)



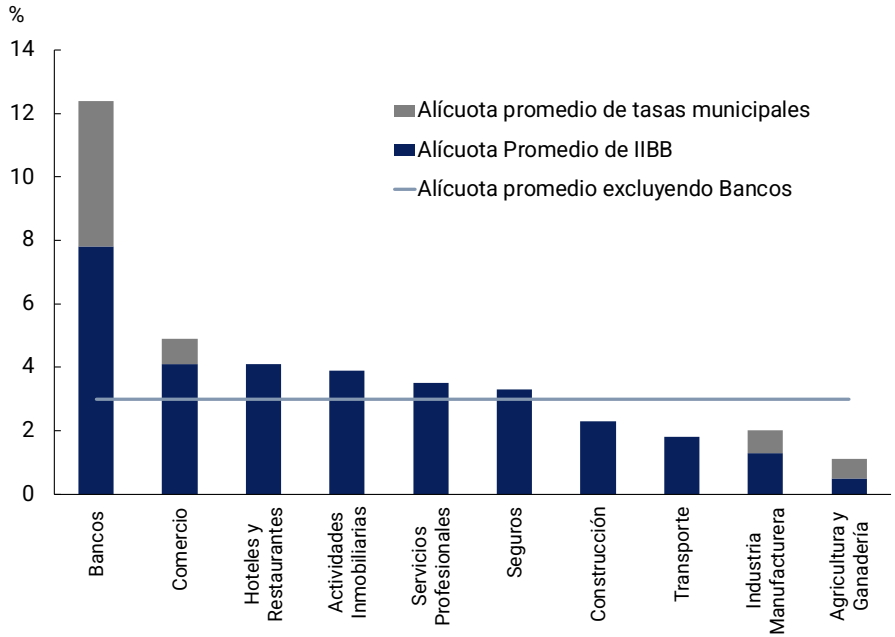
Nota | Datos a septiembre de 2026. Fuente | BCRA.

La carga tributaria representa una proporción significativa del costo financiero total de un crédito, elevando el *spread* bancario con respecto a las tasas de interés pasivas (estas últimas reflejan las condiciones de liquidez derivadas de la política monetaria).

- Los impuestos provinciales explican la mayor parte de la carga tributaria de los préstamos personales, tarjetas y documentos descontados, encareciendo significativamente la intermediación bancaria.
- La incidencia tributaria resulta heterogénea entre productos: es particularmente elevada en tarjetas y préstamos personales, mientras disminuye considerablemente en los créditos hipotecarios.
- Reducir la carga impositiva permitiría disminuir las tasas activas y mejorar la capacidad de pago de un deudor, sin relajar las normas prudenciales ni exponer a los depositantes.

Se refuerza la credibilidad monetaria cuando ...la política fiscal decida eliminar las distorsiones tributarias que ha impuesto a los canales de transmisión monetaria

Promedio de IIBB provincial y de tasas municipales según actividad económica



Nota | La alícuota municipal de comercio promedia mayorista y minorista.
Fuente | IERAL.

La intermediación bancaria enfrenta una carga de Ingresos Brutos y tasas municipales sustancialmente superior (4x) a la observada para el promedio de todas las demás actividades económicas.

- La elevada tributación sobre la actividad bancaria se traslada al *spread* de intermediación, aumentando el costo financiero que enfrentan familias y empresas.
- El costo del crédito puede reducirse proporcionalmente más eliminando esa carga tributaria sobre las tasas activas vs. el impacto que podría tener un cambio en las condiciones de liquidez sobre las tasas pasivas de mercado.
- Hoy la política fiscal resulta una herramienta más eficiente que la política monetaria para reducir el costo del crédito y un *spread* bancario menor sobre las tasas pasivas mejoraría los mecanismos de trasmisión de la política monetaria.

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

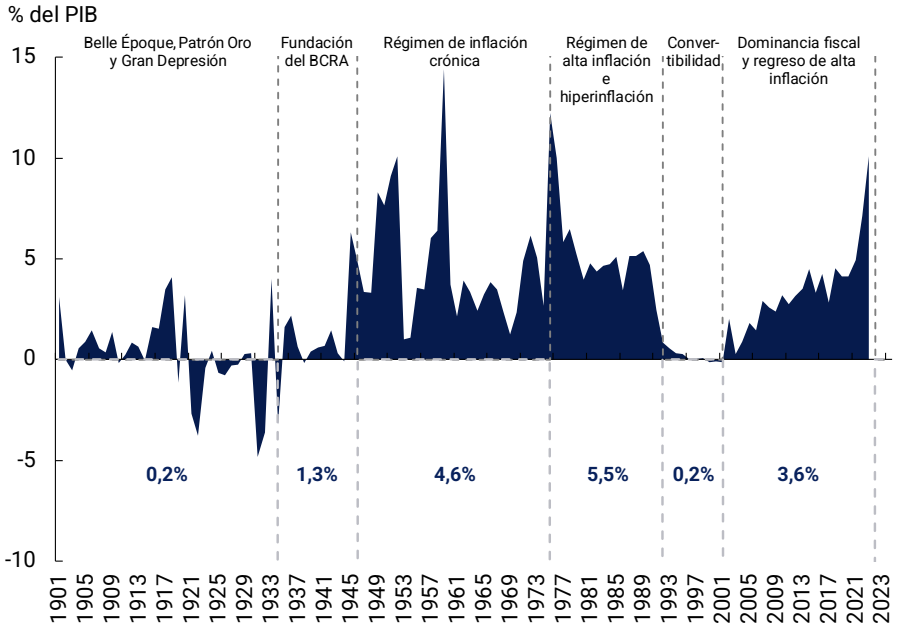
- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la política fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

La confiscación sistemática del ahorro por vía del impuesto inflacionario explica la salida crónica de capitales y la fragilidad externa de la economía

Impuesto inflacionario pagado por tenedores de saldos reales
Estimado sobre M2



Fuente | BCRA e INDEC.

El impuesto inflacionario ha sido utilizado como mecanismo de confiscación sistemática del ahorro privado. Entre 2003 y 2023 el impuesto inflacionario acumulado totalizó 60% del PIB, equivalente a USD 390 mil millones. El mismo desincentiva el ahorro en moneda doméstica, perjudicando el crecimiento y contribuyendo a la inestabilidad cambiaria:

Deterioro del ahorro y el crédito al sector privado:

- Las personas reducen su ahorro en pesos.
- Los bancos reducen el crédito en pesos.
- Las personas sustituyen pesos por dólares .
- Los dólares se atesoran fuera del sistema bancario.
- Los bancos reducen el crédito en dólares.

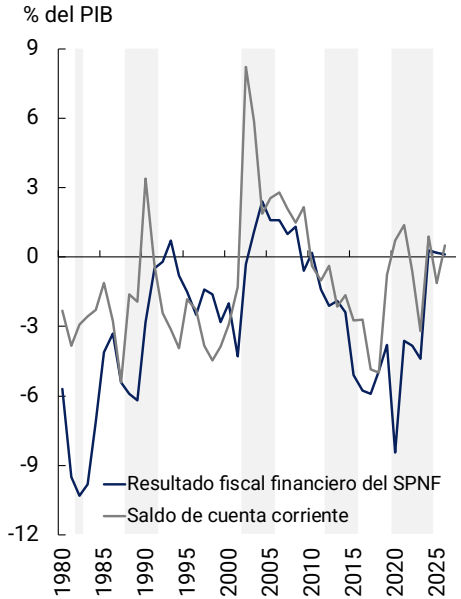
Deterioro de la inversión, la actividad y la BdeP

- El crédito caro para empresas limita la inversión.
- La poca inversión limita la competitividad.
- Las exportaciones y la actividad se estancan.
- El BCRA pierde reservas internacionales.

AHORRO DOMÉSTICO

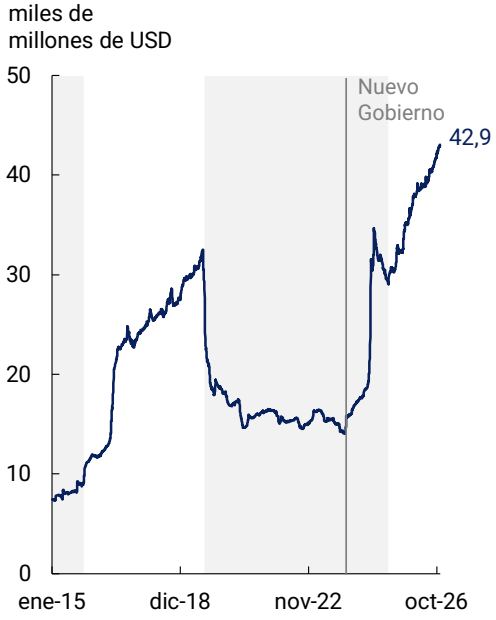
El programa de estabilización actual evitó tomar atajos confiscatorios del ahorro privado, diferenciándose así de todos los programas anteriores

Balance de cuenta corriente y balance fiscal



Nota | Las áreas grises representan períodos con controles cambiarios y cesación de pagos.
Fuente | BCRA en base a datos de INDEC y Ministerio de Economía.

Depósitos privados en moneda extranjera



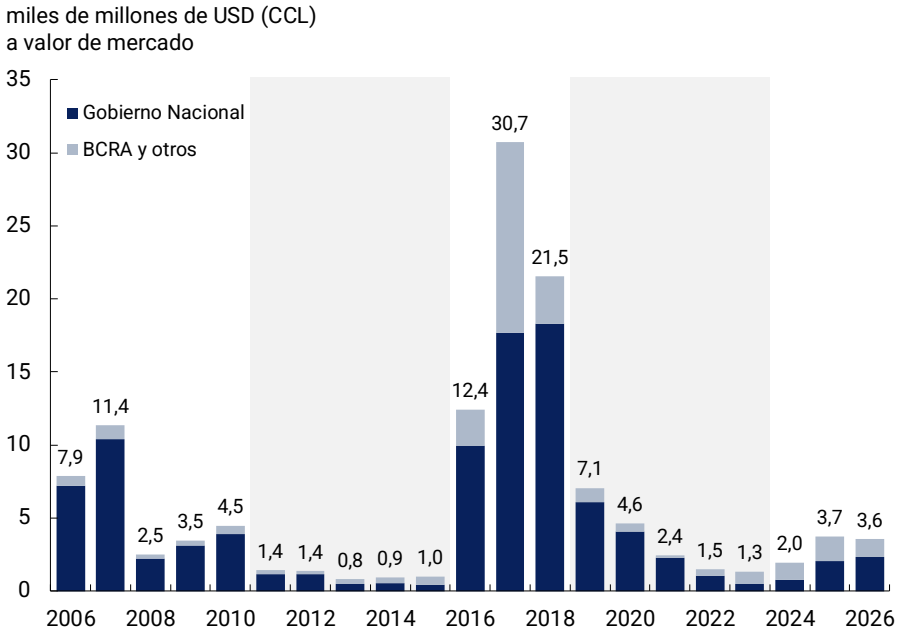
Nota | Áreas grises muestran los controles cambiarios. Datos al 10 de noviembre del 2026.
Fuente | BCRA.

El programa económico en curso fomenta el ahorro público y privado contribuyendo así a las condiciones que han permitido financiar sostenidamente la inversión en economías estables:

- **Ahorro público:** Se eliminó el desahorro público (déficit fiscal) para lograr equilibrio interno. Además, el equilibrio fiscal reduce la inestabilidad cambiaria al ser un determinante primario del equilibrio externo.
- **Ahorro privado:** No se alteraron derechos de propiedad ni se confiscaron ahorros privados como sí sucedió en programas económicos previos, incluyendo: (a) congelamiento de depósitos bancarios, (b) restructuración de deuda externa, (c) restricciones bancarias, (d) pesificación de depósitos bancarios, (e) alteración de índices utilizados en contratos financieros indexados, (f) restricciones cambiarias, (g) desagio de contratos de cobertura cambiaria y (h) reperfilamiento de deuda doméstica.

Se refuerza la credibilidad monetaria cuando ...fomentar el ahorro doméstico consolida el equilibrio externo, reduciendo el riesgo de volatilidad cambiaria

Inversores no residentes: Exposición a activos en pesos
Al 31-dic de cada año y 30-jun-26



Nota | Las áreas grises representan períodos con controles cambiarios.
Fuente | BCRA.

Un mayor ahorro doméstico reduce la dependencia del financiamiento externo y la exposición a shocks globales, favoreciendo la estabilidad cambiaria y fortaleciendo la transmisión monetaria.

- Una menor dependencia de los flujos externos reduce la vulnerabilidad frente a reversiones abruptas de capital y limita sus efectos sobre actividad e inflación.
- La menor exposición a episodios de *sudden stop* reduce los dilemas que enfrenta la política monetaria entre estabilizar la inflación y sostener la actividad.
- Mercados financieros domésticos más profundos y menor vulnerabilidad externa amplían los grados de libertad de la política monetaria para preservar la estabilidad macroeconómica.

Referencias: *"Capital Flows and Monetary Policy Trade-offs in Emerging Market Economies"*, Cavallino y Hofmann (2022), BIS Working Paper 1032.

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

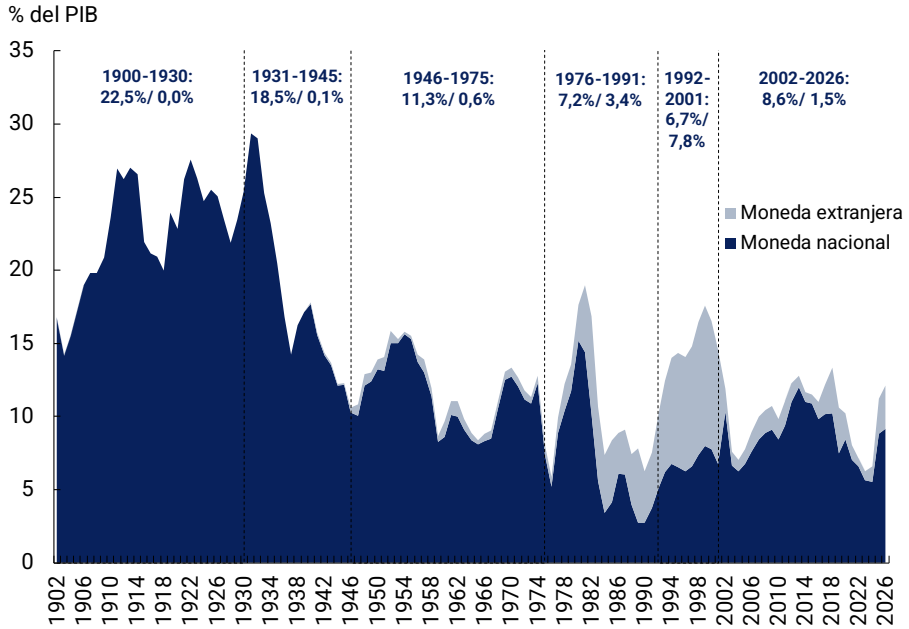
- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la política fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

La disponibilidad reducida de crédito al sector privado es consecuencia directa de factores de demanda (déficits fiscales) y de oferta (fuga del ahorro)

Préstamos bancarios al sector privado



Nota | 2026 corresponde al promedio de los primeros ocho meses del año.
Fuente | BCRA e INDEC.

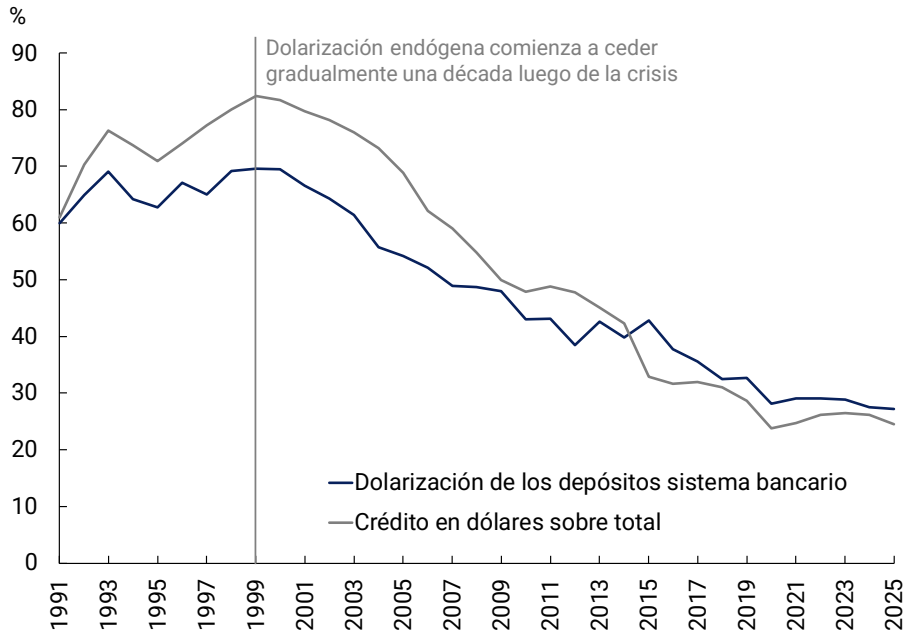
Déficits fiscales persistentes absorbieron recursos del sistema financiero, desplazando crédito privado y redujeron el financiamiento disponible para la inversión privada.

- **Déficits fiscales:** El *crowding out* del crédito privado fue documentado en economías emergentes.
- **Fuga de capitales:** La desmonetización y la salida del ahorro del sistema redujeron la profundidad financiera, debilitando la capacidad de transformar ahorro en crédito productivo.
- **Resultado:** La intermediación financiera reducida limita inversión, acumulación de capital y productividad, dificultando que empresas alcancen mayor escala y competitividad.

Referencias: *"Differential Crowding Out Effects of Government Loans and Bonds"* Agarwal, Jaume, Tellez de la Vega y Tobal (2024), y "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", King y Levine (1993), Quarterly Journal of Econ. y *"Un efecto Tobin perverso"*, Burdisso, Corso y Katz (2012).

La experiencia de Perú sugiere que la estabilidad favorece la remonetización y permite aumentar el ahorro, pero también que la dolarización del ahorro puede persistir

Perú: Dolarización de depósitos y de crédito bancario



El ratio de dolarización es la liquidez en dólares sobre la liquidez total.
Fuente | BCRA en base a datos de BCRP.

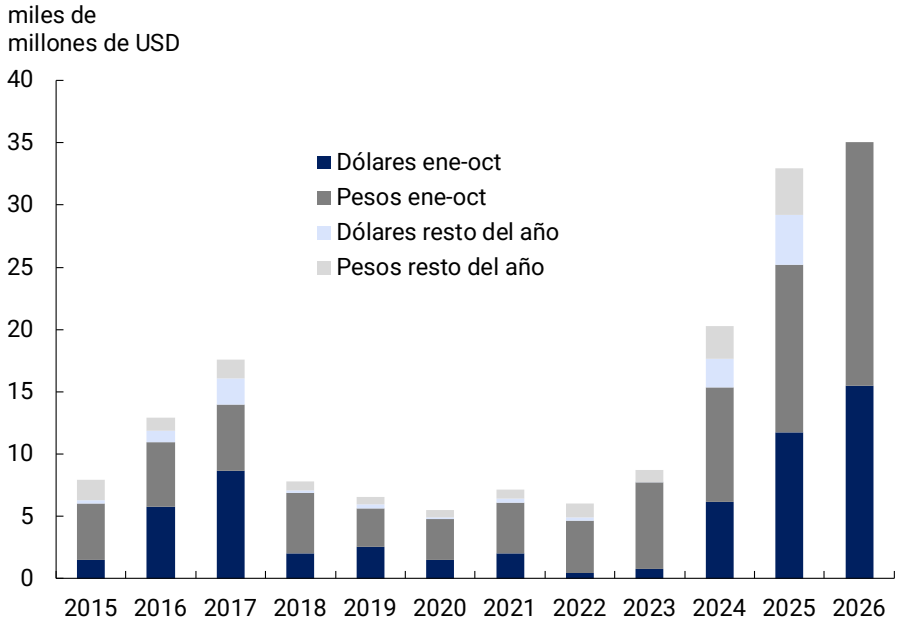
Luego de una estabilización económica, la repatriación de capital de residentes puede avanzar más rápidamente que la recuperación de la confianza en la moneda local, persistiendo un grado elevado de dolarización financiera en el mercado local.

- **Perú:** La experiencia peruana muestra que revertir la dolarización requiere estabilidad sostenida durante una década, dado que la crisis hiperinflacionaria de 1990 afectó la confianza de manera prolongada.
- **Argentina:** La dolarización presenta histéresis; la experiencia de crisis pasadas continúa condicionando las decisiones de cartera aun después de recuperada la estabilidad macroeconómica.

Referencias: *"Desdolarización financiera en Argentina: cuando el viento siempre sopla desde el Este"*, Corso y Sangiácomo (2023) Documento de Trabajo BCRA N.º 106 / RedNIE N.º 256

Se refuerza la credibilidad monetaria cuando ...el ahorro dolarizado recibe retornos de mercado, incentivando el financiamiento doméstico de la inversión privada

Financiamiento a través de Mercados de Capitales
Incluye colocaciones en el exterior



Nota | Incluye bonos corporativos, fideicomisos financieros, pagarés, cheques de pagos diferidos, facturas de crédito electrónicas, acciones y fondos mutuos cerrados. Usando la tasa de USD *blue-chip* (MEP). Fuente | BCRA en base en datos de la CNV.

Ofrecer instrumentos domésticos con retornos competitivos en dólares incentiva la repatriación del ahorro y su canalización al sistema financiero local.

- La intermediación del ahorro dolarizado potencia la oferta del crédito de mayor plazo y menor costo para las empresas.
- El BCRA introdujo un marco macroprudencial que flexibiliza el acceso a crédito en dólares (a empresas)
- El aumento de demanda de crédito en dólares permite retribuir al ahorrista dolarizado, incentivando así la repatriación de capital de residentes (junto con leyes de moratoria e inocencia fiscal)
- Un sistema bancario competitivo y un mercado de capitales profundo se complementan para movilizar el ahorro dolarizado, canalizar recursos hacia inversión productiva, impulsar el crecimiento y reducir la dependencia de capitales externos

Referencias: *"Stock Markets, Banks, and Economic Growth"*, Levine y Zervos (1998), American Economic Review

Credibilidad monetaria: El infierno, el purgatorio y las puertas del Cielo

DEL INFIERNO AL PURGATORIO: ¿Por qué se perdió y cómo se recuperó la credibilidad monetaria?

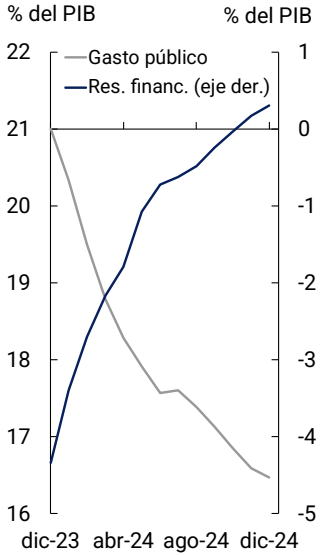
- **Dominancia fiscal hasta 2023:** El desequilibrio monetario derivado de la falta de independencia del BCRA: $\Delta M \Rightarrow \Delta P$
- **Resolución de crisis entre 2024-2026:** La transición monetaria orientada a la recapitalización *de facto* del BCRA
- **Institucionalidad a partir de 2026:** El equilibrio monetario reforzado a través de la independencia *de jure* del BCRA

ANTE LAS PUERTAS ABIERTAS DEL CIELO: ¿Cómo seguir fortaleciendo la credibilidad monetaria?

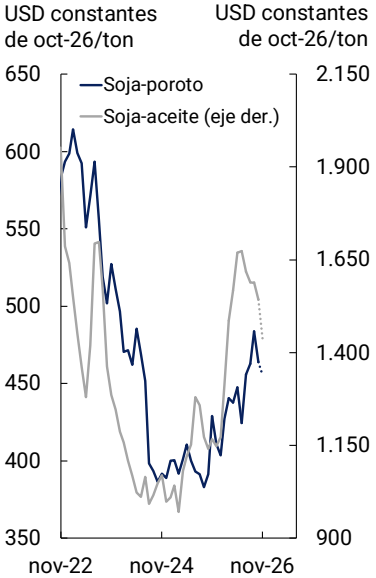
- **Demanda de dinero:** Actualizar las herramientas que contribuyen al control operativo del dinero: $\Delta M^s = \Delta M^d$
- **Shocks de precios relativos:** No desembocar en la *neutralidad del dinero* ($\Delta M = \Delta P$) por la vía inversa: $\Delta P \Rightarrow \Delta M$
- **Costo reputacional:** Reconocer el riesgo que representa un resultado empírico de *no neutralidad negativa*: $\Delta M \Rightarrow -\Delta Q$
- **Canales de transmisión monetaria:** Impulsar el crédito requiere colaboración de la política fiscal (carga tributaria)
- **Ahorro doméstico:** Fomentar el ahorro privado además del ahorro público consolida el equilibrio externo inédito
- **Competencia de monedas:** Ampliar el financiamiento de la inversión vía canales prudentes de crédito bimonetario
- **Integración al mundo:** Seguir sumando capacidad económica real y financiera para responder efectivamente a shocks

Los programas económicos no avanzan en un vacío; a mayor integración de la economía al mundo, mayor la exposición a shocks externos (negativos y positivos)

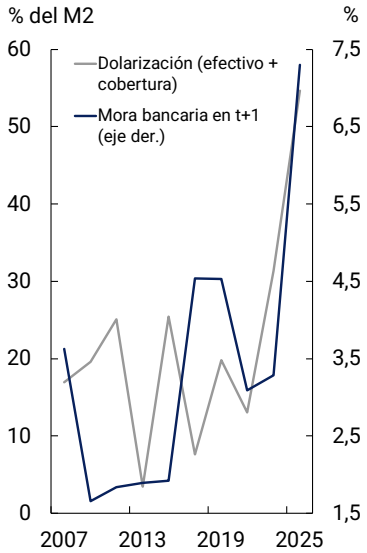
Shock #1: 2024
Ajuste fiscal SPNF



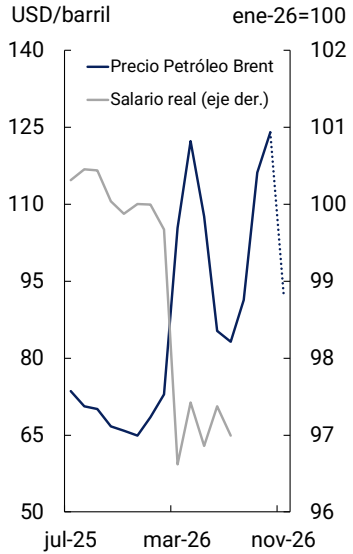
Shock #2: 2024-25
Precio de la soja



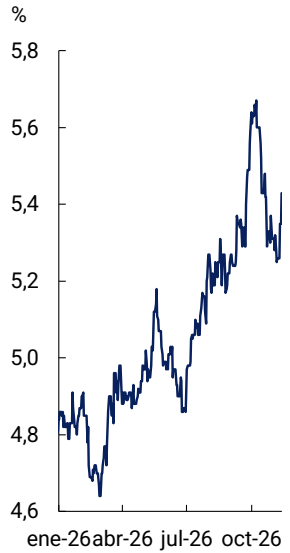
Shock #3: 2025-26
Shock electoral y su rezago (mora bancaria)



Shock #4: 2026
Precio del petróleo



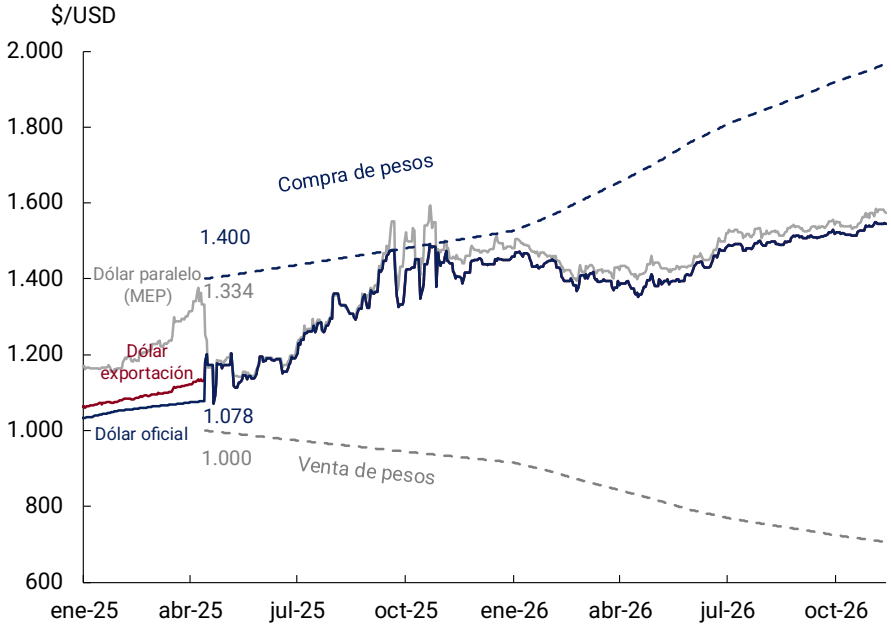
Shock #5: 2026
Tasa UST 30 años



Nota | Datos de precios de soja y tasa UST 30 años al 12 de noviembre de 2026.
Fuente | BCRA en base a datos de Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (STEySS), INDEC, Precio del Brent de Bloomberg del London Stock Exchange, Secretaría de Energía y Com. A3500 BCRA.

La flotación cambiaria entre bandas combina (a) la virtud de absorber shocks externos y (b) la limitante del rol del dólar como unidad de cuenta

TCN y bandas cambiarias



Nota | Datos al 13 de noviembre de 2026.
Fuente | BCRA.

Un régimen de control de dinero requiere flexibilidad cambiaria y endogeneidad de la tasa de interés. La flotación entre bandas se inauguró 4/2025 y la tasa opera endógenamente desde 6/2025.

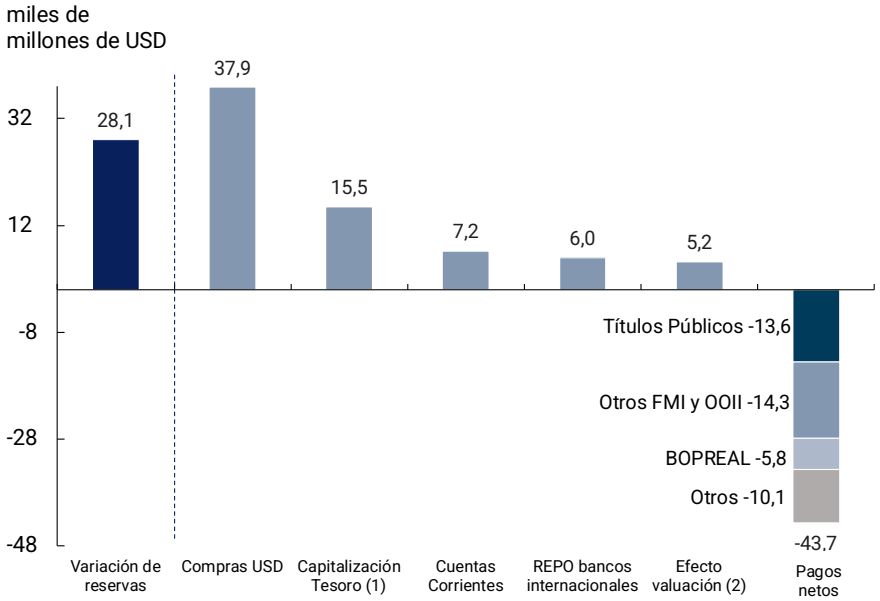
- En 12/2025 se anunció que las bandas ampliables se ajustarían por el IPC
- **Flexibilidad cambiaria:** Facilita los cambios de precios relativos y absorción de shocks externos
- **Bandas cambiarias:** Reconocen los costos que pueden acarrear movimientos extremos del TCN:
  - **Económicamente:** La historia de inestabilidad cambiaria implica que la capacidad del TCN para reflejar cambios del TCR es parcial
  - **Financieramente:** La historia de inestabilidad financiera implica que un aumento del TCN puede desequilibrar (en vez de equilibrar) la demanda y oferta de moneda extranjera

Referencias: *"Bandas cambiarias ampliables: una extensión del modelo de Krugman basado en el marco cambiario argentino"* Alvarez F. (2026)

Se refuerza la credibilidad monetaria cuando ...la capacidad de amortiguar shocks combina mayores flujos (generados por la economía) y stocks (disponibles en BCRA)

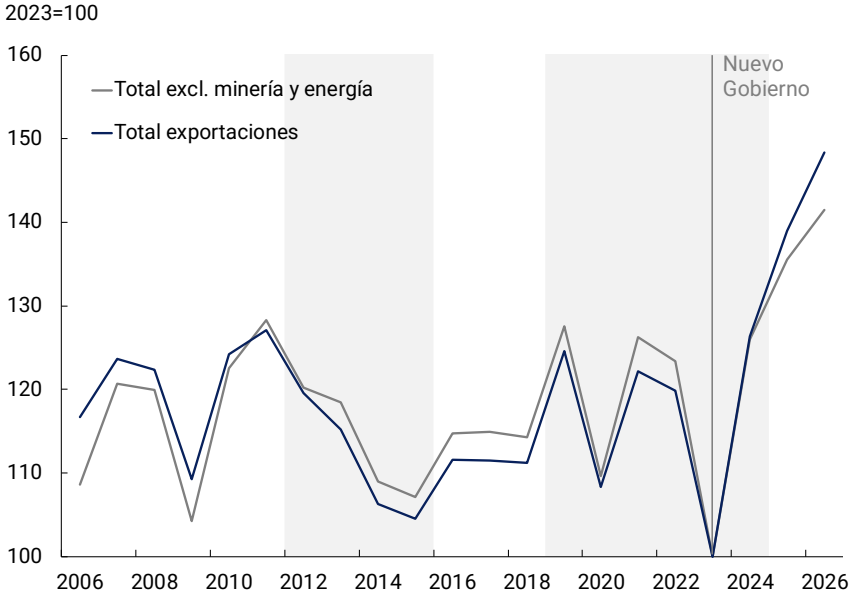
Contribución a la variación de reservas internacionales del BCRA

Del 11-12-2023 al 11-11-2026



Nota | (1) Canje de LI por reservas en el marco de los desembolsos al Tesoro del acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI (PFE); (2) Principalmente oro.
Fuente | BCRA.

Volumen exportado de bienes



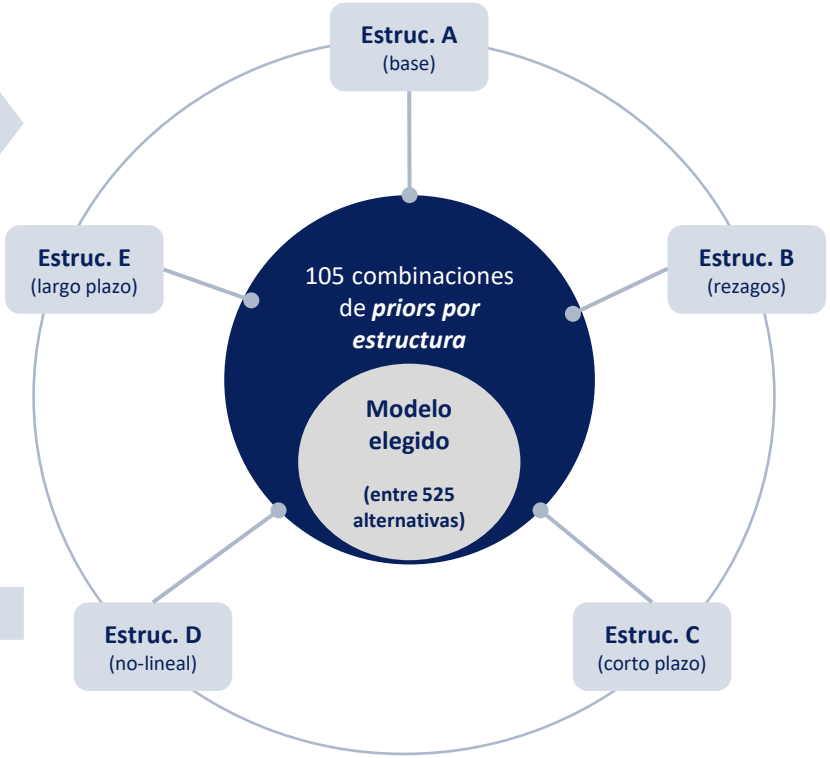
Nota | Las áreas grises representan períodos con controles cambiarios. Para 2026 se considera el promedio de los últimos 4 trimestres al III-2026.
Fuente | BCRA en base a datos de INDEC.

Muchas Gracias

Demanda de dinero: Síntesis del sistema de evaluación de modelos probabilísticos alternativos utilizados en la programación monetaria del BCRA

Mensualmente se definen **estructuras alternativas** bajo criterios **econométricos** y de **parsimonia**

El modelo seleccionado se utiliza hasta que el ***proceso iterativo*** selecciona un ***nuevo modelo*** con ***métricas*** superadoras ***de pronóstico***



Muestras utilizadas actualmente

- Estimación base: 01-2017 / 12-2024
- Período de validación: 01-2025/12-2025
- Estimación final: 01-2017/12-2025

Criterio de selección dinámica

- Cada estructura es estimada bayesianamente partiendo de diversos conjuntos de *priors*. Esta estimación se realiza inicialmente para el período 01-2017 / 12-2024.
- Se evalúa su calidad de pronóstico 12 pasos para la muestra de validación (01-2025/12-2025).
- Se elige un ganador por estructura.
- Se cotejan los ganadores por estructura seleccionándose un modelo a ser utilizado para pronóstico hasta que se obtenga uno superador.

Principales características

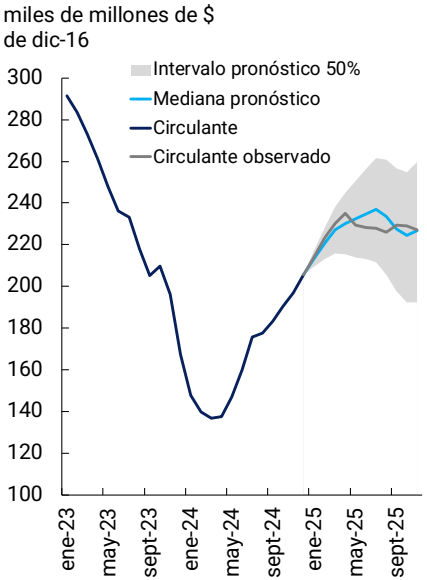
- Modelos no lineales de corrección al equilibrio (ECM).
- Incorporación de efectos no lineales del cambio en las tecnologías de medios de pago.
- El modelo ganador se seleccionó en función de su calidad de pronóstico 12 pasos (meses).

Demanda de dinero: Los ejercicios empíricos corroboran la robustez de los modelos de demanda de dinero del BCRA

Estimación de componentes de la demanda de dinero

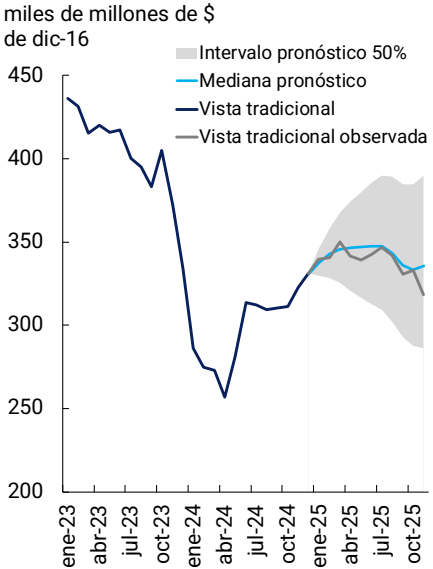
Pronóstico 11 pasos: enero – noviembre 2025

Circulante en público



Fuente | BCRA.

Vista tradicional



Fuente | BCRA.

Evaluación empírica: Robustez del modelo corroborada por la "estimación fuera de la muestra"

- El grado de robustez de las estimaciones de los modelos puede apreciarse con un ejercicio de *"backtesting"*
- Para eliminar la incertidumbre coyuntural y focalizar el análisis en las cualidades estructurales del modelo, se utiliza como input (*ex ante*) el escenario económico observado (*ex post*).
- El año 2025 representa una prueba exigente ya que constituye un período de alta incertidumbre y, potencial inestabilidad de la variable estimada.
- La similitud entre la trayectoria de la línea azul (estimación de M^d) y la de la línea gris (observación de M^d), corrobora que ambas estimaciones presentan un alto grado de robustez.

Referencias: Recuadro III.4.1.1. Régimen de agregados monetarios: Estimación de la demanda de dinero, IPOM, dic 2025



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

| BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA | BCRA |