



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

**Determinantes de la inflación durante el período
2019 - 2023. Un modelo aplicado**

Autoras: Valentina Benítez y Martina Murga

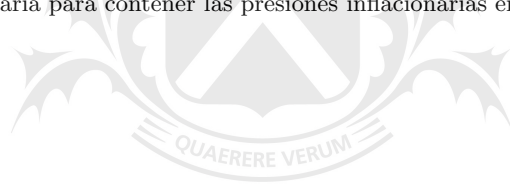
Legajos: 33223 y 32058

Mentor de Tesis: Franco Alexis Núñez

Buenos Aires, Marzo 2025

Abstract

Esta tesis analiza los determinantes de la inflación en Argentina entre 2019 y 2023, período correspondiente a la presidencia de Alberto Fernández, perteneciente al partido Frente de Todos. Se utiliza un modelo basado en los estados contables del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y los bancos comerciales, con el objetivo de identificar los principales factores que contribuyeron a la inflación durante el período bajo estudio. Para ello, se empleó un enfoque cuantitativo basado en la descomposición de la oferta monetaria en cinco factores clave: el financiamiento otorgado por el BCRA al Tesoro Nacional, las operaciones de compra/venta de divisas, los intereses pagados sobre los pasivos remunerados del BCRA, la proporción de depósitos bancarios destinados a financiar al BCRA y la expansión de los depósitos bancarios. Se recopilaron y analizaron datos del BCRA y del INDEC para evaluar la evolución de cada factor y su impacto en la inflación. Los resultados muestran que la monetización del déficit fiscal y la intervención en el mercado cambiario fueron las principales fuentes de expansión monetaria. A su vez, los pasivos remunerados del BCRA desempeñaron un rol fundamental en la absorción de liquidez, aunque su efectividad se redujo con el tiempo debido a la acumulación de intereses. Además, el aumento de la proporción de depósitos bancarios destinados a financiar al BCRA tuvo un efecto contractivo sobre la inflación en ciertos períodos, mientras que la caída en la demanda real de dinero exacerbó las presiones inflacionarias. El análisis sugiere que la política monetaria del BCRA durante este período tuvo un margen de maniobra limitado debido a la alta dependencia del financiamiento monetario del déficit fiscal y a la acumulación de pasivos remunerados. Como resultado, la inflación se mantuvo persistentemente elevada, lo que resalta la importancia de una coordinación entre la política fiscal y monetaria para contener las presiones inflacionarias en el largo plazo.



Universidad de
San Andrés

Contents

1	Introducción	3
2	El modelo	5
3	Datos	10
4	Variables	10
4.1	Extracción de variables	10
4.2	Transformación de variables	11
4.3	Construcción de variables	12
5	Determinantes de la inflación	12
5.1	Financiamiento al Tesoro vs. compra neta de divisas	13
5.1.1	Sector público	14
5.1.2	Sector externo	15
5.2	Remuneración a los pasivos remunerados del Banco Central	17
5.2.1	Estimación de la tasa promedio de remuneración a los pasivos	18
5.2.2	Estimación de la remuneración real a los pasivos de BCRA	19
5.3	Financiación de los bancos comerciales al Banco Central (τ)	20
6	Análisis de política Monetaria y Fiscal (2019 - 2023)	25
6.1	La victoria de Frente de Todos	25
6.2	Inflación en contexto de COVID 19	26
6.3	Entre la recuperación Post-Pandemia y la vulnerabilidad	27
6.4	Medidas Cambiarias y la Balanza Comercial: Desafíos Externos en Argentina en 2022	29
6.5	Una Inflación Imparable en 2023	31
6.6	Pasivos remunerados	32
6.7	LELIQ y Pases	33
6.8	Encajes bancarios	34
6.9	Déficit fiscal y divisas	35
6.10	Depósitos	37
7	Sector público incluyendo financiamiento indirecto	38
7.1	Introducción a la intervención en el mercado secundario	38
7.2	Análisis incluyendo bonos	39
8	Conclusión	43
9	Apéndice	44
9.1	Tablas	46
10	Bibliografía	56

1 Introducción

La inflación ha sido el centro de discusión de la política monetaria en contextos hiperinflacionarios como Argentina. Incluso, podemos decir que la inflación constituye un factor determinante para el cumplimiento de los mandatos establecidos en la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA)¹. Según el BCRA (2019),

“El BCRA tiene la responsabilidad de promover la estabilidad monetaria y financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social, en el marco de las políticas definidas por el Gobierno Nacional. Dentro de este marco de objetivos, el control de la inflación emerge como un componente esencial que permite alcanzar los demás fines establecidos” (p. 1)².

Una inflación baja y estable es fundamental para garantizar la estabilidad financiera, ya que permite a las entidades financieras evaluar riesgos con mayor precisión. Cuando los precios se mantienen relativamente constantes, los bancos y otras instituciones del sistema financiero pueden planificar de manera más eficiente, evitando escenarios de incertidumbre que podrían desestabilizar el sistema. Asimismo, la estabilidad de precios favorece un entorno económico predecible para productores y empleadores, quienes encuentran condiciones más propicias para invertir, emprender y generar empleo genuino.

Fischer (1993) al analizar cómo la estabilidad macroeconómica de un país es crucial para el desarrollo a largo plazo, usando datos de muchos países, evidencia que una inflación alta, déficits fiscales altos y políticas monetarias inestables son perjudiciales para el crecimiento. Destaca que la disciplina fiscal y la baja inflación fomentan la inversión, la acumulación de capital y, por ende, se facilita el crecimiento sostenido. La conexión que establece Fischer entre la inflación alta y el bajo crecimiento nos da un marco teórico para entender el impacto de la emisión monetaria y otros factores en el contexto inflacionario argentino.

En línea con lo expuesto por Fischer, Khan & Senhadji (2001) identifican que la inflación tiene un efecto negativo significativo en el crecimiento cuando supera ciertos niveles: 1-3% para países industrializados y 11-12% para países en desarrollo. Esto proporciona un marco para entender cómo diferentes niveles de inflación pueden afectar el crecimiento económico. La inflación afecta directamente a la calidad de vida de las familias, especialmente aquellas con menores ingresos. Los hogares más vulnerables son los más perjudicados por el llamado “impuesto inflacionario”, que erosiona el poder adquisitivo de los ingresos y los ahorros, acentuando desigualdades económicas y sociales. En este sentido, mantener la inflación bajo control contribuye directamente al desarrollo económico con equidad social, uno de los pilares fundamentales del mandato del BCRA.

En relación a esto, Mishkin (1999) examina diversos regímenes de política monetaria utilizados en distintos países. De esta manera, concluye que el éxito de cualquier régimen depende de su capacidad para limitar la discreción en la política monetaria y enfocarse en la estabilidad de precios a largo plazo.

En contextos de alta inflación, las distorsiones económicas son inevitables. La pérdida de confianza en la moneda local puede generar fuga hacia activos más seguros, desestabilizando el sistema financiero y exacerbando las crisis económicas. Reconociendo la importancia de este fenómeno, el BCRA ha definido la reducción de la inflación como su objetivo primario en el marco de su política monetaria. En este contexto, las estrategias cambiarias juegan un papel fundamental en la lucha contra la inflación, ya que los regímenes de tipo de cambio pueden influir significativamente en la estabilidad de precios y en la credibilidad de la política monetaria.

¹Visitar: Ley 24.144 Carta Orgánica del B.C.R.A (Artículo 3) <https://www.bcra.gob.ar/pdfs/bcra/cartaorganica2012.pdf>

²Visitar la sección Prefacio: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/IPOM1019.pdf>

En el contexto de políticas monetarias y fiscales, la interacción entre la emisión monetaria y la deuda pública juega un papel fundamental en la determinación del nivel de inflación. Sargent y Wallace (1981) argumentan que cuando el crecimiento de la base monetaria se utiliza para financiar déficits fiscales persistentes, el resultado inevitablemente es una mayor inflación a largo plazo. Según el modelo presentado, si la política fiscal establece una secuencia de déficits que no puede financiarse completamente mediante la emisión de bonos, el banco central se ve obligado a crear más dinero, lo que eventualmente lleva a un aumento en el nivel de precios. A medida que el stock real de deuda crece más rápido que la economía, llega un momento en que el servicio de la deuda no puede ser cubierto sólo con bonos adicionales y se requiere recurrir a la emisión monetaria, provocando una aceleración inflacionaria. Finalmente, el papel de la política monetaria en un entorno de dominancia fiscal es limitado. Cuando las autoridades fiscales determinan los déficits y dejan al banco central la tarea de financiarlos, la capacidad de este último para controlar la inflación de forma permanente se ve restringida.

Durante la presidencia de Alberto Fernández se estableció un régimen de devaluaciones graduales, conocido como *crawling peg*, como herramienta para enfrentar las presiones inflacionarias y estabilizar el tipo de cambio. Este abordaje buscaba combinar la estabilidad de un tipo de cambio fijo con la flexibilidad de uno flotante, permitiendo que la moneda se deprecie o aprecie de forma controlada para evitar fluctuaciones abruptas que pudieran desestabilizar la economía. Este enfoque está relacionado con el análisis de Levy-Yeyati y Sturzenegger (2001) que estudiaron cómo afectan los regímenes cambiarios al desempeño económico, particularmente en términos de inflación, tasas de interés reales y crecimiento económico. Según su investigación, los regímenes de tipo de cambio fijo o semifijo, como el *crawling peg*, pueden ser efectivos para reducir la inflación al estabilizar las expectativas de devaluación. Sin embargo, también señalan que estos regímenes pueden generar costos asociados, como menores tasas de crecimiento económico, especialmente en economías en desarrollo como Argentina.

En este marco, el régimen de *crawling peg* ayudó a moderar la inflación en ciertos períodos, como en 2020 y 2021. No obstante, enfrentó desafíos derivados de la persistencia inflacionaria y las presiones cambiarias en un contexto de alta incertidumbre financiera.

Creemos necesario destacar el estudio de Grauwe y Polan (2005), quienes examinan la relación entre inflación y la tasa de crecimiento del dinero. Los autores concluyen que existe una relación fuerte y positiva entre la inflación a largo plazo y el crecimiento del dinero, sobre todo en países con alta inflación o hiperinflación, como Argentina. Con esta motivación, este trabajo emplea un modelo de inflación cuyo enfoque se basa en la idea de que la inflación es un fenómeno monetario.

La metodología utilizada incluye el procesamiento de datos provenientes del BCRA e INDEC, normalizando las series en términos reales y desagregando el impacto de cada componente sobre la inflación. A través de gráficos y estimaciones, se identifican los principales determinantes del proceso inflacionario en el período estudiado.

La estructura de la tesis se organiza de la siguiente manera. En la Sección 2 se presenta el modelo y en la Sección 3 se explica qué datos se usaron para la aplicación. En la Sección 4 se detallan los factores determinantes de la inflación. Luego, en la Sección 5 se analiza la política monetaria y fiscal de cada año. En la Sección 6 se amplía el análisis incluyendo el financiamiento indirecto del sector público. Finalmente, en la Sección 7 se presentan las conclusiones.

2 El modelo

Para examinar la política monetaria durante el período en cuestión, utilizaremos un modelo sencillo que permite desglosar la tasa de inflación en sus principales componentes. Este enfoque formaba parte del programa de la asignatura *Macroeconomía I*, anteriormente dictada por el profesor Jorge Baldrich en la Universidad de San Andrés. El modelo utilizado fue presentado también en el trabajo de graduación de Camila Sury en 2022 (Sury, 2022); nos basamos en ese modelo para construir esta sección³. Como este modelo se fundamenta en la información proveniente de los balances del Banco Central y de los bancos comerciales, comenzaremos con una descripción de estos documentos.

El balance del BCRA se estructura con activos como la tenencia de bonos del tesoro, las reservas en divisas y los préstamos otorgados a bancos comerciales. En el lado del pasivo, se encuentran la base monetaria y las obligaciones con el sistema financiero. Según el principio de dualidad contable, cualquier variación en los pasivos refleja de manera equivalente los cambios ocurridos en los activos.

$$dDf + dDiv + dRd = dB^o + dL \quad (1)$$

En esta ecuación, dDf representa las variaciones en el financiamiento otorgado al Tesoro, $dDiv$ corresponde a las variaciones en las reservas de divisas, dRd indica el flujo de redescuentos, dB^o refleja los cambios en la base monetaria, y dL representa la variación en la deuda del Banco Central con el sistema financiero. Para simplificar el análisis, definimos los términos de la siguiente manera:

$$dDf^* = dDf + dDiv + dRd \quad (2)$$

En cuanto a los balances consolidados de los bancos comerciales, estos presentan como activos los préstamos otorgados (P) y el financiamiento al Banco Central (L). Por otro lado, los pasivos están conformados por los depósitos (S). De esta forma, la demanda de base monetaria (B^d) se establece como:

$$\frac{B^d}{P_x} = b(r + \pi^e) \quad (3)$$

En esta ecuación, P_x representa el nivel general de precios, r es la tasa real de interés, y π^e indica la tasa de inflación esperada. Además, la relación entre estas variables se caracteriza por:

$$b_{r+\pi^e} < 0$$

Esto implica que la demanda de base monetaria está inversamente relacionada con la tasa de interés nominal.

Por otro lado, la demanda de depósitos del sector privado (S^d) se define como:

$$\frac{S^d}{P_x} = s(r + \pi^e, e) \quad (4)$$

Donde e denota el tipo de cambio⁴. La relación entre estas variables se caracteriza por:

$$s_{r+\pi^e} > 0, \quad s_e < 0$$

Es decir, la demanda está directamente relacionada con la tasa de interés que los depósitos ofrecen y, al mismo tiempo, disminuye conforme aumenta el tipo de cambio. Si la moneda se deprecia y el tipo de cambio sube, *ceteris paribus*, las personas tienden a retirar sus depósitos de los bancos y a comprar dólares. Este arbitraje entre depósitos y bienes se expresa como:

³Agradecemos a Camila Sury y Jorge Baldrich por su gran contribución

⁴La variable busca representar no solo el tipo de cambio, sino cualquier factor que influya en la disposición de las personas para mantener depósitos.

$$i = r + \pi^e \quad (5)$$

Esta ecuación es conocida como la ecuación de Fisher.

Además, una característica esencial del modelo es que una proporción τ de los depósitos se utiliza para financiar al Banco Central, lo cual se describe como:

$$L = \tau S \quad (6)$$

Como resultado, un aumento en τ reduce la capacidad de los bancos para otorgar préstamos, ya que $P = (1 - \tau)S$. Es decir que los préstamos otorgados por los bancos (P) dependen de los depósitos totales (S) menos la parte que se destina a financiar al Banco Central τ .

En este contexto, la tasa a la que el Banco Central remunera a los bancos comerciales por este financiamiento es i_L . Por lo tanto, la tasa real de remuneración para dicha deuda se define como:

$$r_L = \frac{i_L - \pi}{1 + \pi} \quad (7)$$

Donde π representa la tasa de inflación.

A partir de la diferenciación de la ecuación (3), se obtiene la expresión para el flujo de demanda de base monetaria:

$$dB^d = dP_x b(r + \pi^e) + P_x b_{r+\pi^e} dr[r + \pi^e] \quad (8)$$

Por otro lado, el flujo de oferta de base monetaria está dado por:

$$dB^o = dDf^* + (r_L + \pi)L - dL \quad (9)$$

Utilizando las ecuaciones (4) y (6), esta expresión se puede reescribir como:

$$dB^o = dDf^* + r_L \tau P_x s(r + \pi^e, e) + \pi \tau P_x s(r + \pi^e, e) - P_x s(r + \pi^e, e) d\tau - \tau P_x s_{r+\pi^e} d[r + \pi^e] - \tau P_x s_e de - \tau s(r + \pi^e, e) dP_x \quad (10)$$

El equilibrio en el mercado de base monetaria implica que:

$$dB^d = dB^o \quad (11)$$

Sustituyendo las ecuaciones (8) y (10) en la ecuación (11) y reorganizando los términos, se obtiene una expresión que descompone la tasa de inflación en sus factores determinantes:

$$\pi = \frac{1}{b(r + \pi^e)} \left\{ \frac{dDf^*}{P_x} + \tau s(r + \pi^e, e) r_L - s(r + \pi^e, e) d\tau - \tau s_e de - (b_{r+\pi^e} + \tau s_{r+\pi^e}) d[r + \pi^e] \right\} \quad (12)$$

Por lo tanto, utilizando la ecuación (12), es posible expresar la tasa de inflación en función de la tasa de crecimiento de la demanda real de depósitos en los bancos comerciales:

$$\pi = \frac{1}{b(r + \pi^e)} \left\{ \frac{dDf^*}{P_x} + \tau s(r + \pi^e, e) r_L - s(r + \pi^e, e) d\tau - b_{r+\pi^e} d[r + \pi^e] - \tau s(r + \pi^e, e) \gamma_s \right\} \quad (13)$$

La ecuación central de este modelo permite analizar sus componentes clave, los cuales se detallan a continuación. El primer término refleja un enfoque tradicional, donde la inflación tiende a aumentar si se monetiza una mayor parte del déficit fiscal. El segundo término indica que, dado un nivel

de τ y una cantidad fija de depósitos, una mayor remuneración real que el BCRA paga sobre sus pasivos incrementa la necesidad de emisión, lo que a su vez eleva la inflación.

El tercer término considera el efecto de un aumento en la proporción de depósitos destinados a financiar al BCRA (τ), lo que eleva la absorción de liquidez y contribuye a disminuir la inflación. Por otro lado, el cuarto término analiza la reducción en la demanda de base monetaria debido a un aumento en las tasas de interés. Este efecto sobre la inflación no es completamente claro y requiere un análisis más detallado el cual abordaremos más adelante.

Finalmente, el quinto término sugiere que un mayor crecimiento en la demanda real de depósitos, manteniendo τ constante, reduce la inflación. Esto se debe a que, si los depósitos aumentan, el BCRA puede reducir la cantidad de dinero en circulación sin comprometer el equilibrio. Todos estos efectos dependen de la demanda de base monetaria, ya que si esta no crece al ritmo necesario para acompañar la expansión económica, se generarán presiones inflacionarias adicionales.

En este contexto, la principal innovación de este esquema radica en que amplía la perspectiva de un sistema financiero como el argentino, al incluir la posibilidad de utilizar parte de los ahorros del sector privado depositados en el sistema bancario para financiar al Banco Central.

Bajo este marco, si la financiación de los bancos comerciales hacia el BCRA no existe ($\tau = 0$) y además se asume que ni la tasa de interés ni los depósitos presentan cambios ($[r + \pi^e] = 0$, $\gamma_s = 0$), se obtiene la siguiente expresión para la tasa de inflación:

$$\pi = \frac{1}{b(r + \pi^e)} \frac{Df^*}{P_x} \quad (14)$$

Reordenando, la ecuación se expresa como:

$$\pi b(r + \pi^e) P_x = Df^* \quad (15)$$

El esquema propuesto establece que el impuesto inflacionario relacionado con la base monetaria corresponde al señoreaje derivado del déficit fiscal financiado por el Banco Central. Este enfoque refleja el caso tradicional que se observa en muchas economías. No obstante, lo innovador de este modelo es que incorpora un aspecto particular de la economía argentina. En un escenario de déficits fiscales recurrentes y elevados, cuando el Tesoro alcanza su límite para emitir títulos públicos y financiar sus gastos, la única alternativa es recurrir a la emisión monetaria. Para mitigar el aumento resultante en la base monetaria y sus efectos inflacionarios, el BCRA incrementa L , es decir, sus pasivos que no son dinero en circulación ni encajes remunerados. Esto puede lograrse mediante dos estrategias: por un lado, incrementando los encajes bancarios y, por otro, aumentando la proporción de depósitos destinados a la compra de letras. Estas medidas generan una reducción en la capacidad de los bancos para otorgar préstamos, disminuyendo así la creación de dinero secundaria en el sistema financiero. Estas herramientas para absorber liquidez se reflejan en el parámetro τ .

El valor añadido de este modelo radica en el papel que juegan los depósitos bancarios. Con un τ constante, un incremento en los depósitos permite absorber base monetaria, lo que ayuda al BCRA a compensar la emisión necesaria para financiar el déficit fiscal del Tesoro. En términos simples, si los depósitos crecen en paralelo a la emisión destinada al financiamiento fiscal, la inflación será menor. Sin embargo, existe el riesgo de que los depósitos disminuyan, desencadenando un efecto adverso. Si los depósitos caen y τ permanece fijo, los encajes también se reducirán, lo que dificultará que el Tesoro financie su déficit sin recurrir a la emisión de letras. En consecuencia, se vería obligado a aumentar la emisión monetaria, incrementando el flujo de base monetaria. En un contexto donde la demanda de base monetaria no cambia, esto elevaría la tasa de inflación de equilibrio. Así, la capacidad de controlar la cantidad de dinero circulante se debilita, ya que, al absorber menos base monetaria, se necesitaría emitir más para cubrir el déficit fiscal, sumado a la

caída en los encajes de los bancos comerciales.

Gráficamente, el modelo puede representarse como sigue:

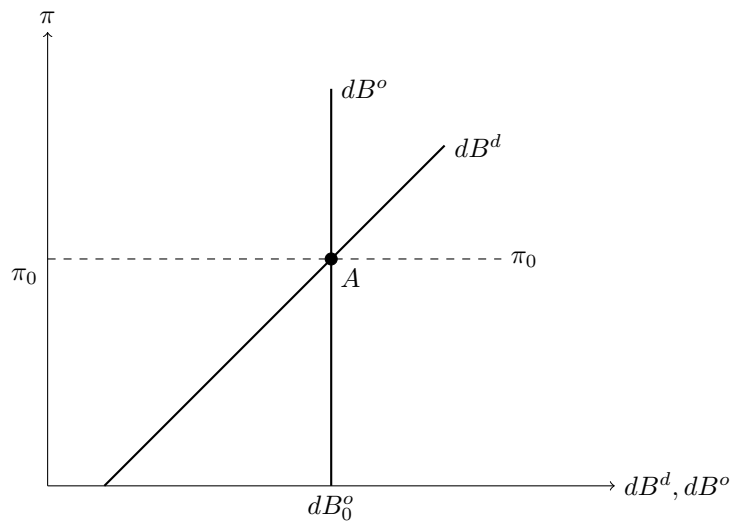


Figure 1: Tasa de inflación de equilibrio

La oferta de flujo de dinero, al no estar influenciada directamente por la tasa de inflación, se representa como una línea horizontal. Por otro lado, la pendiente positiva de la curva de demanda de flujo de base monetaria indica que un incremento en los precios eleva la demanda nominal de dinero. La tasa de inflación de equilibrio aumentará cuando se produzcan incrementos en $(dDf^*)/P_x$, r_L , e , o ante un $d\tau$ negativo. Todos estos factores generan un desplazamiento hacia la derecha de la curva dB^o .

Como se discutió anteriormente, la tasa de interés nominal $r + \pi^e$ desempeña un papel clave en los efectos sobre la inflación. Por un lado, un incremento en la tasa de interés provoca un desplazamiento hacia la izquierda de la oferta de flujo de base monetaria, ya que aumentará la demanda de depósitos en los bancos comerciales y, en consecuencia, la absorción de liquidez por parte del Banco Central. Por otro lado, una mayor tasa de interés nominal también genera un desplazamiento hacia la izquierda de la demanda de flujo de base monetaria y, al mismo tiempo, incrementa la pendiente de esta función. Esto se refleja en la siguiente ecuación:

$$\frac{d\pi}{d[r + \pi^e]} = -(b_{r+\pi^e} + \tau s_{r+\pi^e}) \quad (16)$$

El impacto de un incremento en la tasa nominal de interés presenta resultados ambiguos. Si la reducción en la demanda de base monetaria resulta menor que el aumento en la absorción de base causado por un incremento en la demanda de depósitos, entonces la tasa de inflación disminuirá al elevarse la tasa de interés nominal. Esta situación se ilustra en el primer gráfico de la Figura 2. Por otro lado, si la disminución en la demanda de base es mayor que el incremento en la demanda de depósitos multiplicado por τ , un aumento en la tasa de interés nominal provocará un incremento en la inflación. Este segundo escenario refleja que la caída en la demanda de base excede la reducción en la oferta de base, lo que lleva a un aumento en la tasa de inflación. El segundo gráfico de la Figura 2 representa este caso.

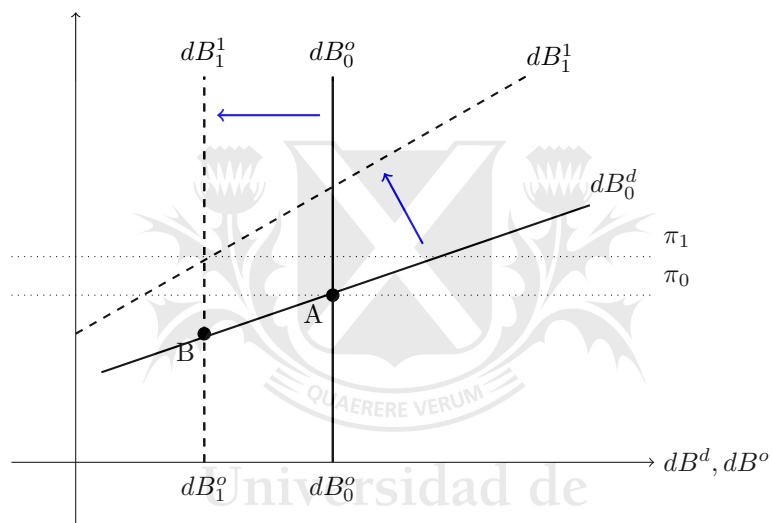
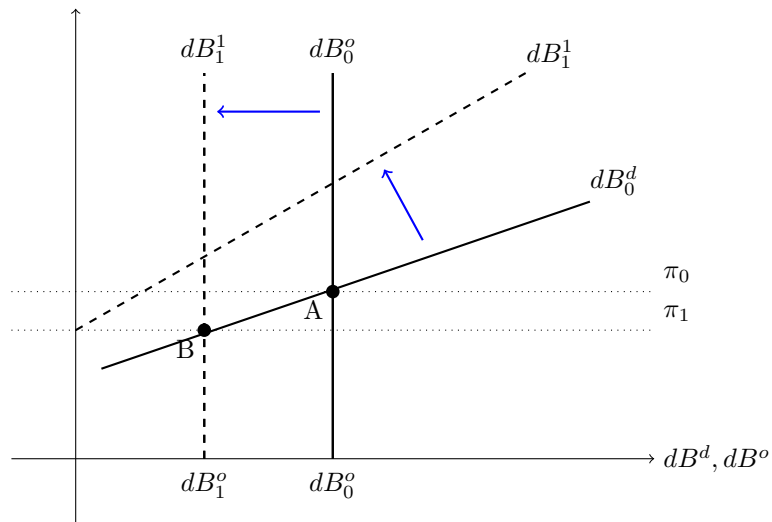


Figure 2: Efectos de la suba en la tasa de interés nominal.

Por lo tanto, este componente no será abordado, ya que no se dispone de información sobre la elasticidad de la demanda de base monetaria ante variaciones en la tasa de interés nominal.

Con este enfoque, el objetivo principal es examinar cómo evolucionó la tasa de inflación durante la presidencia de Alberto Fernández, desglosándola en los cinco componentes que establece la ecuación 13:

1. Financiamiento al Tesoro,
2. Operaciones de compra y venta de divisas,
3. Remuneración de los pasivos remunerados del BCRA,
4. Variaciones en τ , y
5. Depósitos en los bancos comerciales.

Es importante señalar que no se consideran los redescuentos, dado que, durante el período analizado, su impacto en los movimientos de la inflación fue mínimo y poco relevante.

3 Datos

Para analizar el período desde diciembre del 2019 hasta diciembre del 2023, se recurrió a cuatro fuentes principales de información. Entre ellas se encuentra el sitio web del Banco Central de la República Argentina (BCRA), dentro de la sección “*Cuadros Estandarizados de Series Estadísticas*”. Se utilizaron tres conjuntos de datos clave: el archivo del Balance del BCRA (*balbcrhis.xls*); las Series Históricas Diarias (*series.xls*) y las Series Históricas Mensuales de panorama monetario y financiero (*panhis.xls*).

Además, se emplearon datos de la sección “*Principales Variables*” del mismo sitio, que ofrece información en serie sobre diversas variables monetarias y financieras. Finalmente, utilizamos el INDEC para obtener los datos del Índice de Precios al Consumidor (IPC) nacional y partimos del último valor del trabajo de Camila Sury (diciembre del 2019) para realizar un empalme de la serie de su trabajo.

Por otro lado, los pasivos remunerados se definen como la suma de diversos instrumentos emitidos por el Banco Central, incluyendo los pases pasivos, las Letras del Banco Central (LEBAC), las Letras de Liquidez (LELIQ), las Notas del Banco Central (NOBAC), así como las LEGAR y LENIM. Los datos diarios de estos instrumentos fueron extraídos de la pestaña “Instrumentos del BCRA” del archivo “Series Históricas Diarias”. Los valores correspondientes están registrados en las columnas 1, 3 y 4 de la Tabla 4.

4 Variables

4.1 Extracción de variables

Para calcular los saldos reales de la base monetaria, se utilizaron los datos del archivo “*Balance del Banco Central de la República Argentina*”. La transformación a términos reales de toda la base de datos se realizó dividiendo la serie nominal por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y multiplicando por 100. Los resultados correspondientes se encuentran en la Tabla 1 del Apéndice.

Del archivo “*Series Históricas Diarias*” se obtuvieron los datos de gran parte de las variables del modelo. A continuación, procederemos a detallar qué variables obtuvimos a partir de cada pestaña.

A partir de la pestaña “*Base Monetaria*”, se calcularon, primero, el acumulado mensual de las compras netas de divisas tanto al sector público como al sector privado, así como la financiación al Tesoro, clasificada bajo el concepto de “*Otras operaciones Tesoro Nacional*”, y el financiamiento a las entidades financieras a través de redescuentos. Los datos correspondientes se encuentran en las columnas 1, 3 y 5 de la Tabla 2 del Apéndice y conforman el término Df^*/P_x de nuestro modelo. Segundo, el acumulado mensual de las transferencias de utilidades y los adelantos transitorios que están registradas en las columnas 1 y 3 de la Tabla 3. Tercero, los acumulados mensuales de las compras netas de divisas, desglosadas en operaciones realizadas con el sector privado y con el sector público que están disponibles en las columnas 5 y 7 de la Tabla 3. Cuarto, los intereses, primas y remuneración cuentas corrientes disponibles en la columna 1 de la Tabla 5. De la pestaña “*Instrumentos del BCRA*”, se obtuvieron los datos del stock total de los pases pasivos en pesos, así como las tasas de interés de las operaciones de pase pasivas a 1 día de plazo, disponibles en la columna 1 y 2 de la Tabla 4. También, de las Letras del Banco Central (LEBAC), Notas del Banco Central (NOBAC), Letras de Liquidez del Banco Central en pesos a tasa variable (LEGAR) y Letras de Liquidez del Banco Central en pesos a tasa nominal (LENIM) disponibles en la columna 3 de la Tabla 4. Adicionalmente, los datos de las Letras de Liquidez del Banco Central (LELIQ) y Notas de Liquidez del Banco Central (NOTALIQ) junto con la tasa de LEBAC y LELIQ disponibles en las columnas 4 y 5 de la Tabla 4 respectivamente.

De la pestaña “Depósitos” se calculó el promedio mensual del stock de los depósitos totales (en pesos y en dólares) disponibles en la columna 1 de la Tabla 6.

De la pestaña “B.C.R.A” del archivo “Balance del BCRA- Series Históricas” se tomaron los saldos a fin de mes de la base monetaria presentados en la columna 2 de la Tabla 1. Adicionalmente, se calcularon los pasivos del BCRA como la suma de depósitos oficiales y otros, depósitos de entidades financieras en moneda extranjera, títulos emitidos por el BCRA y cuentas varias. Todas estas variables forman parte de los factores de absorción de la base monetaria. Los saldos a fin de mes están en la columna 3 de la Tabla 6.

Para la inflación mensual consultamos los datos de la inflación mensual (variación en %) de la página “Principales Variables” del BCRA; disponible en la columna 5 de la Tabla 5.

Durante el período analizado, el BCRA proporciona información diaria sobre la remuneración nominal asociada a sus pasivos remunerados. En particular, la pestaña “Base Monetaria” del archivo “Series Históricas Diarias” incluye, entre los factores explicativos de la base monetaria, la categoría denominada “Intereses, primas y remuneración cuentas corrientes”. Esta categoría abarca el cobro de intereses por operaciones de redescuentos y adelantos, el pago neto de primas en operaciones de pases, los intereses de LELIQ y la remuneración de las cuentas corrientes que las entidades financieras mantienen en el BCRA.

Utilizamos los pagos acumulados netos como una primera aproximación para medir los cambios en la carga de remuneración que el BCRA enfrenta debido a sus pasivos. Posteriormente, se presenta un análisis gráfico de la evolución de estos pagos expresados en términos reales. Los datos de las variaciones nominales y ajustadas por inflación están disponibles en las columnas 1 y 2 de la Tabla 5.

4.2 Transformación de variables

Además de obtener datos de los archivos previamente mencionados, se realizaron transformaciones de algunas variables detalladas a continuación.

En cuanto a la Tabla 4, calculamos el total, que se refiere a la suma de todos los pasivos remunerados del Banco Central de la República Argentina (BCRA), que incluyen: LEBAC, NOBAC, LEGAR, LENIM, LELIQ, NOTALIQ y pases pasivos; disponibles en la columna 6. Seguidamente, la proporción o el share de los pases pasivos como el stock de pases pasivos divididos el total y el share de las letras como la suma de LEBAC, NOBAC, LEGAR y LENIM divididas el total; disponibles en las columnas 7 y 8 respectivamente.

Con respecto a la Tabla 5, se calculó el promedio mensual de la tasa nominal anual (n.a.) como promedio ponderado diario; disponible en la columna 3. Luego, se calculó la tasa de interés nominal mensual como el cociente entre la tasa de interés (n.a.) promedio mensual y doce; disponible en la columna 4.

En cuanto a la Tabla 6, calculamos como el cociente entre los pasivos del banco central (L) con el sistema financiero y los depósitos en los bancos comerciales (S); disponible en la columna 4. Luego, calculamos la variación en τ como la diferencia del valor de τ actual con el anterior.

Con respecto a la Tabla 7, calculamos el logaritmo de los depósitos totales (en pesos y en dólares) en términos reales ($\ln(s)$); disponible en la columna 3. Luego, calculamos la tasa de crecimiento de la demanda real de los depósitos (s), como la diferencia entre el valor actual del $\ln(s)$ con el del año anterior; disponible en la columna 4.

En cuanto a la Tabla 8, calculamos el cociente entre el acumulado mensual de las compras netas de divisas y el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y ese mismo cociente dividido la base monetaria real; disponibles en la columna 1 y 2 respectivamente. Luego, calculamos el cociente entre el acumulado mensual de “otras operaciones del Tesoro Nacional” (adelantos transitorios y transferencias de utilidades) y el IPC y ese mismo cociente dividido la base monetaria real;

disponibles en las columnas 3 y 4 respectivamente. Finalmente, calculamos el cociente entre los depósitos totales y el IPC; disponible en la columna 5.

4.3 Construcción de variables

En cuanto a la Tabla 4, calculamos la tasa nominal anual ⁵ como promedio ponderado diario mediante el producto entre el share de los pasivos pasivos y la tasa de interés operaciones de pase pasivas a 1 día de plazo (*n.a*) sumado al producto entre el share de las letras y la tasa de LEBAC/LELIQ; el resultado se encuentra en la columna 9.

En cuanto a la Tabla 5, para obtener la tasa de interés real mensual ex post, r_L , seguimos la siguiente regla:

$$r_L = \frac{i_L - \pi}{1 + \pi}$$

donde π es la tasa de inflación mensual que se incluye en la columna 6.

Luego, calculamos el producto entre la tasa de interés real r_L y $\tau s(r + \pi^e, e)$, que puede interpretarse como los pasivos remunerados en términos reales. Esto nos da la remuneración real mensual que debió enfrentar el BCRA a lo largo de los cuatro años; cifras disponibles en la columna 7.

Luego, calculamos el producto entre τ y los depósitos reales; disponible en la columna 8. Finalmente, calculamos la remuneración real de los pasivos remunerados como el producto entre la columna 6 y la 7; disponible en la columna 8.

En cuanto a la Tabla 6, calculamos el producto entre la variación en τ y los depósitos totales en términos reales para obtener el término de la ecuación (13) $s(r + \pi^e, e)d\tau$; disponible en la columna 6.

Con respecto a la Tabla 7, calculamos el producto entre la tasa de crecimiento de la demanda real de los depósitos (γ_s) y los pasivos remunerados en términos reales $s(r + \pi^e, e)$; disponible en la columna 5.

En cuanto a la Tabla 8, calculamos la tasa

$$\frac{\tau s(r + \pi^e, e)r_L}{b(r + \pi^e)}$$

que se interpreta como la variación porcentual en los precios que implicó en cada mes la emisión o absorción correspondiente a la remuneración a los pasivos remunerados; disponible en la columna 6. Seguidamente, calculamos la tasa

$$\frac{s(r + \pi^e, e)d\tau}{b(r + \pi^e)}$$

que se interpreta como la variación porcentual en los precios que implicó la variación en la proporción de los depósitos destinados a financiar al BCRA; disponible en la columna 7. Finalmente, calculamos la tasa

$$\frac{\gamma_s s(r + \pi^e, e)\tau}{b(r + \pi^e)}$$

que se interpreta como la variación porcentual en los precios que implicó la tasa de crecimiento en la demanda real de depósitos en cada mes; disponibles en la columna 8.

5 Determinantes de la inflación

En esta sección se detalla cómo los componentes de la ecuación (13) impactan en la inflación. También, se añaden gráficos para observar su evolución durante el período analizado.

Primero, los componentes se expresan en términos reales, es decir,

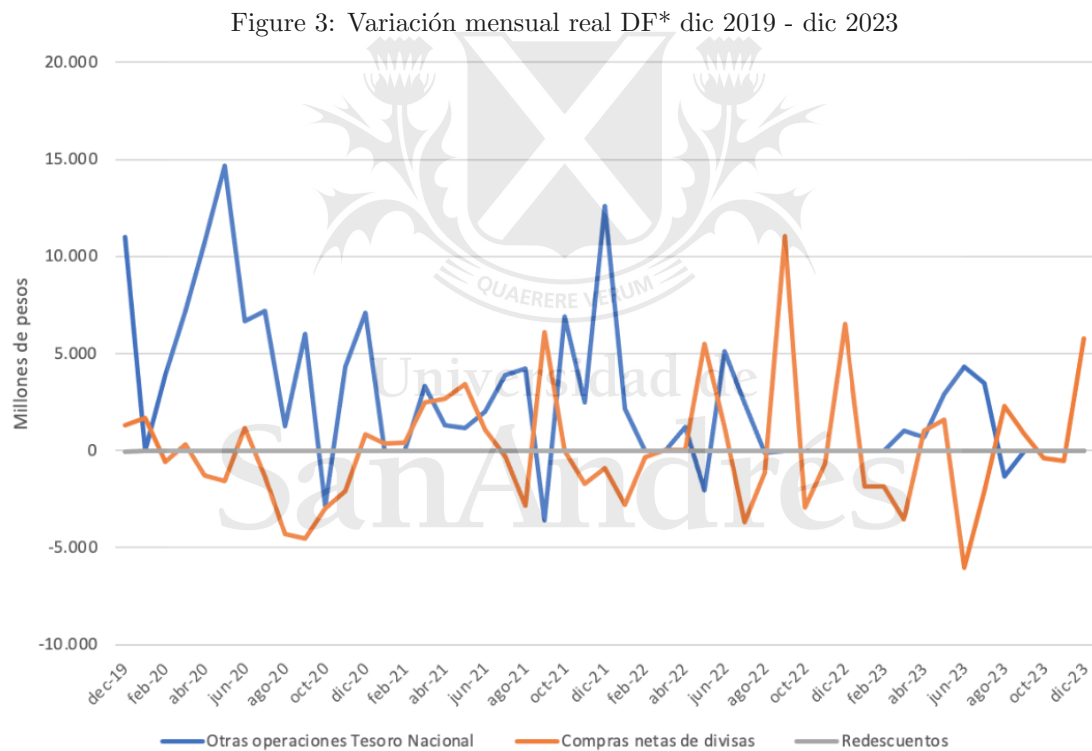
⁵De aquí en adelante la llamaremos tasa *n.a*.

$$d\frac{Df^*}{P_x}, \quad \tau s(r + \pi^e, e)r_L, \quad s(r + \pi^e, e)d\tau \quad \text{y} \quad \tau s(r + \pi^e, e)\gamma_s.$$

Luego, se normalizan dividiéndolos por la base monetaria real, generando tasas que permiten interpretar cómo cada factor de creación de base monetaria contribuyó a la inflación individualmente. Esto incluye el financiamiento del déficit, las compras netas de divisas, la remuneración real de pasivos, cambios en los depósitos para financiar al BCRA y el crecimiento de la demanda real de depósitos. Separar cada factor permite determinar, en cada mes, qué porcentaje de los precios se habría alterado únicamente por el efecto de ese factor, aislado de las demás operaciones del BCRA.

5.1 Financiamiento al Tesoro vs. compra neta de divisas

A continuación, se realizó una representación gráfica de los flujos mensuales reales de estos tres componentes de la creación de base monetaria (término $\frac{Df^*}{P_x}$ del modelo). Los valores utilizados para este análisis están en las columnas 2, 4 y 6 de la Tabla 2.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

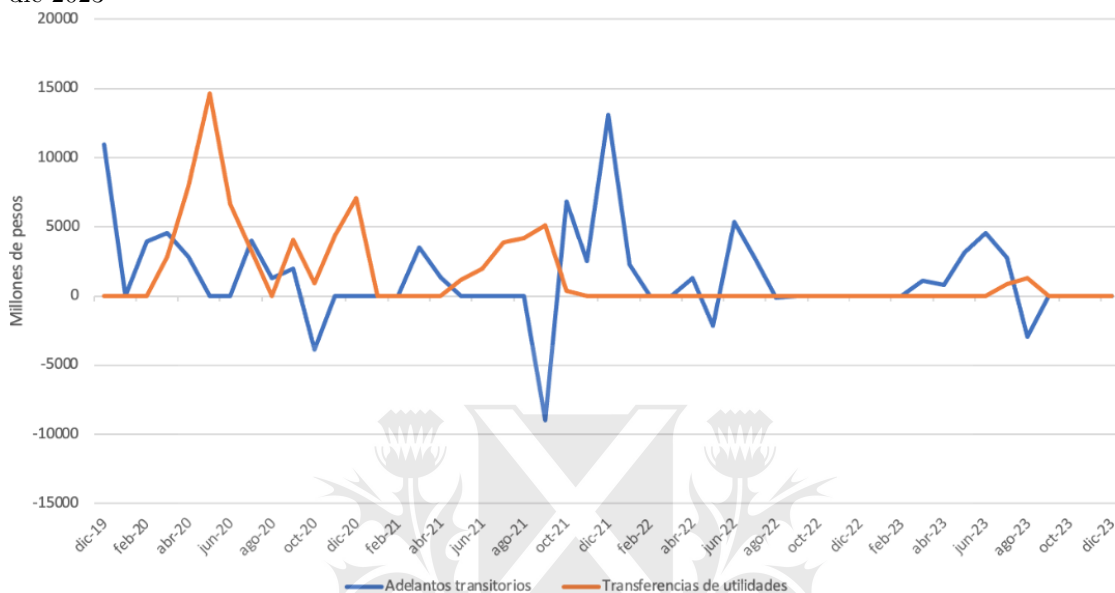
Viendo la Figura 3, se puede observar que las variaciones en la base monetaria atribuibles a los redescuentos son prácticamente insignificantes durante todo el período analizado, por lo que no analizaremos este componente en profundidad. A su vez, tanto el financiamiento al Tesoro como las compras netas de divisas muestran fluctuaciones significativas, con aumentos notables en determinados momentos.

Es por esto que es fundamental diferenciar los momentos en que la emisión monetaria estuvo dirigida hacia el sector público de aquellos en que se destinó al sector externo, debido a las implicancias distintas de cada caso. En este sentido, analizaremos separadamente la evolución de las compras netas de divisas y el financiamiento otorgado al Tesoro, considerando que estos factores tienen un impacto y trasfondo económico claramente diferenciados.

5.1.1 Sector público

El financiamiento directo proporcionado por el BCRA al gobierno se materializa a través de transferencias de utilidades y adelantos transitorios. A continuación, se presentan los cambios ajustados por inflación (en términos reales) observados durante los cuatro años analizados, cuyos datos correspondientes se encuentran en las columnas 2 y 4 de la Tabla 3.

Figure 4: Variación mensual real adelantos transitorios y transferencias de utilidades dic 2019 - dic 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA.

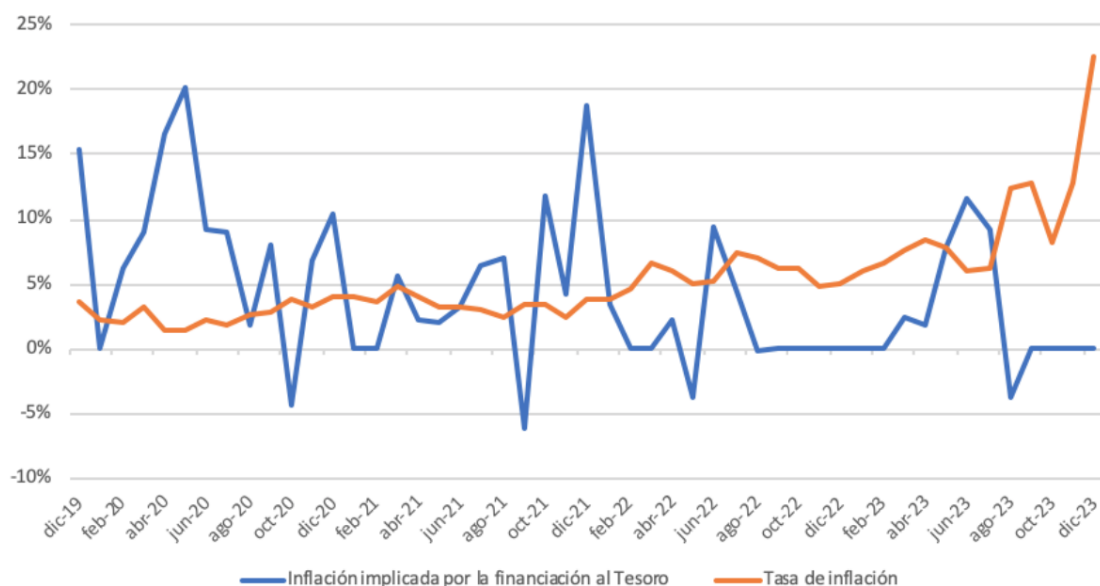
Vemos a través de la Figura 4 cómo estos flujos han fluctuado a lo largo del período, reflejando la estrategia del gobierno para cubrir el déficit fiscal a través de recursos monetarios. En momentos de mayor presión fiscal, se observa un incremento significativo en los adelantos transitorios, lo que podría sugerir un mayor uso de la emisión como herramienta de financiamiento. En 2023 observamos que está casi en cero, pero esto no implica que el BCRA no haya ayudado al gobierno con el financiamiento, ya que existe una vía de financiamiento indirecto por bonos. Es decir, el BCRA financiaba de todos modos, de manera indirecta.

A continuación, graficamos la variación porcentual de los precios que implicó mensualmente la emisión o absorción al financiamiento del déficit fiscal, es decir, la tasa

$$\frac{dDf^*/P_x}{b(r + \pi^e)}$$

disponible en la columna 4 de la Tabla 8.

Figure 5: Variación porcentual de los precios implicada por el financiamiento al Tesoro dic 2019 - dic 2023



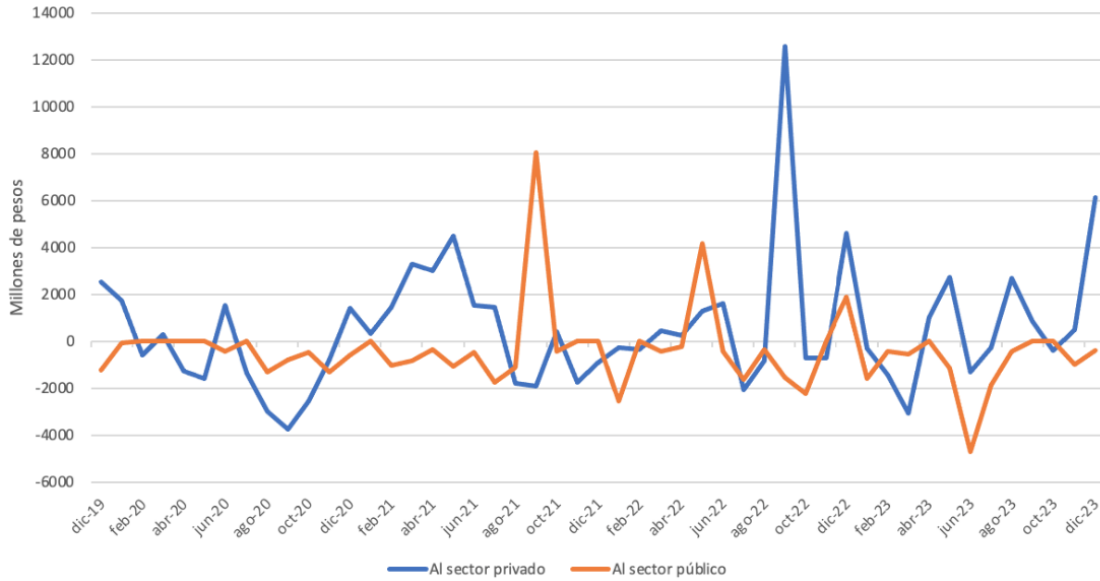
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Incorporamos en la Figura 5 la tasa de inflación con el propósito de compararla con la proporción atribuible a los flujos de monetización del déficit fiscal. Notamos que en algunos períodos, la inflación implícita por el financiamiento al Tesoro se mantiene por encima de la tasa de inflación. Esto sugiere que la monetización del déficit fiscal contribuyó a la presión inflacionaria. Sin embargo, también hay momentos en los que la inflación implícita cae de manera abrupta, lo que puede estar relacionado con medidas de absorción de liquidez o cambios en la estrategia de financiamiento del gobierno.

5.1.2 Sector externo

Cuando el objetivo principal es la estabilidad monetaria, contar con reservas le posibilita al BCRA intervenir en los mercados cambiarios para influir sobre el tipo de cambio. A continuación, se presentan las variaciones ajustadas por inflación de las compras netas de divisas realizadas por el BCRA, las cuales se encuentran en las columnas 6 y 8 de la Tabla 3.

Figure 6: Variación mensual real compras netas de divisas dic 2019-dic 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

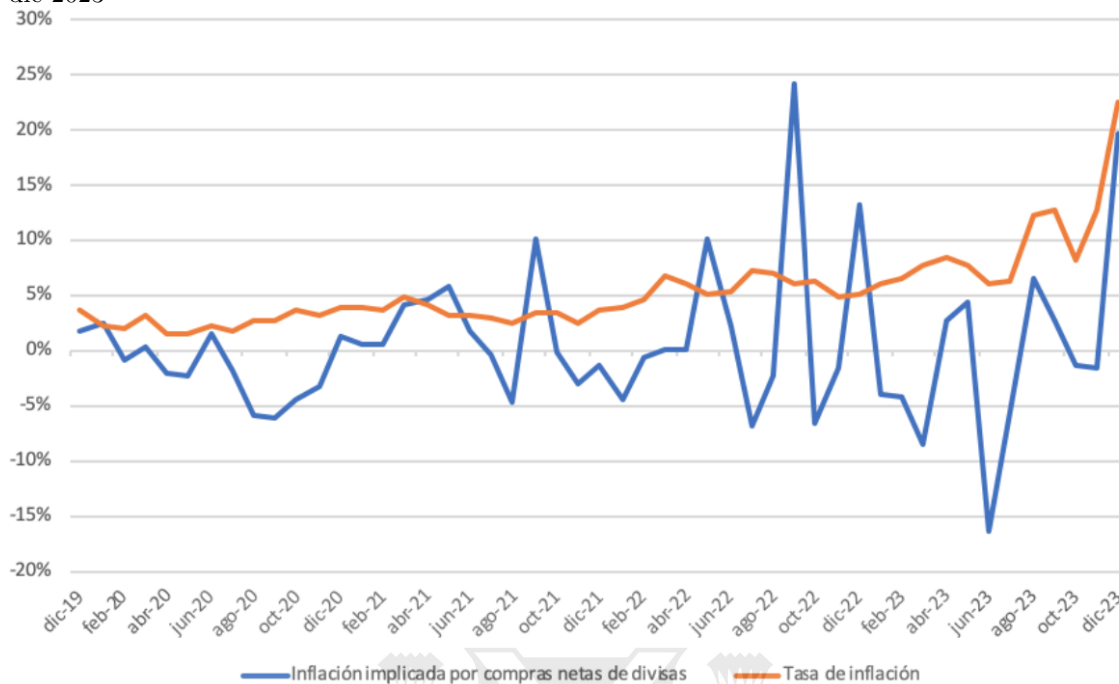
Vemos en la Figura 6 que en ciertos momentos, el BCRA aumentó sustancialmente sus compras de divisas, lo que pudo estar vinculado a la liquidación de exportaciones, ingresos extraordinarios de dólares o intentos de acumular reservas internacionales. Sin embargo, estas compras también generan efectos secundarios en la liquidez del sistema financiero, ya que una mayor emisión de pesos puede traducirse en presiones inflacionarias (Mankiw, 2019).

Adicionalmente, graficamos la variación porcentual de los precios implicada por las compras netas de divisas en cada mes; es decir, la tasa

$$\frac{dDiv}{P_x} / b(r + \pi^e).$$

Estos valores están disponibles en la columna 2 de la Tabla 8.

Figure 7: Variación porcentual de los precios implicada por las compras netas de divisas dic 2019-dic 2023



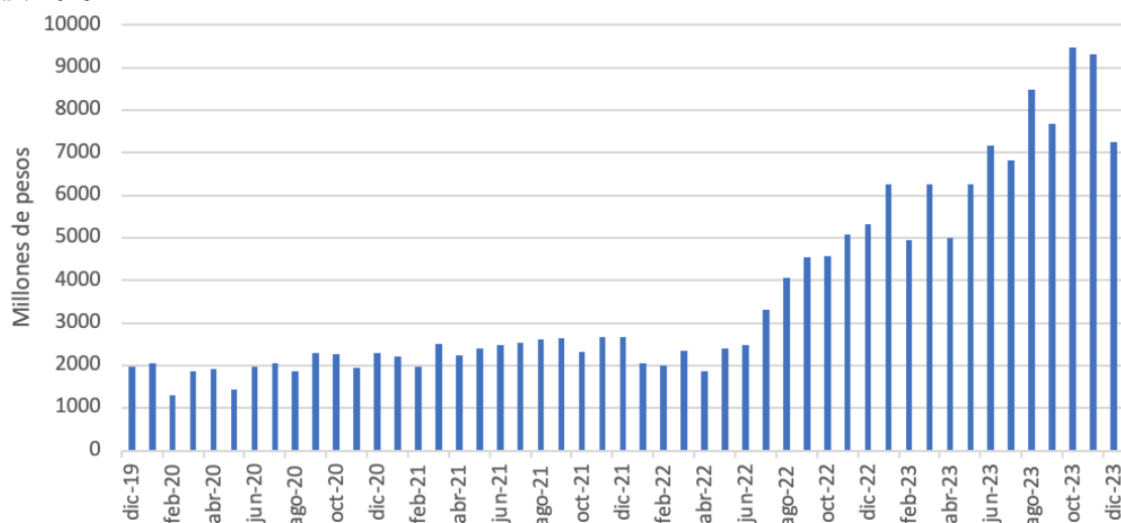
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Incorporamos en la figura 7 la serie de tasa de inflación para compararla con la parte explicada por los flujos de divisas. Se observa que en ciertos períodos la inflación implícita derivada de la emisión por compras de divisas fue superior a la inflación general, lo que indica que estas operaciones contribuyeron a una mayor presión inflacionaria. En otros momentos, cuando la inflación implícita en la emisión de pesos para comprar dólares estuvo por debajo de la inflación general, se podría inferir que otros factores.

5.2 Remuneración a los pasivos remunerados del Banco Central

A continuación, graficamos las columnas 1 y 2 de la Tabla 5. Tomamos la variación mensual real de intereses, primas y remuneración de cuentas corrientes como una primera aproximación de la variación de la remuneración real que enfrenta el BCRA por sus pasivos.

Figure 8: Variación mensual real intereses, primas y remuneración cuentas corrientes dic 2019 - dic 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

La Figura 8 evidencia cómo durante el período analizado hay un aumento significativo en los pagos netos reales asociados a intereses, primas y remuneraciones de cuentas corrientes del BCRA, con una marcada aceleración a partir de mediados de 2022. Se observa una relativa estabilidad en los valores entre 2019 y mediados de 2022, con fluctuaciones menores en torno a los 2000 millones de pesos. Sin embargo, a partir de la segunda mitad de 2022, hay un crecimiento sostenido y acelerado, con un incremento notable en 2023, alcanzando valores cercanos a los 9000 millones de pesos en los últimos meses del año.

5.2.1 Estimación de la tasa promedio de remuneración a los pasivos

A continuación, se muestra la evolución de la tasa de interés real mensual que paga el BCRA por sus pasivos remunerados, presentada en la columna 6 de la Tabla 5.

Figure 9: Tasa de interés real mensual que el BCRA paga por sus pasivos remunerados dic 2019 - dic 2023



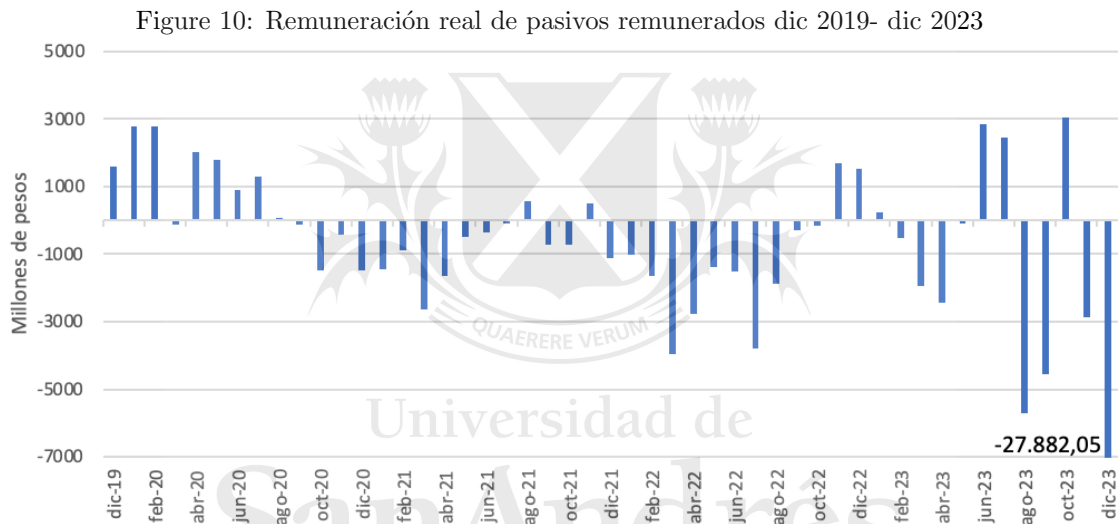
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

En la Figura 9 se observa que, en los primeros meses, la tasa de interés real se mantuvo en valores positivos o cercanos a cero, lo que indica que el BCRA buscaba ofrecer rendimientos atractivos para la colocación de instrumentos financieros como LELIQ y pases pasivos. Sin embargo, a medida

que avanza el tiempo, la tasa de interés real comienza a descender, alcanzando valores negativos en distintos momentos, lo que sugiere que la inflación superó las tasas de interés nominales fijadas por la autoridad monetaria. Esta tendencia se intensifica hacia finales de 2023, donde se registra una caída abrupta de la tasa real, reflejando una discrepancia entre la política de tasas del BCRA y el ritmo creciente de la inflación.

5.2.2 Estimación de la remuneración real a los pasivos de BCRA

A continuación, se realizó una representación gráfica de la evolución de la remuneración real que pagó el BCRA por sus pasivos. Para ello, se tuvo que estimar la demanda real de depósitos en los bancos comerciales, es decir, $s(r + \pi^e, e)$ y la proporción de los depósitos destinada a financiar al Banco Central denotada como τ . Los depósitos reales se encuentran en la columna 2 de la Tabla 6. A partir de estos insumos, el producto entre la tasa de interés real r_L y $s(r + \pi^e, e)$, que equivale a los pasivos remunerados en términos reales, permitió calcular la remuneración real mensual que el BCRA tuvo que afrontar durante los cuatro años analizados. Estos valores están registrados en la columna 8 de la Tabla 5.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Se observa en la Figura 10⁶ que en los primeros meses del período analizado, la remuneración real fue positiva, lo que indica que el BCRA pudo absorber liquidez del sistema financiero mediante el pago de intereses a los bancos por sus instrumentos de deuda, como las LELIQ y los pases pasivos. Sin embargo, a partir de mediados de 2020, la tendencia cambia y la remuneración real comienza a registrar valores negativos de manera sostenida. Esto sugiere que la inflación acelerada deterioró el valor real de los intereses pagados por el Banco Central, lo que debilitó la capacidad de los pasivos remunerados para actuar como mecanismo efectivo de absorción monetaria. Durante 2022 y 2023, hay una mayor magnitud de las pérdidas reales asociadas a estos pasivos, en particular, en diciembre del 2023 hay una caída abrupta, alcanzando un valor de -27.882 millones de pesos en términos reales.

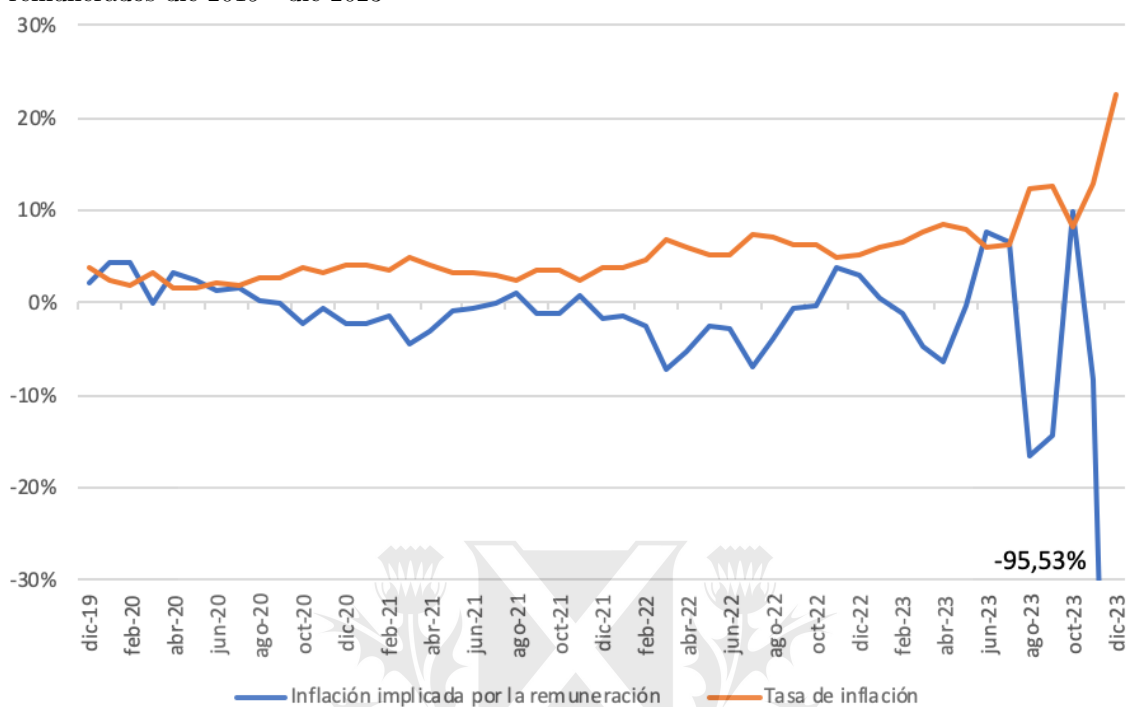
A su vez, graficamos la variación porcentual en los precios que implicó en cada mes la emisión o absorción que corresponde a la remuneración de los pasivos remunerados, es decir,

$$\frac{\tau s(r + \pi^e, e) r_L}{b(r + \pi^e)}$$

⁶Para una mejor interpretación gráfica decidimos acortar el eje vertical, ya que el dato de diciembre de 2023 es un outlier, la tabla original se encuentra en el Apéndice.

disponible en la columna 6 de la Tabla 8. En el gráfico también se incluye la tasa de inflación mensual para su posterior comparación con la parte que explica la remuneración.

Figure 11: Variación porcentual de los precios implicada por la remuneración real a los pasivos remunerados dic 2019 - dic 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Vemos en la Figura 11⁷ que a lo largo del período analizado, la inflación implícita por la remuneración se mantiene mayormente por debajo de la tasa de inflación general, lo que indica que, en general, el pago de intereses no fue un factor inflacionario, sino que fue un factor que aminoró las presiones inflacionarias. A partir de mediados de 2022, hay mayor volatilidad en la inflación implícita, lo que sugiere que la capacidad del BCRA para absorber pesos a través de pasivos remunerados se ha visto limitada por el avance de la inflación y los cambios en la política de tasas de interés. Hacia finales de 2023, se registra una caída abrupta en la inflación implícita, alcanzando un valor extremo de -95.53 por ciento. Esta caída refleja un fuerte desajuste entre la política monetaria del Banco Central y el contexto inflacionario, lo que podría estar relacionado con una menor efectividad en el uso de instrumentos como LELIQ y pasivos para contener la expansión monetaria.

5.3 Financiación de los bancos comerciales al Banco Central (τ)

Si aumenta la proporción de los stock de depósitos destinados a financiar el BCRA (τ en nuestro modelo), generará una reducción en la inflación, ya que este proceso incrementa la cantidad de pasivos remunerados del banco central, restringiendo la capacidad prestable de los bancos comerciales y, en consecuencia, absorbiendo liquidez del sistema. En este contexto, el parámetro τ se estima como el cociente entre la deuda del BCRA (L) con el sistema financiero y el total de depósitos en los bancos comerciales (S). Este indicador refleja cuántos pesos de deuda mantiene el BCRA por cada peso depositado en el sistema bancario.

A continuación, graficamos el porcentaje de los depósitos destinados a financiar al BCRA presente en la columna 4 de la Tabla 6.

⁷Para una mejor interpretación gráfica decidimos acortar el eje vertical, ya que el dato de diciembre de 2023 es un outlier, la tabla original se encuentra en el Apéndice.

Figure 12: Porcentaje de los depósitos destinados a financiar al BCRA (τ)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

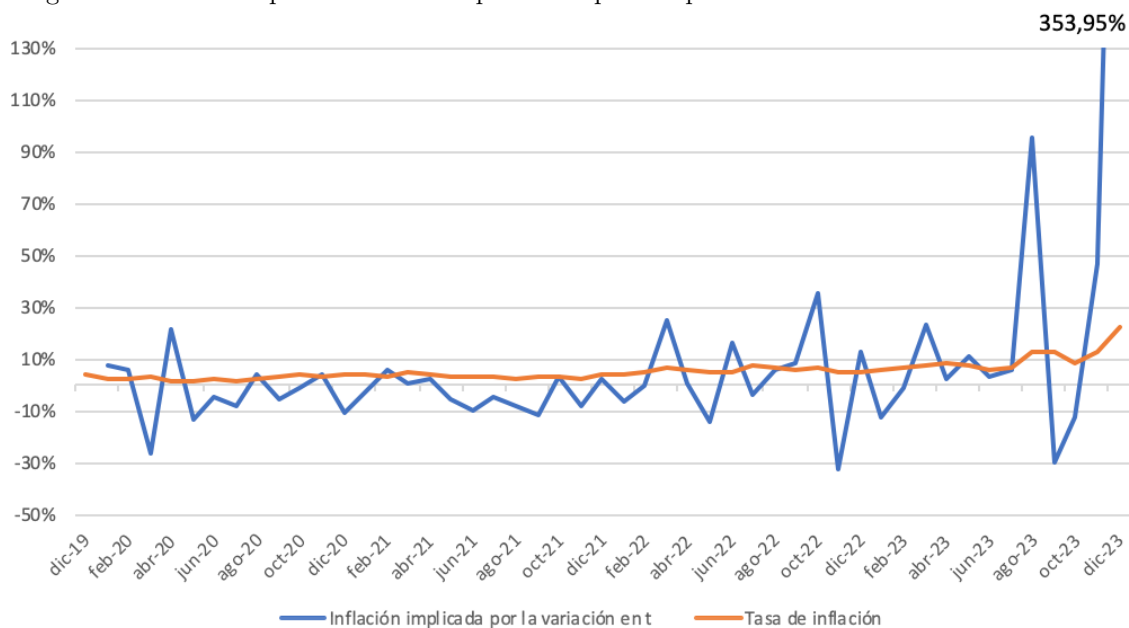
En la Figura 12⁸ se observa que, en los primeros meses del período analizado, este porcentaje se encontraba en niveles elevados, por encima del 80 por ciento, lo que indica que una gran parte de los depósitos de los bancos comerciales estaba siendo absorbida por el BCRA a través de instrumentos como las LELIQ y los pases pasivos. Luego, hay una tendencia descendente hasta alcanzar su punto más bajo alrededor de mediados de 2021, situándose cerca del 60 por ciento. A partir de 2022, la tendencia se revierte y se observa un aumento sostenido en el porcentaje de depósitos destinados a financiar al BCRA, reflejando un incremento en la dependencia del sistema financiero respecto a la deuda emitida por la autoridad monetaria. Posteriormente, se calculó la variación en τ ; presente en la columna 5 de la Tabla 6. A esta se la multiplicó por los depósitos totales en términos reales con el fin de obtener como resultado $s(r + \pi^e, e)$; el tercer término de la ecuación (13). Los resultados se evidencian en la columna 6 de la Tabla 6 y gráficamente en la Figura 25⁹ vemos que en los primeros meses del período, hay una gran volatilidad, con valores negativos significativos; lo que indica una disminución en la proporción de depósitos utilizados para financiar al Banco Central. Esta tendencia sugiere que, en ciertos momentos, hubo una menor absorción de liquidez por parte del BCRA. Sin embargo, a partir de mediados de 2021, se observa un crecimiento progresivo en esta variable, lo que sugiere un mayor direccionamiento de los depósitos hacia el financiamiento del Banco Central a través de pasivos remunerados. Posteriormente, se calculó la variación en τ ; presente en la columna 5 de la Tabla 6. A esta se la multiplicó por los depósitos totales en términos reales con el fin de obtener como resultado $s(r + \pi^e, e)d\tau$; el tercer término de la ecuación (13). Los resultados se evidencian en la columna 6 de la Tabla 6 y gráficamente en la Figura 25¹⁰ vemos que en los primeros meses del período, hay una gran volatilidad, con valores negativos significativos; lo que indica una disminución en la proporción de depósitos utilizados para financiar al Banco Central. Esta tendencia sugiere que, en ciertos momentos, hubo una menor absorción de liquidez por parte del BCRA. Sin embargo, a partir de mediados de 2021, se observa un crecimiento progresivo en esta variable, lo que sugiere un mayor direccionamiento de los depósitos hacia el financiamiento del Banco Central a través de pasivos remunerados.

⁸Para una mejor interpretación gráfica decidimos acortar el eje vertical, ya que el dato de diciembre de 2023 es un outlier, la tabla original se encuentra en el Apéndice.

⁹Ver Apéndice

¹⁰Ver Apéndice

Figure 13: Variación porcentual de los precios implicada por la variación en τ dic 2019-dic 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Es claro en la Figura 13¹¹ que durante la mayor parte del período, la inflación implícita por la variación en τ se mantiene cercana a la tasa de inflación general, con fluctuaciones que indican episodios de absorción o expansión de la liquidez en el sistema financiero. A partir de 2022, la volatilidad en la inflación implícita se acentúa, con picos y caídas abruptas que reflejan ajustes en la política monetaria del BCRA. Se observan episodios en los que la inflación implícita por τ cae por debajo de la tasa de inflación general, lo que sugiere que en esos momentos el financiamiento al Banco Central pudo haber tenido un efecto contractivo sobre la base monetaria. Sin embargo, a finales de 2023, hay un aumento exponencial de la inflación implícita por τ , alcanzando un valor extremo de 353.95 por ciento. Este incremento sugiere que la absorción de depósitos por parte del BCRA tuvo un impacto significativo en la inflación.

En la Figura 24¹² vemos que en los primeros meses del período, hay una tendencia decreciente la tasa de interés, pasando de valores cercanos al 40% a niveles inferiores al 25% en el primer semestre de 2020. Esta disminución puede estar asociada a políticas monetarias expansivas implementadas para estimular la actividad económica y mitigar los efectos de la crisis generada por la pandemia. A partir de 2021, la figura muestra una estabilización de la tasa de interés, manteniéndose en un rango relativamente bajo hasta mediados de 2022. Sin embargo, a partir de ese momento, la tendencia se revierte y se observa un incremento sostenido de las tasas de interés, alcanzando valores superiores al 60% a finales de 2022. Este aumento refleja la decisión del Banco Central de elevar las tasas como una estrategia para contener la inflación y evitar una mayor dolarización de los ahorros. En 2023, la tasa de interés experimenta un crecimiento aún más pronunciado, superando el 100% anualizado en los últimos meses del año, alcanzando un pico antes de registrar una leve corrección a la baja.

¹¹Para una mejor interpretación gráfica decidimos acortar el eje vertical, ya que el dato de diciembre de 2023 es un outlier, la tabla original se encuentra en el Apéndice.

¹²Ver Apéndice

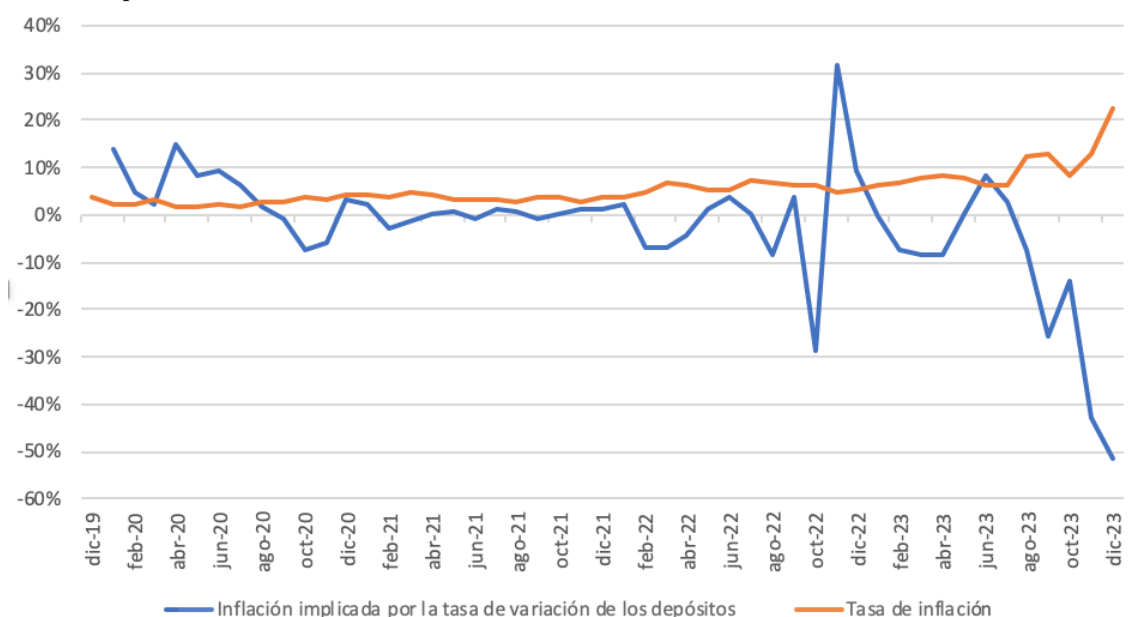
Figure 14: Producto entre la tasa de crecimiento real de los depósitos y los pasivos remunerados reales del BCRA



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

En la Figura 14, se observa que durante los primeros meses de 2020, el indicador presenta valores positivos, lo que sugiere un crecimiento simultáneo tanto en los depósitos reales como en los pasivos remunerados del BCRA. Sin embargo, conforme avanza el año, la tendencia se revierte y el indicador cae hasta volverse negativo, lo que indica que la expansión de los pasivos remunerados comenzó a superar el crecimiento real de los depósitos en el sistema financiero. A partir de mediados de 2021 y hasta principios de 2023, la relación entre ambas variables se mantiene relativamente estable. No obstante, hacia finales de 2022 y principios de 2023, se observa un incremento repentino y significativo, reflejando un fuerte crecimiento de los depósitos reales en comparación con los pasivos remunerados del BCRA. Esta situación, sin embargo, es transitoria, ya que poco después la serie vuelve a descender abruptamente, alcanzando nuevamente valores negativos en la segunda mitad de 2023. Esto sugiere que, en los últimos meses analizados, la absorción de liquidez por parte del BCRA a través de pasivos remunerados superó el crecimiento del stock real de depósitos, lo que podría representar un mayor costo financiero para la política monetaria.

Figure 15: Variación porcentual en los precios implicada por la tasa de crecimiento de la demanda real de depósitos



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

En la Figura 15 vemos que durante los primeros meses del período, la inflación implícita presenta una volatilidad considerable, con valores positivos en los primeros meses de 2020, reflejando un crecimiento en la demanda de depósitos. Sin embargo, a partir de mediados de 2020, la serie registra valores negativos en ciertos períodos, lo que indica que la demanda de depósitos reales se redujo. A lo largo de 2021 y 2022, la inflación implícita derivada de la variación en la demanda de depósitos muestra fluctuaciones más moderadas, pero con episodios de caídas bruscas, lo que sugiere una menor estabilidad en la relación entre la demanda de dinero y la evolución de los precios. A finales de 2022 y durante 2023, la volatilidad se intensifica significativamente, con picos y caídas abruptas en la inflación implícita, alcanzando valores negativos extremos en los últimos meses del año. Esta dinámica sugiere que, hacia finales de 2023, la caída en la demanda real de depósitos pudo haber exacerbado las presiones inflacionarias, ya que una menor preferencia por mantener dinero en depósitos bancarios puede reflejar expectativas de mayor inflación y un desplazamiento de los ahorros hacia otros activos, como el dólar o bienes tangibles.

La sección 4 presentó un análisis detallado de las fuentes de datos y la metodología utilizada para evaluar la inflación en Argentina entre 2019 y 2023. A partir de información del BCRA y el INDEC, se construyeron indicadores clave para descomponer el impacto del financiamiento al Tesoro, la compra neta de divisas y la remuneración de pasivos sobre la base monetaria. Los resultados muestran que la monetización del déficit fiscal y la intervención cambiaria fueron fuentes relevantes de emisión monetaria, mientras que los pasivos remunerados desempeñaron un rol en la absorción de liquidez.

El rol de los depósitos bancarios como mecanismo de absorción es más relevante en este trabajo que en el de Sury, reflejando un cambio en la dinámica monetaria del país. Otro factor comparativo relevante es la efectividad de la política monetaria en cada período. En el trabajo de Sury (2016-2019), se observa que, si bien la política monetaria intentó contener la inflación mediante tasas de interés elevadas y absorción de liquidez con LEBAC y LELIQ, la falta de credibilidad y los cambios constantes en la estrategia llevaron a un escenario de crisis cambiaria y monetaria. En cambio, en el período 2019-2023 analizado en este trabajo, la inflación se mantuvo persistentemente elevada a pesar de una fuerte intervención del BCRA, lo que sugiere una menor efectividad de los mecanismos de absorción de liquidez y una mayor dependencia de la emisión monetaria para financiar el déficit

fiscal.

Otro punto de comparación es el impacto del contexto internacional y local en la inflación. Durante el período de Sury, la inflación fue impulsada por factores internos como el ajuste de tarifas y la crisis de confianza en la política monetaria, mientras que en 2019-2023 se sumaron choques externos, como la pandemia de COVID-19 y la guerra en Ucrania, que presionaron los precios internacionales de los commodities y complicaron aún más la estabilización de la inflación en Argentina.

Finalmente, una diferencia clave es el manejo de los pasivos remunerados del BCRA. En 2016-2019, la estrategia del BCRA se centró en absorber liquidez con altas tasas de interés para contener la inflación, aunque a costa de un stock creciente de pasivos remunerados. En 2019-2023, la acumulación de estos pasivos alcanzó niveles críticos, lo que terminó reduciendo su capacidad de absorber liquidez de manera efectiva y generando preocupación por su sostenibilidad a futuro.

En síntesis, mientras que en 2016-2019 la inflación estuvo marcada por una crisis de credibilidad y ajustes de política monetaria inconsistentes, en 2019-2023 se evidenció un proceso inflacionario más persistente, con menor margen de maniobra para el BCRA y una menor capacidad de control sobre la emisión y la absorción monetaria.

6 Análisis de política Monetaria y Fiscal (2019 - 2023)

En las siguientes secciones se detalla un breve análisis del contexto político, monetario y fiscal de cada año, así como también los factores que influenciaron la inflación durante el período bajo estudio. Los factores en los que nos enfocaremos serán los pasivos remunerados, el déficit fiscal junto con las divisas, y por último, los depósitos.

6.1 La victoria de Frente de Todos

Durante la segunda mitad de 2019 las elecciones generales de octubre dieron la victoria a una coalición peronista de centroizquierda. Alberto Fernández asumió la presidencia, mientras que la ex mandataria Cristina Fernández de Kirchner ocupó el cargo de vicepresidenta. Se implementó un control sobre la cuenta de capital, y el régimen cambiario dejó de ser de flotación libre para adoptar un sistema de devaluación administrada conocido como *crawling peg* (FMI, 2025). Se adoptó este tipo de régimen con la finalidad de incrementar las reservas internacionales y recuperar margen de maniobra en la gestión de la política económica, asegurando la estabilidad financiera. Durante este año, el crecimiento económico sufrió un colapso, y el déficit fiscal primario alcanzó un 6.3% del PIB. Al no contar con acceso a financiamiento externo, se incrementó notablemente la emisión de deuda en moneda local. No obstante, el limitado sector financiero de Argentina, que además enfrentaba las consecuencias de las reestructuraciones de deuda interna en 2019 y 2020, no pudo absorberla en su totalidad (FMI, 2025). Como resultado, la mayor parte de los déficits gubernamentales fue cubierta por el Banco Central. Las pérdidas cuasi-fiscales que surgieron como consecuencia, debilitaron considerablemente el balance del BCRA. Consecuentemente, los desarrollos macroeconómicos se alejaron significativamente de los escenarios previstos que sustentaban la reestructuración de la deuda en 2020.

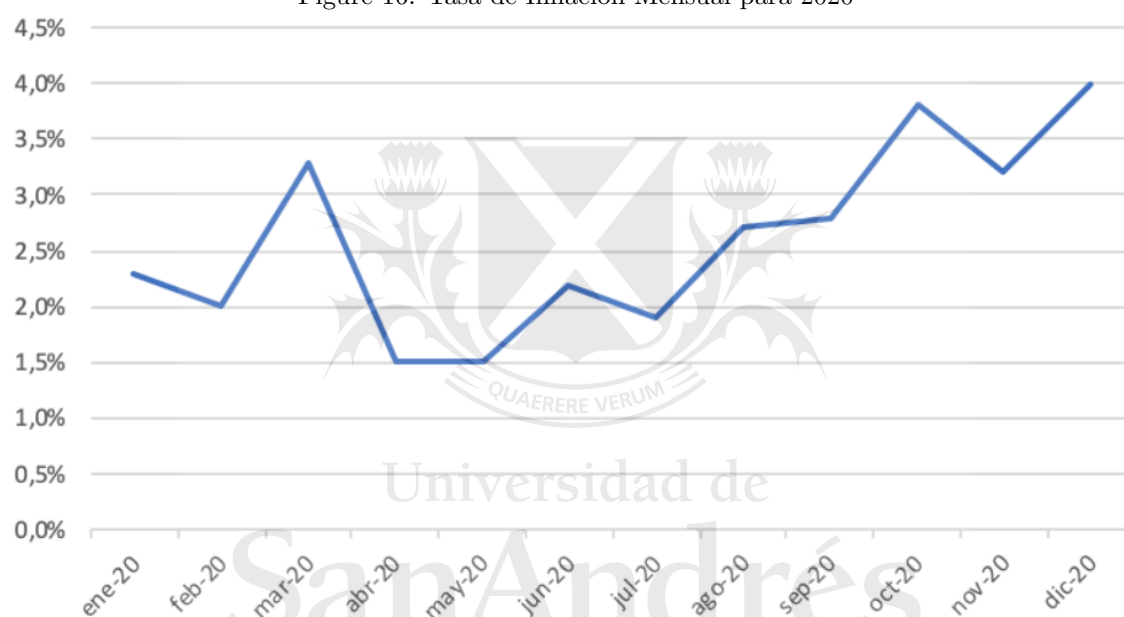
En 2019, el gobierno aplicó una política monetaria restrictiva para controlar el mercado cambiario. La tasa de interés fue muy alta, con un promedio del 66% anual y un pico del 86% en septiembre. Además, en julio se permitió que los bancos usaran más Letras de Liquidez (LELIQ) para cumplir con sus reservas obligatorias, facilitando la transmisión de la tasa de interés.

A fines de 2019, Argentina enfrentaba una grave crisis de balanza de pagos y deuda pública. Ante esta situación, el Gobierno Nacional adoptó diferentes medidas para enfrentar los efectos inmediatos de la crisis y estabilizar la economía. En cuanto a la política monetaria, en el tercer

trimestre el BCRA adoptó medidas relacionadas con las tasas de interés y la gestión del tipo de cambio. Según el Informe de Política Monetaria del BCRA de agosto de 2020, las regulaciones cambiarias y la estabilidad del tipo de cambio permitieron reducir rápidamente la tasa de LELIQ de un 68% a un 38% anual nominal. Además, el BCRA comenzó a comprar bonos públicos en el mercado secundario de manera más activa como parte de las políticas monetarias para estabilizar el mercado financiero.

Si bien la inflación comenzó a descender tras el shock devaluatorio de agosto y septiembre de 2019, para febrero de 2020 seguía en niveles altos (50,3% interanual y 2% mensual). Según el Informe de Política Monetaria del BCRA de mayo, las principales causas de la inflación consistieron en la fuerte depreciación de la moneda doméstica; los cambios en la estructura de precios relativos que favorecieron a los bienes transables y por último, los precios de los servicios públicos quedaron rezagados frente a la inflación núcleo¹³ y los bienes y servicios estacionales¹⁴. Podemos ver los movimientos de la inflación mensual durante este año en la figura 16.

Figure 16: Tasa de Inflación Mensual para 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Por una parte, el gobierno implementó medidas para controlar la inflación y moderar la inercia inflacionaria, promoviendo la coordinación entre precios, salarios y tarifas. Por otra parte, el BCRA tuvo la intención de aplicar una política monetaria que reduzca la inflación gradualmente a través de un régimen de flotación administrada del tipo de cambio. Las bandas de flotación fueron fijadas según correspondiese con los objetivos de la política monetaria. En la Figura 16 se ilustra la tasa de inflación mensual para todo el año 2020.

6.2 Inflación en contexto de COVID 19

Según la CEPAL (2020), en 2020 la economía argentina experimentó una contracción principalmente debido a los efectos de la pandemia de COVID-19, la cual afectó negativamente el consumo privado, la inversión y las exportaciones. Se estima que el Producto Interno Bruto (PIB) disminuyó un 10,5% al cierre del año, una cifra significativamente mayor a la caída del 2,1% registrada en 2019. Este contexto se vio acompañado por una desaceleración de la inflación, que alcanzó un

¹³Según el INDEC (2016), la inflación núcleo es la inflación que excluye los precios de bienes y servicios que son altamente volátiles y los regulados por el gobierno. Refleja la tendencia subyacente de los precios.

¹⁴Según el INDEC (2016), la inflación de estacionales se refiere a la variación de precios de bienes y servicios que tienen fluctuaciones predecibles por razones estacionales.

43,5% interanual hasta octubre, en comparación con el 53,5% del año anterior, gracias a una menor depreciación del tipo de cambio oficial y al control de precios regulados.

Para hacer frente a esta crisis, la política fiscal tuvo un enfoque expansivo. Durante los primeros diez meses del año, el gasto primario real creció un 17% en comparación con el mismo período del año anterior, debido a un conjunto de medidas económicas diseñadas para sostener el empleo, las empresas y los sectores más vulnerables ante la crisis del COVID-19. Al mismo tiempo, los ingresos reales se redujeron un 14% interanual, lo que llevó a un déficit primario del 5,1% del PIB, en contraste con el superávit del 0,1% registrado en el mismo período de 2019. Sin embargo, el pago de intereses disminuyó un 41% interanual debido a la suspensión de pagos durante la reestructuración de la deuda pública. Como resultado, el déficit fiscal total alcanzó el 6,8% del PIB en los primeros diez meses del año, superando el 2,4% registrado en el mismo período del año anterior (CEPAL, 2020).

Desde el punto de vista financiero, se realizó un canje de deuda pública en moneda extranjera con privados, logrando reestructurar el 99% de estos compromisos. Esto permitió reducir la tasa de interés del 7% al 3% , alivianar vencimientos y aplicar una quita de capital del 1,9%. El gobierno comenzó negociaciones con el FMI para revisar el préstamo de 2018, que requería pagos de 45.000 millones de dólares en cinco años. Antes de la reestructuración con privados, la deuda pública llegó al 95,4% del PIB en el segundo trimestre de 2020 según la CEPAL.

En el segundo trimestre, durante la emergencia económica causada por la pandemia, la política monetaria se centró en adaptar el sistema financiero al aislamiento, proteger el ahorro en pesos y financiar las medidas fiscales del gobierno. Según el Informe de Política Monetaria del BCRA de mayo, el Banco Central implementó medidas para preservar la cadena de pagos y evitar quiebras masivas, al tiempo que los controles de capital ayudaron a reducir la volatilidad cambiaria y proteger las reservas internacionales.

Según el Informe de Política Monetaria del BCRA de agosto, las políticas de tasas mínimas para depósitos a plazo fijo, la creación de depósitos UVA precancelables y la flotación administrada del tipo de cambio contribuyeron a reducir la volatilidad cambiaria y moderar la inflación, al tiempo que ofrecieron rendimientos positivos para el ahorro en pesos. Sin embargo, ante la persistente fuga de capitales del sector privado, en septiembre se intensificaron las restricciones a la compra de dólares, incluyendo un recargo del 35% sobre las adquisiciones en moneda extranjera. En respuesta a la presión sobre el mercado cambiario, en octubre se implementaron incentivos dirigidos a exportadores y productores, junto con medidas orientadas a reducir la brecha cambiaria, que, pese a estos esfuerzos, continuaba en niveles elevados

Según el informe de Política Monetaria de noviembre, el BCRA implementó políticas que ayudaron a mitigar los efectos de la crisis en los sectores más vulnerables. Con la fase inicial de la pandemia superada, la economía comenzó a recuperarse gradualmente, y junto con la reestructuración de la deuda, la política monetaria se enfocó en proteger los ahorros frente a la inflación y las fluctuaciones del tipo de cambio. En coordinación con el Gobierno, se buscó fortalecer el mercado local de deuda y ajustar la política cambiaria para mantener un tipo de cambio competitivo. A finales de año, la actividad económica continuó su recuperación, con un enfoque en la moderación de los medios de pago y un control sobre la asistencia financiera.

6.3 Entre la recuperación Post-Pandemia y la vulnerabilidad

Tras tres años consecutivos de recesión, la economía argentina mostró una recuperación en 2021, favorecida por el avance en la vacunación contra el COVID-19 y la flexibilización de las restricciones sanitarias. Se estima que el PIB creció un 9,8 por ciento, revirtiendo la caída del 9,9% registrada en 2020. Sin embargo, la inflación se aceleró, alcanzando un 48,1% interanual a noviembre, comparado con el 42% del año anterior (CEPAL, 2021). Esto se ilustra en la Figura 17 donde se muestra la tasa

de inflación mensual para 2021. Según el Informe de Política Monetaria de febrero, para inicios de este año hubo una aceleración de la inflación, la cual fue impulsada por los precios regulados, las variaciones elevadas en los precios estacionales y las subas en la inflación núcleo.

Figure 17: Tasa de Inflación Mensual para 2021



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

En materia fiscal, el déficit primario se redujo al 2,5% del PIB en los primeros 11 meses del año, frente al 5,2% del mismo período en 2020. Esta mejora se debió al aumento en los ingresos públicos y a la focalización del gasto en sectores vulnerables. Con el aporte a grandes patrimonios y la asignación de derechos especiales de giro del FMI, el déficit primario bajó aún más, al 1,1% del PIB (CEPAL, 2021).

Por su parte, el Banco Central mantuvo una política monetaria expansiva, con tasas de interés invariables en 38% y una emisión monetaria que aumentó un 47,9% interanual. Para contener la inflación, desaceleró la devaluación del tipo de cambio oficial y limitó el acceso a divisas. Con respecto a políticas pensadas para contener la inflación, la Secretaría de Comercio Interior del Ministerio de Desarrollo Productivo fue la encargada de establecer precios máximos para ciertos productos de consumo masivo, el cual apuntó a moderar la inflación en los últimos meses del año (Boletín Oficial, 2021).

En términos de actividad económica, el tercer trimestre de 2021 registró un repunte del 10,8% interanual, con un fuerte incremento de la inversión (41,9 por ciento), el consumo privado (9,8 por ciento) y las exportaciones (5 por ciento) (CEPAL, 2021). Entre los sectores más dinámicos estuvieron la construcción, la industria manufacturera y el comercio, mientras que el empleo formal mostró signos de recuperación, con un aumento del 1,8% interanual.

A finales de 2021, Argentina enfrentaba una compleja situación económica marcada por una inflación anual cercana al 50 por ciento, un déficit fiscal del 4.5% del PIB y reservas internacionales netas críticamente bajas, en un escenario de escasez de divisas. Esta crisis se manifestó en un doble desequilibrio: interno y externo (Fondo Monetario Internacional, 2025).

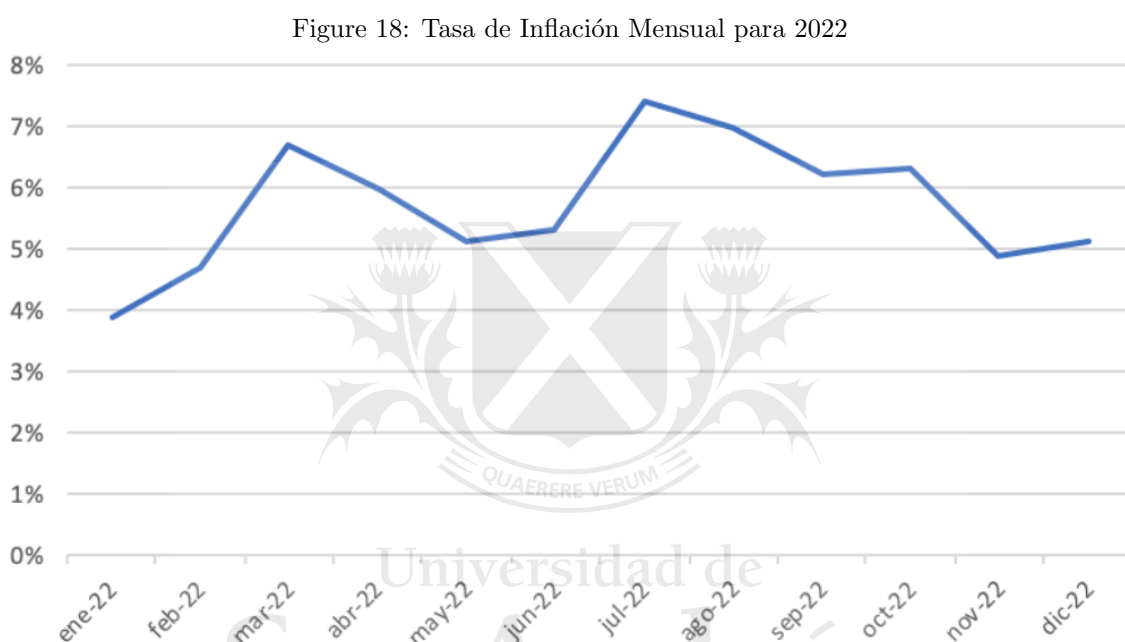
En el plano interno, la inflación fue impulsada por un exceso de liquidez en pesos y un déficit fiscal elevado (3% del PIB), del cual más del 80% fue financiado por el Banco Central, agravando las presiones inflacionarias. La deuda pública se consideraba insostenible, exacerbada por los déficits fiscales recurrentes y las pérdidas del Banco Central.

En el ámbito externo, las reservas internacionales brutas (39.700 millones de dólares) incluían una proporción significativa de swaps no utilizados y otras obligaciones, limitando su disponibilidad

real. El país enfrentaba una brecha cambiaria del 100% y un tipo de cambio real negativo, lo que perjudicaba la competitividad de las exportaciones. La caída en las reservas netas profundizó la vulnerabilidad externa, reflejando los desafíos macroeconómicos que el país necesitaba resolver para recuperar su estabilidad financiera.

6.4 Medidas Cambiarias y la Balanza Comercial: Desafíos Externos en Argentina en 2022

Según el Informe de Política Monetaria de marzo, en febrero de 2022 la inflación interanual se ubicó en 52,3% tras cerrar 2021 en 50,9 por ciento. Durante el primer bimestre de 2022, la inflación promedio mensual fue del 4,3% , superior al 3,3% del último trimestre de 2021. Este aumento fue generalizado en las distintas categorías de precios. Esto se puede ver en la Figura 18.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Entre los principales factores de la presión alcista se encuentran la reapertura de las paritarias salariales, la mayor demanda por la recuperación económica y el incremento de las expectativas de inflación ante la incertidumbre financiera y cambiaria en el contexto de negociaciones con el FMI. Adicionalmente, el déficit fiscal de Argentina en 2022 jugó un papel crucial en esta aceleración, ya que el financiamiento del déficit mediante emisión monetaria contribuyó a aumentar la base monetaria y alimentar las presiones inflacionarias. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), aunque el país logró cumplir con las metas de déficit establecidas, el uso de financiamiento monetario generó riesgos adicionales para la estabilidad de precios, especialmente en un contexto de alta inflación y depreciación cambiaria (Fondo Monetario Internacional, 2023).

En julio de 2022, el ministro de Economía de Argentina, Martín Guzmán, renunció en un contexto de fuertes tensiones políticas dentro de la coalición de gobierno y crecientes dificultades económicas. Esta decisión generó incertidumbre en los mercados y dudas sobre la continuidad de las políticas económicas y las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Tras su salida, Silvina Batakis fue designada ministra de Economía, asumiendo el complejo desafío de estabilizar la situación económica y avanzar con las reformas necesarias para cumplir los compromisos con el FMI. Los cambios en la conducción económica se produjeron en un escenario de alta inflación y presiones cambiarias, lo que complicó aún más la ejecución de políticas fiscales y monetarias destinadas a recuperar la estabilidad macroeconómica. El FMI enfatizó la relevancia

de mantener las reformas en curso y garantizar la disciplina fiscal para corregir los desequilibrios económicos del país (FMI, 2022).

Por su parte, el gobierno y el BCRA llevaron a cabo intervenciones significativas en el mercado de deuda en pesos para estabilizar las expectativas financieras y reducir la volatilidad del mercado. Estas intervenciones consistieron principalmente en la emisión de instrumentos de deuda de corto plazo y la recompra de bonos, con el objetivo de contener la presión sobre las tasas de interés y garantizar la sostenibilidad de la deuda local. El BCRA también implementó aumentos en las tasas de interés, buscando alcanzar tasas reales positivas para fomentar el ahorro en pesos y desalentar la dolarización de los ahorros. También, gestionó la liquidez para preservar la estabilidad monetaria y continuó con el esquema de devaluaciones graduales, conocido como crawling peg, para sostener la competitividad externa. Además, se fortalecieron las políticas de esterilización monetaria para absorber el exceso de liquidez generado por el financiamiento del déficit fiscal (Fondo Monetario Internacional, 2023).

En 2022 la economía argentina consolidó la recuperación iniciada el año anterior, gracias al restablecimiento total de las actividades económicas tras la pandemia y al respaldo de políticas gubernamentales. Se estima que el PIB creció un 4,9 por ciento, aunque con una desaceleración respecto al 10,4% registrado en 2021. Sin embargo, la inflación se intensificó, alcanzando un 70% interanual en los primeros 11 meses del año, impulsada por la suba de los precios internacionales debido al conflicto en Ucrania y la volatilidad cambiaria local (Comisión Económica para América Latina y el Caribe [CEPAL], 2022).

La política fiscal durante 2022 tuvo como objetivo la consolidación fiscal gradual a través de un ajuste del déficit primario. La meta principal era reducir el déficit primario al 2,5% del PIB. Esto se realizó a partir de una reducción en los subsidios a la energía, una optimización del gasto social y un aumento en la recaudación a través de mejoras en la administración tributaria. El gasto público se expandió, con un aumento del 1,8% en términos reales en los primeros 11 meses del año. A pesar de esto, el déficit primario se redujo al 1,5% del PIB, debido al incremento en la recaudación del impuesto a las ganancias y a un crecimiento moderado de los ingresos. No obstante, el ajuste fiscal fue insuficiente para estabilizar la macroeconomía. Además, se mantuvo el financiamiento monetario del déficit, aunque en menor medida (Fondo Monetario Internacional, 2025).

Por otro lado, la política monetaria se centró en bajar la inflación y fortalecer las reservas internacionales. Según el FMI, para lograr esto se redujo la emisión de dinero para financiar el déficit fiscal, que pasó del 4,7% del PIB en 2021 al 1% en 2022. Además, se mantuvieron tasas de interés reales positivas para incentivar el ahorro en pesos, se utilizó el mecanismo de crawling peg para sostener la competitividad del tipo de cambio y se llevaron a cabo intervenciones en el mercado cambiario para controlar la brecha entre el dólar oficial y el paralelo. No obstante, los resultados no fueron lo que se esperaba, ya que la inflación fue más alta de lo previsto debido a shocks externos y financiamiento del déficit. Además, las reservas internacionales eran bajas y la brecha cambiaria era elevada. Esto llevó a la implementación de controles cambiarios adicionales en lugar de implementar una flexibilización.

Por su parte, la política monetaria tuvo un enfoque restrictivo, con aumentos en la tasa de interés del 38% al 75% anual en noviembre, buscando contener la inflación y reducir la brecha cambiaria con el dólar paralelo.

En política cambiaria, se implementaron medidas para incentivar el ingreso de divisas y acumular reservas. Entre ellas, la implementación de un tipo de cambio diferencial para la exportación de soja, conocido como dólar soja y la flexibilización en la liquidación de ingresos en moneda extranjera para algunos sectores. Sin embargo, como lo expone la CEPAL, el déficit de cuenta corriente aumentó al 0,4% del PIB en el primer semestre, debido a un mayor crecimiento de las importaciones en relación con las exportaciones.

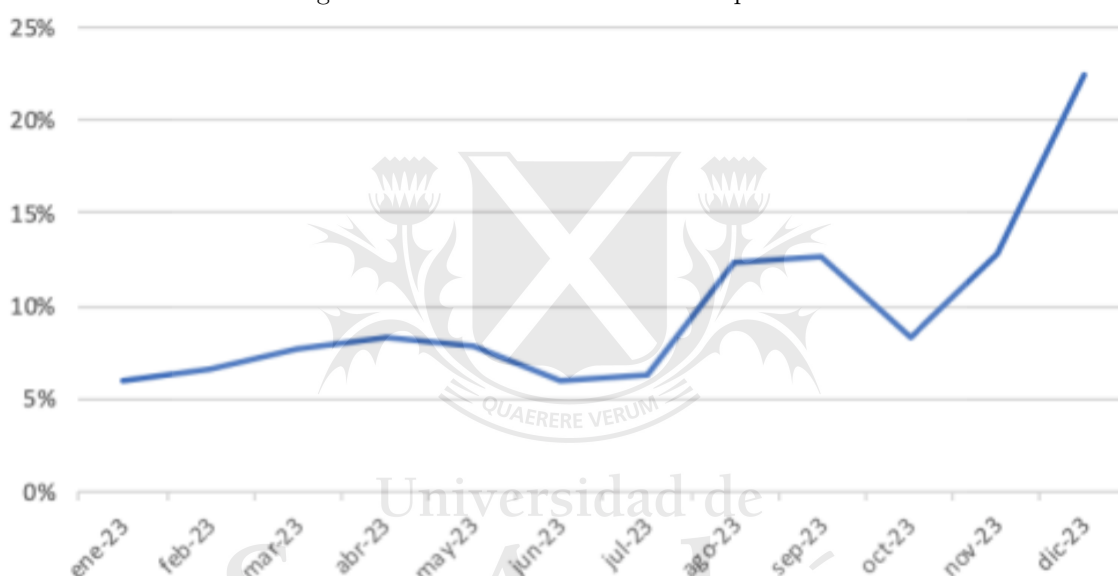
Por último, en términos de actividad económica, el PIB creció un 6,4% interanual en el tercer

trimestre, con un fuerte impulso de la inversión (14,6%) y el consumo privado (10,7%). No obstante, la inflación persistente, el ajuste cambiario y las tensiones externas siguieron representando desafíos para la estabilidad económica (CEPAL, 2022). A mediados de 2022, se intentaron medidas para estabilizar la economía, aunque su impacto fue breve. A comienzos de 2023, una intensa sequía redujo las exportaciones en un 25%, lo que llevó al país a una recesión y profundizó los problemas macroeconómicos y de política económica.

6.5 Una Inflación Imparable en 2023

Según el Informe de Política Monetaria de abril, en los primeros dos meses del año 2023, la inflación mensual experimentó un aumento, alcanzando un promedio del 6,3%, lo que representa un incremento de 0,8 puntos porcentuales en comparación con el último trimestre de 2022. Esto lo podemos ver en la Figura 19 donde se ilustra la tasa de inflación mensual para 2023.

Figure 19: Tasa de Inflación Mensual para 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Durante este año, la economía argentina experimentó una contracción del 1,6%, afectada principalmente por la caída de las exportaciones y la inversión. Factores como desequilibrios macroeconómicos persistentes y una sequía severa que impactó al sector agroexportador contribuyeron a esta situación. La inflación se aceleró hasta un 211% interanual en diciembre de 2023, mientras que el déficit primario del sector público alcanzó el 2,7% del PIB y la deuda se incrementó al 158% del PIB (CEPAL, 2023).

Por su parte, el Gobierno y el BCRA actuaron en conjunto para evitar que la inflación suba de manera exorbitante. Se adoptaron medidas tales como el aumento de tasas, la ampliación del swap con China y un ajuste en regulaciones de reservas. Estas medidas tuvieron un impacto positivo ya que en mayo y junio la inflación mensual descendió a 7,8% y 6,0% respectivamente.

Para frenar el avance de los precios y evitar un escenario de inflación descontrolada, el Gobierno implementó diversas medidas. Entre ellas, renovó los acuerdos de Precios Justos, con el objetivo de limitar el aumento de productos de la canasta básica y mantener la estabilidad en los valores de los medicamentos. También se congelaron temporalmente los precios de ciertos bienes y servicios regulados y se postergaron los ajustes en el transporte público y los servicios de gas y electricidad. Por su parte, el Banco Central elevó la tasa de interés de política monetaria, mantuvo estable el tipo de cambio y continuó con sus intervenciones en los mercados financieros para reducir la volatilidad. Gracias a estas medidas, en las últimas semanas de septiembre se observó una desaceleración en

la inflación. No obstante, en el último trimestre la inflación repuntó, mostrando valores mensuales del 8,30%, 12,80% y 22,50% para los meses de octubre, noviembre y diciembre respectivamente.

En el ámbito externo, la cuenta corriente presentó un déficit del 3,2% del PIB y las reservas internacionales netas de pasivos de corto plazo cayeron a un saldo negativo de 11.000 millones de dólares.

El principal objetivo de la política fiscal fue continuar con la consolidación fiscal, pero con menor margen de acción debido a la recesión y el año electoral. La meta pactada fue reducir el déficit primario al 1,9% del PIB. Las medidas adoptadas fueron, los ajustes en subsidios energéticos y tarifas públicas, el aumento en impuestos y controles sobre el gasto público y el uso de financiamiento del Banco Central para cubrir déficit. Sin embargo, el ajuste fiscal fue insuficiente y aumentó el gasto en el período electoral. Esto generó una aceleración de la inflación, impactando el poder adquisitivo y las reservas internacionales alcanzaron mínimos históricos (Fondo Monetario Internacional, 2025).

Por otro lado, la política Monetaria tuvo como objetivo controlar la inflación y la estabilización cambiaria. Se mantuvo la política de tasas de interés positivas en términos reales, se realizaron intervenciones en el mercado cambiario y restricciones a la compra de dólares. Además se creó un programa de incentivos a exportadores para mejorar la entrada de divisas. A pesar de esto, la inflación fue descontrolada, cerrando el año por encima del 200%, las reservas netas del Banco Central estuvieron en negativo y la brecha cambiaria fue elevada y hubo pérdida de confianza en la política monetaria (Fondo Monetario Internacional, 2025).

Con la asunción del presidente Javier Milei a finales de 2023, el gobierno implementó una serie de medidas para estabilizar las cuentas fiscales y el frente externo. Entre ellas se incluyeron una devaluación del 118% del tipo de cambio oficial, la reducción de subsidios a la energía y el transporte, y un ajuste en el gasto público. Estas acciones permitieron que la administración central alcanzara un superávit financiero del 0,4% del PIB en el primer semestre de 2024 y que las reservas internacionales aumentaron en 5.200 millones de dólares. No obstante, estas medidas también provocaron un alza inicial de la inflación y una contracción en el poder adquisitivo y la actividad económica.

6.6 Pasivos remunerados

En 2020, el BCRA recurrió a diversas herramientas para enfrentar los desafíos económicos generados por la pandemia; pasivos remunerados, encajes bancarios y mecanismos de absorción de liquidez. El uso de LELIQ y pasivos remunerados permitió regular la liquidez, mientras que los ajustes en los encajes ayudaron a controlar el crédito sin desestabilizar el sistema financiero. El ratio de LELIQ sobre la base monetaria mostró fluctuaciones a lo largo del año, reflejando la respuesta del BCRA ante cambios en la demanda de dinero. Finalmente, la recuperación de los depósitos a plazo fijo en el último trimestre evidenció una mayor estabilidad en el sistema financiero, con una moderada participación de depósitos UVA¹⁵ ajustados por inflación.

En 2021, la política monetaria del BCRA continuó adaptándose a las condiciones macroeconómicas y sanitarias del país. Se siguió recurriendo al uso de pasivos remunerados, encajes bancarios y absorción monetaria como instrumentos clave de regulación de la liquidez. Al igual que en 2020, el ratio de LELIQ sobre la base monetaria fluctuó durante el año y en el segundo semestre, la estabilización de los depósitos a plazo fijo indicó una mayor confianza en el sistema financiero, con un leve crecimiento en la participación de los depósitos UVA ajustados por inflación.

En 2022, el BCRA intensificó su política de absorción de dinero del mercado a través de instrumentos financieros que pagan intereses, con el fin de frenar la inflación y mantener la estabilidad

¹⁵Los depósitos UVA son plazos fijos ajustados por inflación. En vez de contar con una tasa de interés fija, su valor se actualiza según la Unidad de Valor Adquisitivo (UVA), que sigue la evolución del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

en el sistema financiero. Para lograrlo, combinó un aumento en las tasas de interés con una mayor intervención para retirar el exceso de dinero en circulación, lo que ayudó a desacelerar el crecimiento de la base monetaria y evitar un empeoramiento en las expectativas inflacionarias. Como consecuencia, el saldo total de LELIQ y pases pasivos creció significativamente en relación con el PIB, reflejando el esfuerzo del BCRA por controlar la liquidez disponible. En este contexto, la tasa de referencia fue ajustada en varias ocasiones durante el año, con el objetivo de garantizar rendimientos positivos en términos reales para los ahorristas en pesos y disminuir la presión sobre el mercado cambiario.

Al igual que los años anteriores, en 2023 el BCRA siguió utilizando herramientas para gestionar la liquidez, tales como los pasivos remunerados, encajes bancarios y mecanismos de absorción monetaria. A lo largo del año, se ajustaron las tasas de interés de las LELIQ con el fin de controlar la inflación y sostener la demanda de activos en pesos. El ratio de LELIQ sobre la base monetaria alcanzó niveles récord, situándose en 68% en abril, 72% en julio y 74% en diciembre, reflejando la política de absorción monetaria implementada durante el año. Finalmente, la recuperación de los depósitos a plazo fijo en el último trimestre evidenció una mayor estabilidad en el sistema financiero, con un crecimiento de los depósitos UVA ajustados por inflación, que aumentaron su participación dentro de las colocaciones bancarias.

6.7 LELIQ y Pases

Al inicio de 2020, en febrero, la tasa de interés de referencia de las LELIQ era del 45,4% efectiva anual, con el objetivo de preservar la estabilidad financiera y estimular la demanda de dinero en pesos (BCRA, Febrero 2020, p.64). El Banco Central buscó absorber parte del exceso de dinero mediante la colocación de LELIQ y pases pasivos, asegurando una tasa mínima de 26,6% nominal anual para depósitos a plazo fijo. A lo largo del año, la tasa se ajustó en respuesta a la evolución económica, alcanzando el 33% nominal anual en agosto (BCRA, Agosto 2020, p. 90). Este proceso permitió moderar el crecimiento de la oferta monetaria sin afectar directamente la recuperación económica, dado que la expansión crediticia a empresas seguía siendo prioritaria. En noviembre, el BCRA ajustó su política monetaria para equilibrar las tasas de interés; estableció pases pasivos con tasas del 32% a un día y 36,5% a siete días (BCRA, Noviembre 2020, p. 90). Simultáneamente, siguió recurriendo al uso de LELIQ y pases para absorber dinero y evitar que aumente abruptamente el dólar y la inflación. El stock de estos instrumentos creció a lo largo del año. Entre febrero y noviembre, la relación entre LELIQ y pases respecto al PIB aumentó del 7,2% al 12%, reflejando el esfuerzo del BCRA por regular la liquidez en el mercado.

En 2021, la tasa de interés de referencia de las LELIQ se mantuvo sin cambios durante gran parte del año. En febrero, la tasa efectiva anual de las LELIQ era de 38%, mientras que los pases pasivos registraban tasas en torno al 32% a un día y 36,5% a siete días (BCRA, febrero 2021, p. 71). En el segundo trimestre, ante aumentos en la inflación, el BCRA se vio obligado a reforzar la absorción de liquidez mediante las LELIQ y pases; en mayo, el stock de LELIQ aumentó en 250.000 millones aproximadamente y el rendimiento de estos instrumentos se mantuvo en una tasa efectiva anual del 38% (BCRA, mayo 2021, p. 73). Además, los pases pasivos a un día se expandieron en un 20% intermensual, alcanzando tasas cercanas al 32%, lo que permitió una mayor absorción de excedentes monetarios (BCRA, agosto 2021, p. 71). En agosto, las LELIQ y pases pasivos representaban una parte significativa de la base monetaria, con tasas de interés en torno al 38% nominal anual (BCRA, agosto 2021, p. 71). En noviembre, el Banco Central mantuvo la absorción monetaria para evitar una devaluación brusca del peso y controlar expectativas inflacionarias, reflejando el crecimiento del stock de estos instrumentos a lo largo del año (BCRA, noviembre 2021, p. 71).

A comienzos de 2022, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) intensificó su política

de absorción monetaria a través de un ajuste en las tasas de interés de referencia. En marzo, la tasa nominal anual de las LELIQ a 28 días pasó de 42,5% (51,9% efectiva anual) a 75% nominal anual (107% efectiva anual) en diciembre (BCRA, junio 2022, p. 72; BCRA, diciembre 2022, p. 88). Durante el segundo trimestre, el BCRA ajustó la tasa de los pasivos pasivos, que en junio alcanzó un rendimiento del 66,5% efectiva anual, buscando mantener la estabilidad cambiaria y regular la liquidez (BCRA, junio 2022, p. 84). En el tercer trimestre, con la persistencia de presiones inflacionarias, el BCRA aplicó nuevos incrementos en la tasa de referencia, llevando la tasa nominal anual de las LELIQ al 75% en septiembre (107,3% efectiva anual). En paralelo, reforzó la absorción de dinero mediante pasivos y una mayor intervención en el mercado de deuda pública en pesos, asegurando que la estructura de tasas ofreciera retornos reales positivos para desalentar la dolarización (BCRA, septiembre 2022, p. 70). Hacia finales de año, la política monetaria del BCRA mantuvo un enfoque restrictivo. En diciembre, la tasa de LELIQ se mantuvo en 75% nominal anual (107% efectiva anual), mientras que el stock total de pasivos remunerados siguió en niveles elevados, alcanzando aproximadamente 13,7% del PIB, reflejando el esfuerzo por contener los efectos inflacionarios y estabilizar el mercado financiero (BCRA, diciembre 2022, p. 75).

En 2023, durante el primer trimestre, la tasa de referencia de las LELIQ aumentó de 75% a 78% nominal anual (113,3% efectiva anual) en respuesta al repunte inflacionario (BCRA, abril 2023, p. 69). Posteriormente, en julio y octubre, el BCRA volvió a incrementar las tasas, alcanzando el 97% y 118% nominal anual, respectivamente, con el objetivo de preservar retornos positivos en términos reales y estabilizar las expectativas (BCRA, octubre 2023, p. 83). Estos aumentos buscaron frenar el ritmo de la inflación y preservar el interés por los instrumentos financieros en pesos. El stock de LELIQ y pasivos pasivos alcanzó niveles récord en relación con el PIB, lo que reflejó la necesidad del BCRA de absorber el exceso de liquidez y minimizar la presión sobre el mercado cambiario. La estructura de tasas diferenciadas entre LELIQ y pasivos pasivos permitió gestionar la base monetaria de manera más flexible (BCRA, julio 2023, p. 78).

6.8 Encajes bancarios

Adicionalmente, para complementar su política monetaria, el BCRA ajustó los encajes bancarios para controlar la liquidez en el mercado. El régimen de efectivo mínimo, que define el porcentaje de los depósitos que los bancos deben mantener inmovilizados, aplicó diferentes alícuotas según el tipo de depósito. Desde 2020 hasta 2023, los encajes fueron del 33% en cuentas corrientes, 23% en cajas de ahorro y 9% en plazos fijos. El propósito era controlar la expansión del crédito y favorecer a entidades financieras más pequeñas (BCRA, Agosto 2020, p. 79). Estas medidas permitieron contener la expansión monetaria en un contexto de alta inflación y volatilidad financiera.

En el segundo trimestre de 2020, el BCRA permitió que los bancos destinaran hasta un 40% de sus encajes en LELIQ a líneas de crédito productivo y redujo los requisitos de efectivo mínimo para depósitos a la vista en 3 puntos porcentuales, con el objetivo de estimular la financiación a empresas y hogares (BCRA, agosto 2020, p. 78). En septiembre, el coeficiente de encaje para los depósitos a plazo fijo de personas jurídicas pasó de 9% a 15%, mientras que para los depósitos a la vista aumentó en 2 puntos porcentuales, buscando restringir el crecimiento del crédito no productivo. Hacia finales de año, el BCRA elevó nuevamente los encajes para frenar la expansión del crédito no productivo y contener el impacto inflacionario derivado del exceso de liquidez generado durante los meses más críticos de la pandemia. En diciembre, se aplicó un nuevo aumento en los coeficientes de encaje; elevándolos en 5 puntos porcentuales para depósitos a plazo fijo y en 3 puntos para cuentas a la vista, con el objetivo de absorber el excedente de dinero en la economía. Paralelamente, el saldo total de LELIQ en poder de los bancos se redujo a 2,5 billones, evidenciando un giro hacia una política más restrictiva. (BCRA, noviembre 2020, p. 85).

En 2021, en el segundo trimestre, el BCRA permitió que hasta un 20% de los encajes previamente integrados en LELIQ pasaran a bonos del Tesoro en pesos, promoviendo la financiación del Estado y reduciendo la liquidez excedente en el mercado financiero (BCRA, mayo 2021, p. 73). En el tercer trimestre, con la continuidad de la recuperación económica, el BCRA mantuvo los encajes en los niveles preestablecidos, intensificando su intervención en el mercado de cambios para evitar volatilidad cambiaria y mantener el sistema financiero estable. En agosto, no modificó las tasas de encaje para evitar presiones sobre el crédito productivo, aunque continuó absorbiendo liquidez a través de LELIQ y pases, alcanzando un stock total de 2,8 billones en estos instrumentos (BCRA, agosto 2021, p. 71). Hacia finales de año, el BCRA no realizó cambios significativos en los coeficientes de encaje, pero mantuvo esta estrategia de absorción monetaria para evitar un desborde inflacionario. En noviembre, el stock de LELIQ en poder de los bancos ascendió a 3,1 billones, consolidando un enfoque de mayor absorción de liquidez para sostener la estabilidad financiera en un contexto de alta inflación (BCRA, noviembre 2021, p. 85).

En 2022, en el segundo trimestre, el BCRA permitió que los bancos destinaran hasta un 45% de sus encajes en LELIQ para financiar líneas de crédito productivo y redujo los requisitos de encaje para depósitos a la vista en 2 puntos porcentuales, con el objetivo de estimular la inversión y el consumo en un contexto de alta inflación y volatilidad financiera (BCRA, junio 2022, p. 72). Sin embargo, con la recuperación de la demanda interna en el tercer trimestre, el BCRA comenzó a revertir estos estímulos y volvió a ajustar los encajes para reducir el exceso de liquidez en el sistema financiero. En septiembre, el coeficiente de encaje para depósitos a plazo fijo de personas jurídicas aumentó de 9% a 14%, mientras que para depósitos a la vista subió en 2 puntos porcentuales, con la intención de restringir el crecimiento del crédito no productivo (BCRA, septiembre 2022, p. 84). Hacia el cierre del año, el BCRA adoptó una postura más restrictiva en su política monetaria, aumentando nuevamente los encajes bancarios para limitar el crecimiento del crédito y mitigar los efectos inflacionarios del exceso de liquidez acumulado en los meses anteriores. En diciembre, los coeficientes de encaje se ajustaron al alza, con un incremento de 4 puntos porcentuales para depósitos a plazo fijo y 3 puntos para cuentas a la vista, con el objetivo de reducir la cantidad de dinero en circulación (BCRA, diciembre 2022, p. 75). Al mismo tiempo, el stock de LELIQ en poder de los bancos disminuyó en 3,1 billones, consolidando una política de absorción monetaria más agresiva (BCRA, diciembre 2022, p. 88).

En 2023, durante el segundo trimestre, el BCRA reforzó la absorción de liquidez a través de los encajes y elevó los coeficientes mínimos en 2 puntos porcentuales para los depósitos a plazo fijo y 1 punto para las cuentas a la vista. Este ajuste buscó reducir la oferta monetaria sin afectar directamente la actividad económica, favoreciendo la estabilidad del sistema financiero (BCRA, julio 2023, p. 78). Hacia el cierre del año, el BCRA adoptó una postura más restrictiva en su política monetaria, elevando nuevamente los encajes para reducir el exceso de liquidez y frenar las presiones inflacionarias. En diciembre, los coeficientes de encaje se ajustaron al alza, aumentando 3 puntos porcentuales para los depósitos a plazo fijo y 2 puntos para las cuentas a la vista, con el objetivo de absorber el excedente de dinero en circulación. Paralelamente, el stock de LELIQ en poder de los bancos se redujo en 3,5 billones, reflejando un enfoque más restrictivo en la regulación monetaria (BCRA, octubre 2023, p. 83).

6.9 Déficit fiscal y divisas

Por un lado, el financiamiento al Tesoro tuvo un rol central en la política monetaria, buscando contener el deterioro de la actividad económica sin generar presiones inflacionarias excesivas. Por otro lado, la acumulación de reservas internacionales fue una prioridad debido a la inestabilidad del dólar y la especulación en el mercado cambiario. En 2020, las transferencias del BCRA al Tesoro alcanzaron los 2,0 billones, lo que representó aproximadamente el 7,3% del PIB (BCRA,

febrero 2020, p. 5). Al inicio del año, la monetización del déficit fiscal fue clave para sostener el gasto público en medio de la recesión. Se establecieron nuevos límites a las transferencias al Tesoro para así poder reducir su dependencia del financiamiento monetario y impulsando el acceso a fuentes alternativas de financiamiento; por ejemplo, la emisión de títulos públicos, que en 2020 alcanzó un total de 2,4 billones en colocaciones netas (BCRA, agosto 2020, p. 53). En cuanto a la acumulación de reservas internacionales, el BCRA intervino en el mercado cambiario por un monto de 5.400 millones y aumentó las restricciones para la compra de dólares con fines de atesoramiento. En particular, las restricciones a la compra de dólares fijaron un cupo mensual de USD 200 por persona, lo que redujo la salida neta de capitales en un 50% respecto al año anterior. A pesar de estos esfuerzos, las reservas internacionales disminuyeron de USD 44.785 millones en enero a USD 38.882 millones en diciembre (BCRA, noviembre 2020, p. 70). Hacia finales del año, la relación entre el déficit primario y el PIB se ubicó en 6,5%, mientras que el déficit financiero cerró en 8,5% del PIB (BCRA, noviembre 2020, p. 85).

Durante 2021, el Banco Central redujo el financiamiento al Tesoro Nacional en comparación con el año anterior. En total, las transferencias al Tesoro sumaron 1,7 billones, lo que representó el 4% del PIB, evidenciando una menor dependencia del financiamiento monetario en comparación con 2020 (BCRA, mayo 2021, p. 54). Para reforzar la disminución de la emisión monetaria, el Gobierno Nacional aumentó la captación de fondos en el mercado de deuda en pesos. A lo largo del año, el Tesoro emitió instrumentos por un total neto de 2,5 billones, lo que permitió diversificar sus fuentes de financiamiento y reducir la carga sobre el balance del BCRA (BCRA, agosto 2021, p. 52). Como consecuencia, el crecimiento de la base monetaria se desaceleró, cerrando el año en aproximadamente 7,1% del PIB, un nivel comparable al promedio histórico registrado entre 2010 y 2019 (BCRA, noviembre 2021, p. 47). En cuanto a la acumulación de reservas internacionales, durante el año, el BCRA intervino en el mercado cambiario por USD 6.421 millones, 1.021 millones más con respecto al 2020. Sin embargo, debido a pagos de deuda e intervenciones en el mercado, las reservas brutas finalizaron en USD 42.600 millones, reflejando un incremento neto de USD 3.430 millones respecto a 2020 (BCRA, noviembre 2021, p. 5).

En 2022, en cuanto a la monetización del déficit fiscal, durante 2022, el BCRA continuó su estrategia de reducción del financiamiento al Tesoro Nacional. Las transferencias al Tesoro ascendieron a 1,3 billones, representando un 1% del PIB, en línea con las metas establecidas en el acuerdo con el FMI (BCRA, diciembre 2022, p. 48). Este nivel fue en tanto menor al de 2021, evidenciando un intento de normalización fiscal y monetaria. El financiamiento a través del mercado de deuda en pesos desempeñó un papel clave en 2022, permitiendo una captación neta de 3,3 billones, equivalentes al 3,2% del PIB. Este aumento en la emisión de deuda ayudó a disminuir la dependencia del financiamiento directo del BCRA y a contener la expansión de la base monetaria (BCRA, septiembre 2022, p. 57). Al mismo tiempo, el stock de pasivos remunerados del BCRA alcanzó su punto máximo en 9,7% del PIB, reflejando el esfuerzo por absorber liquidez excedente mediante instrumentos como las LELIQ y los pasivos pasivos (BCRA, diciembre 2022, p. 88). En cuanto a las reservas internacionales, el BCRA, a pesar de haber registrado un superávit comercial de USD 6.923 millones y de la implementación del "Programa de Incremento Exportador", que permitió ingresar USD 6.700 millones, las reservas brutas subieron de USD 39.662 millones en enero a USD 44.598 millones en diciembre, debido a pagos de deuda y otras intervenciones en el mercado cambiario (BCRA, diciembre 2022, p. 48). Para contrarrestar la pérdida de divisas, se aceleró el ritmo de depreciación del peso, llevando el tipo de cambio nominal a un aumento del 66% en el año (BCRA, septiembre 2022, p. 57). Las restricciones cambiarias se mantuvieron con el propósito de estabilizar la demanda de dólares y contener movimientos especulativos. Se endureció el acceso al mercado de cambios con diversas medidas, incluyendo limitaciones en la compra de dólares financieros y la introducción de nuevas regulaciones para las importaciones y pagos de servicios al exterior (BCRA, junio 2022, p. 44).

Durante 2023, la asistencia al Tesoro alcanzó 3,8 billones, representando el 2,5% del PIB, un incremento respecto al año previo debido a mayores necesidades de financiamiento del sector público (BCRA, octubre 2023, p. 58). El Gobierno siguió usando la deuda en pesos como una fuente clave de financiamiento, logrando captar 5,6 billones netos en el año. Esto ayudó a disminuir la necesidad de imprimir dinero y permitió al BCRA absorber liquidez con pasivos remunerados, cuyo stock subió al 11% del PIB (BCRA, julio 2023, p. 53). Sin embargo, los intereses de estos instrumentos siguieron aumentando, generando preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal. En materia de divisas, la acumulación de reservas fue un desafío para las autoridades a causa de la pérdida de ingresos por exportaciones, estimada en USD 20.000 millones, como consecuencia de la sequía. A pesar de los esfuerzos del BCRA para captar divisas mediante el "Programa de Incremento Exportador"¹⁶, que generó ingresos por USD 5.400 millones, las reservas netas continuaron deteriorándose. Al cierre de septiembre, las reservas brutas del BCRA se ubicaron en USD 27.926 millones, marcando una caída de USD 11.134 millones respecto a junio (BCRA, octubre 2023, p. 58). Para mitigar el impacto de la crisis cambiaria, el Gobierno Nacional y el BCRA implementaron diversas medidas, incluyendo la recalibración del tipo de cambio oficial a 350 por dólar y la ampliación del impuesto PAIS sobre importaciones. Asimismo, se recurrió a fuentes extraordinarias de fondeo, como un préstamo bilateral con Catar y financiamiento de la CAF, permitiendo afrontar vencimientos de deuda con el FMI (BCRA, julio 2023, p. 53).

6.10 Depósitos

En 2020, por un lado, los depósitos en pesos mostraron un aumento significativo del 86% interanual, impulsado por la mayor liquidez en el sistema financiero y las restricciones al acceso al dólar (BCRA, noviembre 2020, p. 47). En particular, los depósitos a plazo fijo en pesos crecieron un 93% interanual, favorecidos por la regulación del BCRA que estableció una tasa mínima del 70% de la tasa de LELIQ, lo que aseguró rendimientos positivos en términos reales durante gran parte del año (BCRA, agosto 2020, p. 53). Esta medida fue clave para sostener la demanda de instrumentos en moneda local en un contexto de alta inflación y depreciación del peso. Por otro lado, los depósitos en dólares se vieron afectados por las regulaciones cambiarias y la incertidumbre macroeconómica. Durante el segundo semestre, los depósitos en moneda extranjera cayeron un 28% interanual, ubicándose en USD 17.200 millones en diciembre de 2020 (BCRA, noviembre 2020, p. 70). Esta reducción estuvo influenciada por el endurecimiento del cepo cambiario y la percepción de mayores riesgos en la tenencia de activos en dólares dentro del sistema financiero local. El último trimestre de 2020 mostró una recuperación de los depósitos a plazo fijo, impulsada por la estabilización de tasas de interés y una mayor confianza en el sistema financiero. En este contexto, la participación de depósitos UVA (ajustados por inflación) creció ligeramente, aunque la mayoría de las colocaciones siguió realizándose en pesos (BCRA, Noviembre 2020, p. 71).

En 2021, por un lado, los depósitos en pesos mostraron un crecimiento del 55,2% interanual, impulsado por las tasas de interés positivas en términos reales y la mayor liquidez en el sistema financiero (BCRA, noviembre 2021, p. 47). En particular, los depósitos a plazo fijo tradicionales crecieron un 65,8% interanual (BCRA, agosto 2021, p. 52). Adicionalmente, los depósitos en UVA mostraron un crecimiento superior al 100% en términos nominales, reflejando el interés de los ahorristas por instrumentos ajustados por inflación (BCRA, mayo 2021, p. 54). Por otro lado, los depósitos en dólares continuaron mostrando una tendencia a la baja, con una caída del 9,3% interanual en diciembre, ubicándose en USD 15.200 millones. Esta reducción estuvo influenciada por las restricciones cambiarias y la mayor demanda de cobertura frente a la incertidumbre económica (BCRA, noviembre 2021, p. 70). Al igual que en 2020, el último trimestre de 2021

¹⁶El "Programa de Incremento Exportador" ofrece a los exportadores un tipo de cambio más favorable para que liquiden sus ventas en el mercado oficial, incentivando así la entrada de divisas.

mostró una recuperación en los depósitos a plazo fijo, impulsada por la estabilidad en las tasas de interés y una mayor confianza en el sistema financiero. También, la participación de los depósitos UVA (ajustados por inflación) aumentó moderadamente, aunque la mayoría de las colocaciones continuó realizándose en pesos (BCRA, noviembre 2021, p. 71).

En 2022, por un lado, los depósitos en pesos crecieron un 80,3% interanual, impulsados por el incremento de tasas de interés y la necesidad de absorción monetaria (BCRA, diciembre 2022, p. 60). En particular, los depósitos a plazo fijo mostraron un crecimiento interanual del 98,7%, favorecidos por las sucesivas subas de tasas de interés dispuestas por el BCRA, que llevaron la tasa mínima garantizada para personas al 75% nominal anual (107% efectiva anual) en septiembre de 2022. Esta política buscó sostener el atractivo del ahorro en pesos en un contexto de inflación acelerada, que cerró el año en 94,8% (BCRA, septiembre 2022, p. 70). El segundo semestre de 2022 mostró un crecimiento en los plazos fijos, impulsado por las sucesivas subas en las tasas de interés de referencia. La participación de los depósitos UVA también aumentó moderadamente, reflejando una mayor preferencia por instrumentos ajustados por inflación (BCRA, diciembre 2022, p. 88). Por otro lado, los depósitos en dólares continuaron en descenso, con una caída interanual del 10,5%, ubicándose en USD 14.800 millones al cierre de 2022. Esta disminución estuvo asociada a la persistencia del cepo cambiario, la incertidumbre macroeconómica y las restricciones a la compra de divisas (BCRA, diciembre 2022, p. 60).

En 2023, por un lado, los depósitos en pesos registraron un crecimiento del 67,2% interanual, impulsados por las altas tasas de interés y la búsqueda de cobertura frente a la inflación (BCRA, octubre 2023, p. 5). En particular, los depósitos a plazo fijo aumentaron un 80,5% interanual, alcanzando un saldo de 13,4 billones en diciembre de 2023, favorecidos por los sucesivos incrementos en la tasa de interés de referencia, que llegó al 118% nominal anual (209,4% efectiva anual) en octubre (BCRA, octubre 2023, p. 5). Además, los depósitos UVA crecieron 95,1%, reflejando el mayor interés por instrumentos ajustados por inflación (BCRA, julio 2023, p. 5). Por otro lado, los depósitos en dólares siguieron disminuyendo, registrando una caída del 11,7% interanual, ubicándose en USD 14.600 millones al cierre del año. Esta reducción se debió a las restricciones cambiarias, la incertidumbre política y el incremento en la demanda de activos en moneda extranjera como refugio ante la volatilidad del mercado financiero local (BCRA, octubre 2023, p. 5). El último trimestre de 2023 mostró una recuperación en los depósitos a plazo fijo, impulsada por la estabilidad de las tasas de interés y una mayor confianza en el sistema financiero. En este contexto, los depósitos UVA continuaron ganando participación, aunque la mayor parte de las colocaciones siguió realizándose en pesos (BCRA, octubre 2023, p. 5).

7 Sector público incluyendo financiamiento indirecto

7.1 Introducción a la intervención en el mercado secundario

Durante 2023, la política monetaria y cambiaria implementada en los años previos, desembocó en un escenario de inestabilidad macroeconómica y estanflación. Este panorama estuvo marcado por desequilibrios fiscales y externos, una reducción de las reservas internacionales netas, una menor intermediación financiera y fuertes distorsiones en los precios relativos. Además, se implementaron regulaciones destinadas a contener y posponer los efectos inflacionarios del financiamiento monetario del déficit fiscal (BCRA, 2023).

El deterioro de la situación económica se vio agravado por factores climáticos y políticos. La intensa sequía y el período electoral de 2023 profundizaron la crisis económica, incrementando el déficit fiscal y limitando el acceso del gobierno al financiamiento soberano. Ante esta coyuntura, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) asumió un rol clave en la provisión de recursos. En el ámbito del financiamiento directo, se otorgaron adelantos transitorios y se realizó el giro de

utilidades. Paralelamente, el Tesoro Nacional logró refinanciar el pago de capital e intereses de los instrumentos de mercado gracias a la intervención del BCRA en el mercado secundario, un mecanismo conocido como monetización fiscal indirecta (BCRA, 2023).

Sin embargo, el ambicioso plan de financiamiento gubernamental encontró dificultades en el mercado financiero. La reducción de los plazos promedio y el incremento de las presiones de refinanciación, sumados a la incertidumbre política, aumentaron las tensiones en los mercados, lo que obligó al BCRA a intervenir. Como resultado, gran parte de las necesidades de financiamiento del gobierno fueron cubiertas por el Banco Central, ya sea de manera directa o mediante la compra de bonos en el mercado secundario para sostener las subastas (Fondo Monetario Internacional, 2025).

El financiamiento a través del BCRA no estuvo exento de costos significativos. La entidad logró mantener tasas de interés reales positivas, pero esto impactó negativamente en su balance y credibilidad. En 2022, las compras netas de valores gubernamentales en el mercado secundario representaron el 2,3% del PIB, mientras que en 2023 ascendieron al 4,2%. Si bien estas intervenciones permitieron asegurar subastas exitosas y cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno, también debilitaron la confianza en el Banco Central. La reiterada adquisición de bonos a gran escala alimentó las expectativas de inflación y devaluación, al tiempo que los costos asociados deterioraron aún más la credibilidad del marco de política monetaria y la estabilidad del régimen cambiario (Fondo Monetario Internacional, 2025).

Para mitigar los efectos de la expansión monetaria destinada a financiar al Tesoro Nacional, el BCRA implementó la emisión de pasivos remunerados. No obstante, estos pasivos continuaron aumentando de manera endógena como consecuencia del impacto de la tasa de interés. En particular, las dificultades del gobierno para obtener financiamiento de fuentes privadas llevaron al BCRA a incrementar la compra de bonos en el mercado secundario, especialmente en 2023. Estas adquisiciones fueron esterilizadas a través de la emisión de títulos del BCRA (LELIQ), cuyo stock creció progresivamente hasta representar el 16,4% del PIB en dicho año (Fondo Monetario Internacional, 2025).

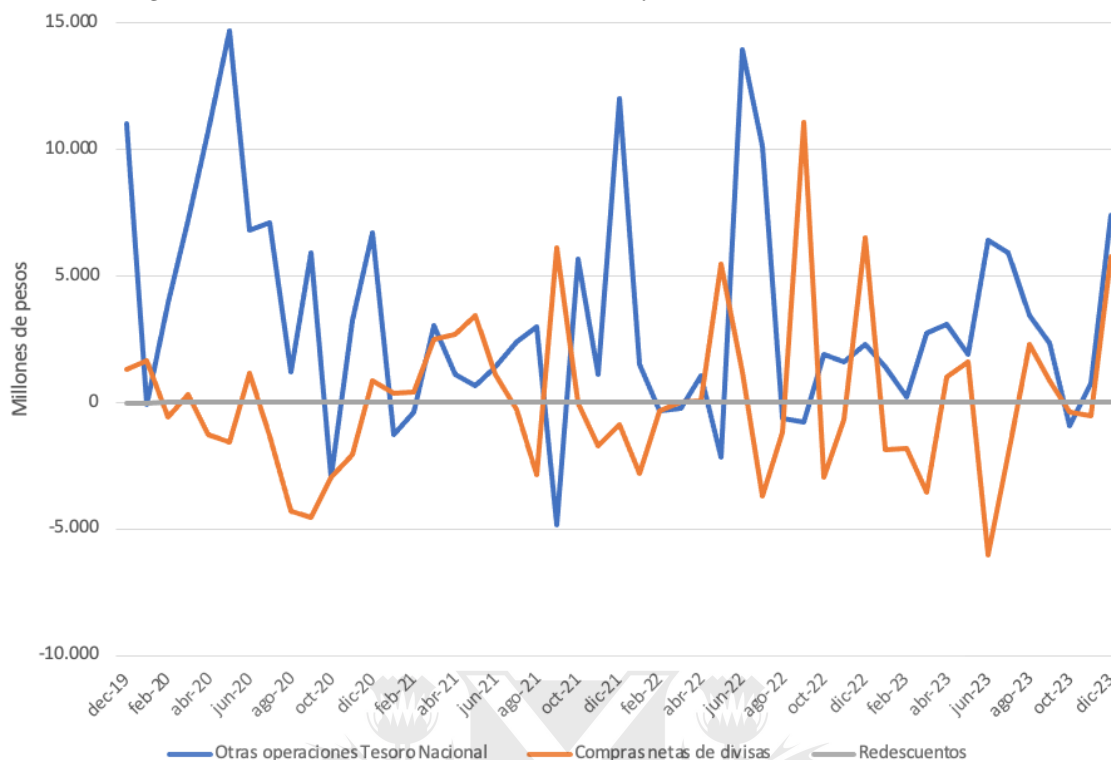
En conclusión, el uso intensivo del BCRA como fuente de financiamiento permitió al gobierno cubrir sus necesidades inmediatas, pero a costa de una mayor fragilidad macroeconómica. La combinación de emisión monetaria, intervención en el mercado secundario y creciente esterilización mediante pasivos remunerados terminó exacerbando las distorsiones existentes, comprometiendo la estabilidad financiera y alimentando expectativas inflacionarias.

7.2 Análisis incluyendo bonos

En esta sección, se realizó una representación gráfica de los flujos mensuales reales de los tres componentes de la creación de base monetaria mencionados en la Sección 4 (término Df^*/Px del modelo) incluyendo los bonos (a la columna de adelantos transitorios y transferencias de utilidades se les sumó la columna “Otros”¹⁷ de la pestaña Base Monetaria del archivo “Series Históricas Diarias”). Utilizamos la columna “Otros” como proxy que nos permite incluir los bonos en nuestro análisis. Los valores utilizados para este análisis están en las columnas 2, 4 y 6 de la Tabla 9.

¹⁷El BCRA define esta serie como: variación de la base monetaria asociada a cualquier otro factor no incluido en los rubros anteriores. Entre ellos, se incluyen las operaciones de compra / venta de títulos públicos en cartera del BCRA, gastos generales y el efecto monetario de las operaciones de futuros de divisas realizadas por el BCRA.

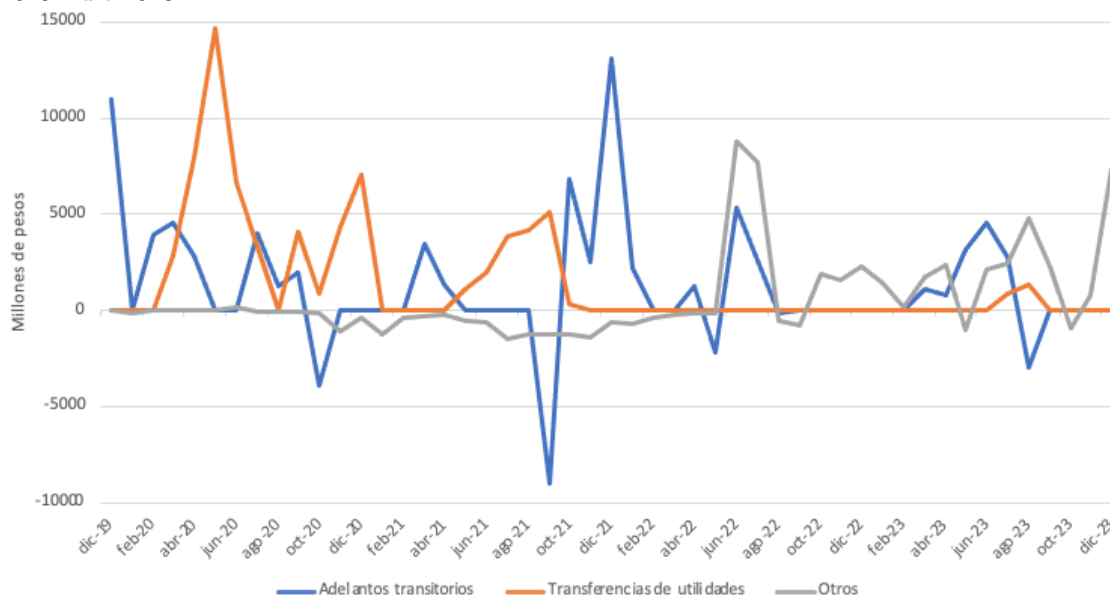
Figure 20: Variación mensual real DF* incluyendo bonos dic 2019 - dic 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Vemos que “Otras operaciones del Tesoro Nacional” muestran picos más pronunciados que en la Figura 1; es decir, al incluir los bonos aumenta dicho factor. Tal como dijimos en la sección 4, el financiamiento directo proporcionado por el BCRA al gobierno se materializa a través de transferencias de utilidades y adelantos transitorios. A su vez, el financiamiento indirecto se realiza a través de bonos. En Argentina ha sido una estrategia utilizada por el gobierno para obtener recursos en los mercados financieros, permitiendo a los inversores adquirir títulos emitidos por el Estado (Observatorio Argentina, 2018). Análogamente, Dopazo (2013) también afirma que Argentina ha recurrido a los bonos como una vía de financiamiento indirecto para sortear restricciones fiscales y acceder a liquidez sin depender exclusivamente de la emisión monetaria, permitiendo así a distintos niveles de gobierno obtener recursos en los mercados financieros. A continuación, se presentan los cambios ajustados por inflación (en términos reales) pero añadiendo a nuestro análisis el sector público incluyendo financiamiento indirecto (vía bonos) con el nombre de “otros”. Estos valores se encuentran en las columnas 2, 4 y 6 de la Tabla 10.

Figure 21: Variación mensual real adelantos transitorios, transferencias de utilidades y otros dic 2019 - dic 2023

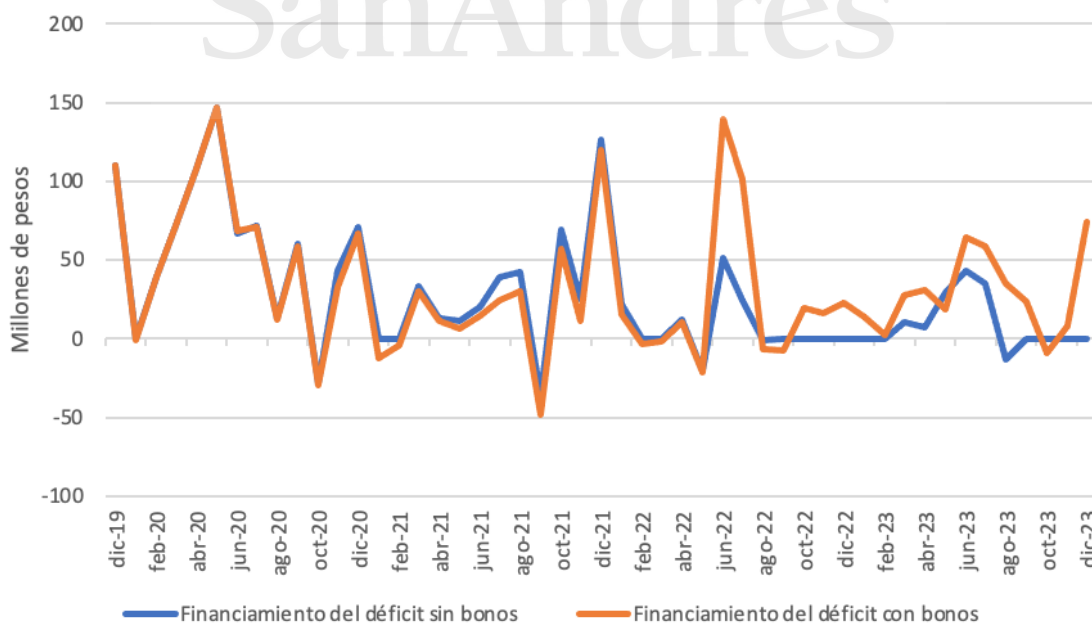


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Vemos a través de la Figura 21 que en momentos de mayor presión fiscal, se observa un incremento significativo en los adelantos transitorios. En la Figura 5 teníamos que en 2023 los valores estaban cercanos a cero pero como ahora le agregamos la vía indirecta de financiamiento del BCRA al gobierno (bonos), representada por la línea gris, es evidente su influencia a lo largo del período.

En la figura 22 se graficaron la columna 3 y 10 de la tabla 8. La línea azul muestra el financiamiento del déficit, sin considerar financiamiento vía bonos. La segunda línea (naranja) incluye la emisión de bonos en el financiamiento del déficit, permitiendo ver cómo la deuda pública amplía el impacto real del déficit.

Figure 22: Financiamiento del Déficit fiscal (con y sin la inclusión de bonos)



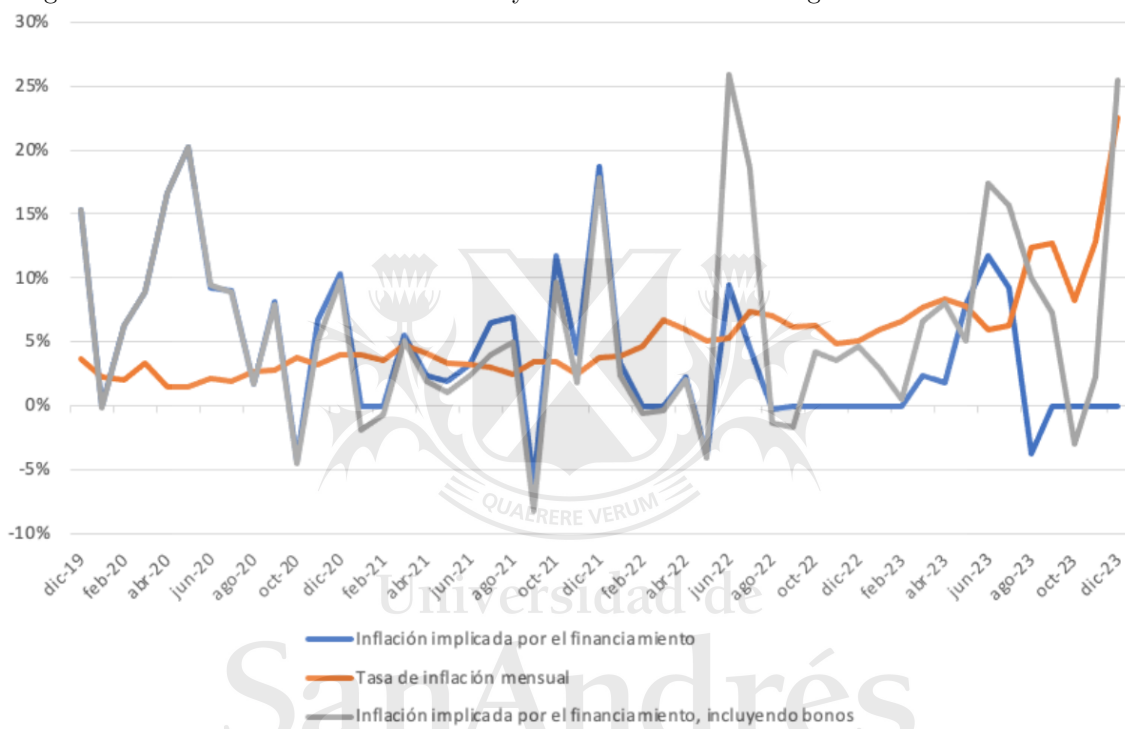
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

La diferencia entre ambas líneas resalta el peso del financiamiento mediante bonos en ciertos períodos. En momentos de crisis o expansión del gasto, la emisión de bonos contribuyó significati-

vamente al déficit total. En muchos momentos, el financiamiento del déficit fiscal sin bonos (línea azul) es cercano a cero o positivo, pero el financiamiento del déficit con bonos (línea naranja) se mantiene en valores altos. Esto sugiere que el uso de deuda ha sido un factor clave en la política fiscal, permitiendo mantener niveles de gasto elevados sin recurrir exclusivamente a la emisión monetaria.

En la figura 23 se graficaron las columnas 4, 9 y 12 de la tabla 8. El gráfico muestra tres series, la primera es la inflación implícita por el financiamiento (línea azul) representa el impacto en la inflación del financiamiento del déficit fiscal sin considerar bonos. La segunda es la tasa de inflación mensual (línea naranja) que refleja la inflación real observada mes a mes. Por último, la inflación implícita por el financiamiento, incluyendo bonos (línea gris).

Figure 23: Relación entre Financiamiento y Tasa de Inflación en Argentina dic 2019 - dic 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

La línea gris, que incluye la emisión de bonos en el cálculo del financiamiento del déficit, presenta valores más elevados y más volátiles que la serie azul. Esto indica que cuando se considera la deuda emitida, el impacto inflacionario estimado es mayor, especialmente en picos como principios de 2020, mediados de 2022 y finales de 2023. En algunos períodos, la inflación implícita por financiamiento (línea azul) es cercana a cero o negativa, pero la línea gris sigue siendo positiva. Esto sugiere que, aunque el financiamiento directo vía emisión monetaria pudo haber sido bajo en ciertos meses, la emisión de bonos contribuyó significativamente a la expansión monetaria y a la inflación. Lo que nos sugiere esta figura es que, el financiamiento del déficit fiscal vía emisión o bonos tuvo un impacto significativo en la inflación, pero con variabilidad a lo largo del tiempo. La principal conclusión es que el financiamiento vía bonos amplificó las presiones inflacionarias en ciertos períodos, lo que sugiere que la política de emisión de deuda no logró contener la expansión monetaria. A partir de 2022, la correlación entre la inflación implícita por financiamiento y la inflación real se hace más evidente, lo que indica que la absorción de liquidez por parte del BCRA fue menos efectiva para contener la inflación.

8 Conclusión

Esta tesis analizó los principales factores que impulsaron la inflación en Argentina entre 2019 y 2023, un período marcado por fuertes desafíos económicos y políticos. A lo largo de este trabajo, exploramos cómo cinco elementos clave - el financiamiento del Banco Central al Tesoro, las intervenciones en el mercado cambiario, la remuneración de los pasivos del BCRA, el uso de los depósitos bancarios para financiar al Banco Central y la evolución del sistema financiero - fueron moldeando el proceso inflacionario y afectando la estabilidad económica del país.

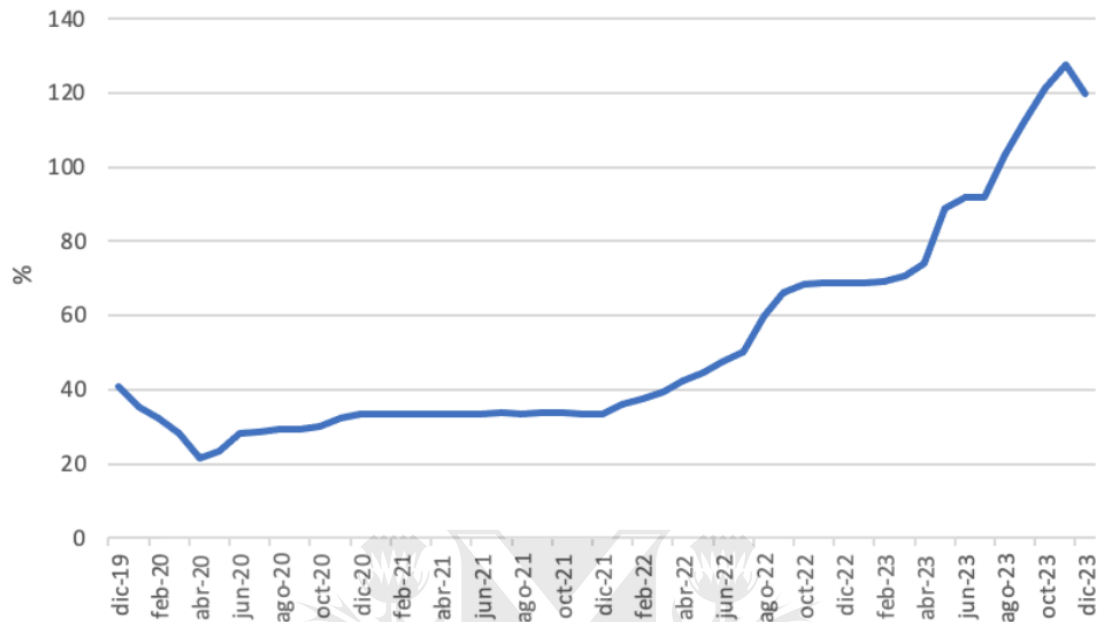
Los resultados muestran que la emisión monetaria para financiar el déficit fiscal fue el principal motor de la inflación. Aunque en algunos momentos se intentó recurrir a mecanismos alternativos, como la emisión de deuda, la asistencia del BCRA al Tesoro siguió siendo una fuente clave de financiamiento, lo que generó una constante presión sobre los precios. Las intervenciones cambiarias, por su parte, también jugaron un rol importante: cada compra de divisas inyectaba más pesos en la economía, y cada venta de reservas buscaba contener una crisis que, en muchas ocasiones, ya estaba en marcha.

Los pasivos remunerados del BCRA, como las LELIQ y los pases, fueron una herramienta útil en ciertos momentos para absorber la liquidez excedente. Sin embargo, su creciente costo en intereses terminó debilitando la capacidad del Banco Central para mantener el control sobre la inflación. Por otro lado, la proporción de depósitos bancarios destinados a financiar al BCRA funcionó a veces como un freno a la expansión monetaria, pero en otros momentos reflejó la incertidumbre y la falta de confianza en el peso. Finalmente, la evolución de los depósitos en el sistema financiero mostró un patrón similar: cuando crecían, ayudaban a absorber parte de la inflación, pero cuando disminuían, reforzaban las presiones inflacionarias al debilitar la demanda de dinero.

En definitiva, la inflación en Argentina durante este período no fue el resultado de una sola causa, sino de un entramado de decisiones y circunstancias que se retroalimentaron entre sí. La dependencia del financiamiento monetario del déficit, las intervenciones cambiarias constantes, el peso creciente de los pasivos remunerados y las oscilaciones en la confianza del sistema financiero construyeron un escenario en el que la inflación se mantuvo elevada a pesar de los intentos por controlarla. Este análisis pone en evidencia la necesidad de coordinar mejor la política fiscal y monetaria, evitando que la emisión de dinero siga siendo la solución de corto plazo a problemas estructurales. Sin cambios de fondo en la manera en que se gestiona la política económica, la estabilidad seguirá siendo un desafío difícil de alcanzar.

9 Apéndice

Figure 24: Tasa de interés por depósitos a plazo fijo de 30 a 59 días de plazo (promedio mensual en % n.a.)



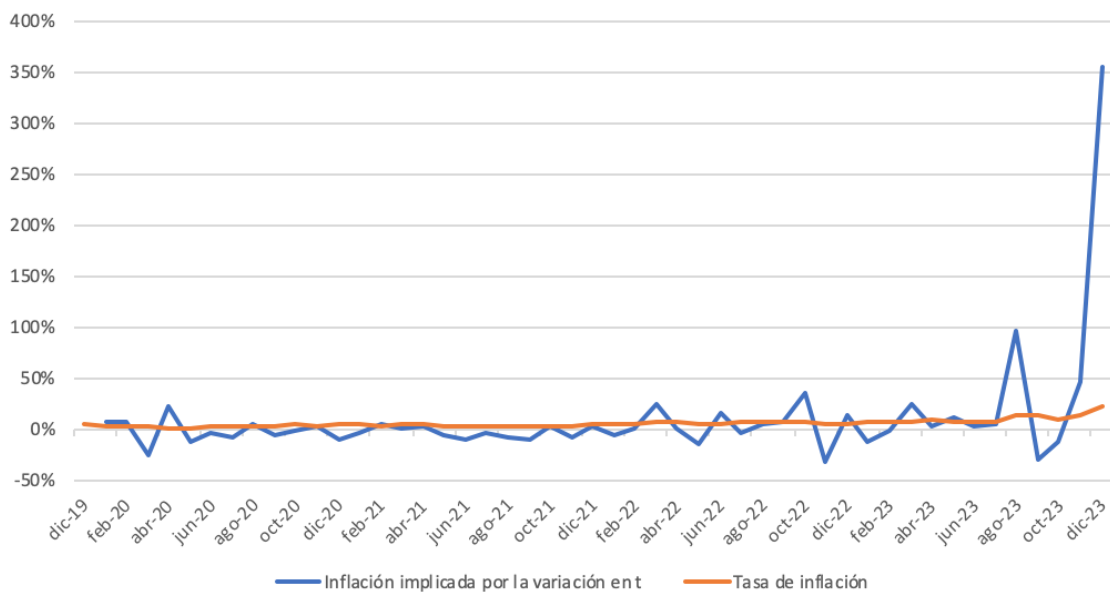
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Figure 25: Producto entre la variación en τ y el stock de depósitos reales



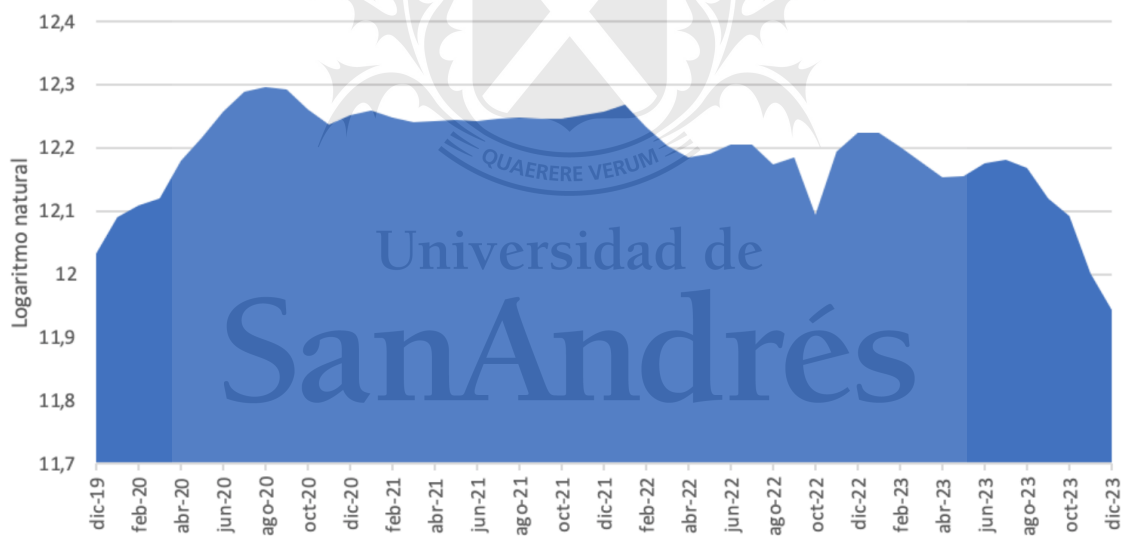
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Figure 26: Variación porcentual de los precios implicada por la variación en τ dic 2019 - dic 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

Figure 27: Logaritmo natural de los depósitos totales en términos reales



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BCRA

9.1 Tablas

Table 1: IPC y base monetaria

Fecha	IPC	Base monetaria (millones de \$)	Base monetaria real
dec-19	2641.00	1895381	717.68
ene-20	2700.50	1708871	632.80
feb-20	2754.88	1716134	628.10
mar-20	2846.99	2292083	805.09
abr-20	2889.59	1867128	646.16
may-20	2934.17	2131292	721.50
jun-20	3000.00	2164501	721.50
jul-20	3058.03	2248900	794.27
ago-20	3140.60	2287225	728.28
sep-20	3229.65	2393695	741.16
oct-20	3351.12	2225601	663.98
nov-20	3457.00	2227275	644.28
dic-20	3595.47	2470260	687.05
ene-21	3741.05	2481310	663.26
feb-21	3874.78	2408886	621.68
mar-21	4061.19	2432295	598.91
abr-21	4226.90	2370115	560.72
may-21	4367.36	2517197	576.37
jun-21	4506.00	2735557	607.09
jul-21	4641.05	2783078	599.67
ago-21	4755.61	2866832	602.83
sep-21	4924.29	2940337	597.11
oct-21	5097.44	3009289	590.35
nov-21	5226.37	3136142	600.06
dic-21	5427.07	3654036	673.30
ene-22	5637.40	3631047	644.10
feb-22	5902.04	3672002	622.16
mar-22	6299.18	3513786	557.82
abr-22	6680.11	3509534	525.37
may-22	7017.47	3767808	536.92
jun-22	7389.06	3981921	538.89
jul-22	7936.31	4316999	543.96
ago-22	8489.50	4191384	493.71
sep-22	9012.92	4099049	454.80
oct-22	9585.00	4298889	448.50
nov-22	10056.21	4507746	448.25
dic-22	10571.55	5203752	492.24
ene-23	11208.79	5316722	474.33
feb-23	11951.68	5219965	436.75
mar-23	12869.00	5369482	417.24
abr-23	13950.34	5366598	384.69
may-23	15034.67	5766415	370.90
jun-23	15929.36	5885739	369.49
jul-23	16940.05	6392700	377.37
ago-23	19047.67	6621931	347.65
sep-23	21476.20	6828209	317.94
oct-23	23259.10	7237355	311.16
nov-23	26238.75	8979533	292.65
dic-23	32926.63	9370932	291.85

Table 2: Variaciones mensuales nominales y reales DF*. Cifras en millones de pesos

Fecha	Otras operaciones Tesoro Nacional Nominal	Otras operaciones Tesoro Nacional Real	Compras netas de divisas Nominal	Compras netas de divisas Real	Redescuentos Nominal	Redescuentos Real
dec-19	290.999	10.981	34.757	1316	-2	0
ene-20	0	0	45.023	1667	-2	0
feb-20	107.000	3.884	-15.647	-568	0	0
mar-20	205.000	7.179	8.606	302	0	0
abr-20	310.000	10.736	-36.631	-1268	0	0
may-20	430.000	14.671	-46.076	-1570	0	0
jun-20	200.000	6.667	34.302	1143	0	0
jul-20	220.000	7.194	-40.535	-1326	0	0
ago-20	40.000	7.501	-134.656	-4288	0	0
sep-20	193.500	0	-146.839	-4547	0	0
oct-20	-95.780	-2.858	-99.521	-2970	0	0
nov-20	150.000	6.902	-71.273	-2062	0	0
dic-20	254.982	7.092	30.061	836	0	0
ene-21	0	0	12.975	347	0	0
feb-21	0	0	16.045	414	0	0
mar-21	135.000	3.324	100.754	2481	0	0
abr-21	55.000	1.301	113.221	2679	0	0
may-21	50.000	1.145	149.898	3432	0	0
jun-21	90.000	1.997	49.258	1093	0	0
jul-21	180.000	3.878	-12.634	-272	0	0
ago-21	200.000	4.206	-136.000	-2860	0	0
sep-21	-177.401	-3.603	301.731	6127	0	0
oct-21	352.712	6.919	-617	-12	0	0
nov-21	130.000	2.487	-90.267	-1727	0	0
dic-21	685.000	12.622	-48.324	-890	0	0
ene-22	122.000	2.164	-158.023	-2803	0	0
feb-22	0	0	-20.108	-341	0	0
mar-22	0	0	2.307	37	0	0
abr-22	80.000	1.198	3.276	49	0	0
may-22	-143.949	-2.051	384.704	5482	0	0
jun-22	377.000	5.102	88.533	1198	0	0
jul-22	195.000	2.457	-292.695	-3688	0	0
ago-22	-10.000	-118	-98.434	-1159	0	0
sep-22	0	0	996.138	11052	0	0
oct-22	0	0	-282.199	-2944	0	0
nov-22	0	0	-68.559	-682	0	0
dic-22	0	0	689.213	6520	0	0
ene-23	0	0	-207.335	-1850	0	0
feb-23	0	0	-219.578	-1837	0	0
mar-23	130.000	1.010	-458.844	-3565	0	0
abr-23	100.000	717	143.553	1029	0	0
may-23	440.000	2.927	241.296	1605	0	0
jun-23	688.000	4.319	-958.073	-6015	0	0
jul-23	590.000	3.483	-352.859	-2083	0	0
ago-23	-250.000	-1.312	436.468	2291	0	0
sep-23	0	0	183.009	852	0	0
oct-23	0	0	-90.380	-389	0	0
nov-23	0	0	-134.762	-514	0	0
dic-23	0	0	1.898.873	5768	0	0

San Andrés

Table 3: Variaciones mensuales nominales y reales del financiamiento al Tesoro y de las compras netas de divisas (millones de pesos).

Fecha	Otras operaciones del Tesoro Nacional				Compras netas de divisas			
	Adelantos Transitorios		Transf. de Utilidades		Al sector privado		Al sector público	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
dic-19	290.000	10.981	0	0	67.035	2.538	-32.278	-1.222
ene-20	0	0,00	0	0	46.814	1.734	-1.791	-66
feb-20	107.000	3962,23	0	0	-15.647	-568	0	0
mar-20	125.000	4537,41	80.000	2810	8.606	302	0	0
abr-20	80.000	2809,99	230.000	7960	-36.631	-1268	0	0
may-20	0	0,00	430.000	14655	-46.076	-1570	0	0
jun-20	0	0,00	200.000	6667	46.402	1547	-12.100	-403
jul-20	120.000	4000,00	100.000	3270	-40.535	-1326	0	0
ago-20	40.000	1308,03	0	0	-93.656	-2982	-41.000	-1305
sep-20	61.500	1958,23	132.000	4087	-121.339	-3757	-25.500	-790
oct-20	-125.780	-3894,54	30.000	895	-84.521	-2522	-15.000	-448
nov-20	0	0,00	150.000	4339	-26.273	-760	-45.000	-1302
dic-20	0	0,00	254.982	7092	50.681	1410	-20.620	-573
ene-21	0	0,00	0	0	12.975	347	0	0
feb-21	0	0,00	0	0	56.045	1446	-40.000	-1032
mar-21	135.000	3484,07	0	0	133.954	3298	-33.200	-817
abr-21	55.000	1354,28	0	0	127.221	3010	-14.000	-331
may-21	0	0,00	50.000	1145	196.398	4497	-46.500	-1065
jun-21	0	0,00	90.000	1997	69.258	1537	-20.000	-444
jul-21	0	0,00	180.000	3878	68.366	1473	-81.000	-1745
ago-21	0	0,00	200.000	4206	-84.000	-1766	-52.000	-1093
sep-21	-427.401	-8987,29	250.000	5077	-94.170	-1912	395.901	8040
oct-21	335.000	6803,02	17.712	347	20.383	400	-21.000	-412
nov-21	130.000	2550,30	0	0	-90.267	-1727	0	0
dic-21	685.000	13106,60	0	0	-48.324	-890	0	0
ene-22	122.000	2247,99	0	0	-14.523	-258	-143.500	-2545
feb-22	0	0,00	0	0	-20.108	-341	0	0
mar-22	0	0,00	0	0	29.307	465	-27.000	-429
abr-22	80.000	1270,01	0	0	18.276	274	-15.000	-225
ene-22	122.000	2247,99	0	0	-14.523	-258	-143.500	-2545
feb-22	0	0,00	0	0	-20.108	-341	0	0
mar-22	0	0,00	0	0	29.307	465	-27.000	-429
abr-22	80.000	1270,01	0	0	18.276	274	-15.000	-225
may-22	-143.949	-2154,89	0	0	91.255	1300	293.449	4182
jun-22	377.000	5372,31	0	0	119.533	1618	-31.000	-420
jul-22	195.000	2639,04	0	0	-164.095	-2068	-128.600	-1620
ago-22	-10.000	-126,00	0	0	-67.934	-800	-30.500	-359
sep-22	0	0,00	0	0	1.135.338	12597	-139.200	-1544
oct-22	0	0,00	0	0	-68.199	-712	-214.000	-2233
nov-22	0	0,00	0	0	-68.559	-682	0	0
dic-22	0	0,00	0	0	488.984	4625	200.229	1894
ene-23	0	0,00	0	0	-32.335	-288	-175.000	-1561
feb-23	0	0,00	0	0	-169.578	-1419	-50.000	-418
mar-23	130.000	1087,71	0	0	-391.844	-3045	-67.000	-521
abr-23	100.000	777,06	0	0	143.553	1029	0	0
may-23	440.000	3154,04	0	0	413.496	2750	-172.200	-1145
jun-23	688.000	4576,09	0	0	-206.716	-1298	-751.357	-4717
jul-23	440.000	2762,20	150.000	885	-40.859	-241	-312.000	-1842
ago-23	-500.000	-2951,58	250.000	1312	514.078	2699	-77.610	-407
sep-23	0	0,00	0	0	183.009	852	0	0
oct-23	0	0,00	0	0	-90.380	-389	0	0
nov-23	0	0,00	0	0	126.012	480	-260.774	-994
dic-23	0	0,00	0	0	2.017.873	6130	-119.000	-361

Table 4: Estimación tasa de interés nominal anual que paga el BCRA por sus pasivos como promedio ponderado diario.

Muestra enero y febrero 2020

Fecha	Stock pasivos pasivos	Tasa de interés pasivos pasivos a 1 día (n.a.)	LEBAC + NOBAC + LEGAR + LENIM	LELIQ y NOTALIQ	Tasa LEBAC/LELIQ	TOTAL: LEBAC + LELIQ + LEGAR + LENIM + NOBAC + pasivos pasivos	Share pasivos pasivos	Share letras	Tasa n.a. como promedio ponderado diario
2-ene-20	470.013	48,13	0	761.689	55	1.231.702	38,16%	61,84%	52,38
3-ene-20	524.925	48,13	0	763.029	55	1.287.954	40,76%	59,24%	52,20
6-ene-20	633.044	48,13	0	764.862	55	1.397.906	45,29%	54,71%	51,89
7-ene-20	680.111	48,13	0	766.838	55	1.446.949	47,00%	53,00%	51,77
8-ene-20	727.163	48,13	0	768.203	55	1.495.366	48,63%	51,37%	51,66
9-ene-20	748.656	48,13	0	769.723	55	1.518.379	49,31%	50,69%	51,61
10-ene-20	777.494	45,5	0	771.003	52	1.548.497	50,21%	49,79%	48,74
13-ene-20	754.874	45,5	0	772.755	52	1.527.629	49,41%	50,59%	48,79
14-ene-20	769.119	45,5	0	774.643	52	1.543.762	49,82%	50,18%	48,76
15-ene-20	791.779	45,5	0	775.947	52	1.567.726	50,50%	49,50%	48,72
16-ene-20	798.715	45,5	0	777.399	52	1.576.114	50,68%	49,32%	48,71
17-ene-20	814.462	43,75	0	778.643	50	1.593.105	51,12%	48,88%	46,80
20-ene-20	774.965	43,75	0	780.344	50	1.555.309	49,83%	50,17%	46,89
21-ene-20	190.990	43,75	0	1.289.165	50	1.480.155	12,90%	87,10%	49,19
22-ene-20	337.177	43,75	0	1.157.081	50	1.494.258	22,56%	77,44%	48,59
23-ene-20	41.709	43,75	0	1.571.873	50	1.613.582	2,58%	97,42%	49,84
24-ene-20	90.141	43,75	0	1.440.958	50	1.531.099	5,89%	94,11%	49,63
27-ene-20	30.961	25	0	1.261.870	50	1.292.831	2,39%	97,61%	49,40
28-ene-20	8.972	25	0	1.413.907	50	1.422.879	0,63%	99,37%	49,84
29-ene-20	47.867	25	0	1.413.907	50	1.461.774	3,27%	96,73%	49,18
30-ene-20	50.505	25	0	1.472.838	50	1.523.343	3,32%	96,68%	49,17
31-ene-20	36.086	25	0	1.472.838	50	1.508.924	2,39%	97,61%	49,40
3-feb-20	5.595	25	0	1.472.838	50	1.478.433	0,38%	99,62%	49,91
4-feb-20	4.551	24	0	1.403.625	48	1.408.176	0,32%	99,68%	47,92
5-feb-20	4.439	24	0	1.403.625	48	1.408.064	0,32%	99,68%	47,92
6-feb-20	3.805	24	0	1.341.272	48	1.345.077	0,28%	99,72%	47,93
7-feb-20	2.744	24	0	1.341.272	48	1.344.016	0,20%	99,80%	47,95
10-feb-20	4.025	24	0	1.341.272	48	1.345.297	0,30%	99,70%	47,93
11-feb-20	3.880	24	0	1.320.868	48	1.324.748	0,29%	99,71%	47,93
12-feb-20	3.661	24	0	1.320.868	48	1.324.529	0,28%	99,72%	47,93
13-feb-20	2.672	24	0	1.317.678	48	1.320.350	0,20%	99,80%	47,95
14-feb-20	5.659	24	0	1.317.678	48	1.323.337	0,43%	99,57%	47,90
17-feb-20	2.338	24	0	1.317.678	48	1.320.016	0,18%	99,82%	47,96
18-feb-20	4.060	22	0	1.345.641	44	1.349.701	0,30%	99,70%	43,93
19-feb-20	2.825	22	0	1.345.641	44	1.348.466	0,21%	99,79%	43,95
20-feb-20	4.317	20	0	1.434.840	40	1.439.157	0,30%	99,70%	39,94
21-feb-20	40.675	20	0	1.434.840	40	1.475.515	2,76%	97,24%	39,45
26-feb-20	42.607	20	0	1.506.462	40	1.549.069	2,75%	97,25%	39,45
27-feb-20	57.531	20	0	1.589.614	40	1.647.145	3,49%	96,51%	39,30
28-feb-20	67.202	20	0	1.589.614	40	1.656.816	4,06%	95,94%	39,19

Table 5: Estimación tasa de interés real mensual que paga el BCRA por sus pasivos remunerados. Cifras en millones de pesos.

Fecha	Var. intereses, primas y remun. Ctas. Ctes Nom.	Var. intereses, primas y remun. Ctas. Ctes Real	Tasa de interés n. a. prom. mensual (%)	iL: Tasa de interés nominal mensual (%)	Tasa de inflación mensual (%)	$r_L = \frac{i_L - \pi}{1 + \pi}$	t* depós. reales (mill.)	Remun. real pasivos remun. (mill.)
dic-19	52.130	1.973,87	58,52%	4,88%	3,70%	1,13%	141.224,91	1.602,46
ene-20	55.181	2.043,36	49,69%	4,14%	2,30%	1,80%	154.021,39	2.771,43
feb-20	36.006	1.306,99	45,25%	3,77%	2,00%	1,74%	160.736,80	2.790,20
mar-20	52.977	1.860,81	38,43%	3,20%	3,30%	-0,09%	141.533,39	-133,27
abr-20	55.623	1.924,94	32,96%	2,75%	1,50%	1,23%	164.078,91	2.015,64
may-20	41.918	1.428,61	31,61%	2,63%	1,50%	1,12%	160.687,51	1.795,32
jun-20	59.170	1.972,33	33,10%	2,76%	2,20%	0,55%	163.701,66	893,70
jul-20	62.314	2.037,72	32,55%	2,71%	1,90%	0,80%	162.529,59	1.295,92
ago-20	58.225	1.853,95	32,95%	2,75%	2,70%	0,04%	166.725,96	73,98
sep-20	74.265	2.299,48	32,73%	2,73%	2,80%	-0,07%	162.509,36	-114,01
oct-20	75.948	2.266,35	33,88%	2,82%	3,80%	-0,94%	156.474,45	-1.472,21
nov-20	67.077	1.940,32	35,12%	2,93%	3,20%	-0,26%	155.118,61	-410,31
dic-20	82.856	2.304,45	35,60%	2,97%	4,00%	-0,99%	150.095,67	-1.491,53
ene-21	83.115	2.221,70	35,79%	2,98%	4,00%	-0,98%	149.435,56	-1.461,94
feb-21	75.893	1.958,64	35,93%	2,99%	3,60%	-0,58%	151.183,59	-883,90
mar-21	102.056	2.512,96	35,70%	2,98%	4,80%	-1,74%	150.929,73	-2.627,99
abr-21	94.797	2.242,71	35,58%	2,96%	4,10%	-1,09%	152.327,01	-1.660,92
may-21	104.520	2.393,21	35,44%	2,95%	3,30%	-0,34%	149.531,54	-502,31
jun-21	111.921	2.483,82	35,40%	2,95%	3,20%	-0,24%	142.911,03	-346,02
jul-21	117.319	2527,85	35,22%	2,93%	3,00%	-0,06%	140.651,97	-88,85
ago-21	124.569	2619,41	35,15%	2,93%	2,50%	0,42%	136.033,82	569,12
sep-21	130.135	2642,72	35,08%	2,92%	3,50%	-0,56%	128.948,75	-718,38
oct-21	118.032	2315,52	35,05%	2,92%	3,50%	-0,56%	130.826,03	-732,35
nov-21	138.778	2655,34	34,94%	2,91%	2,50%	0,40%	126.657,94	508,33
dic-21	144.920	2670,32	34,87%	2,91%	3,80%	-0,86%	128.756,06	-1109,65
ene-22	116.077	2059,05	36,82%	3,07%	3,90%	-0,80%	126.067,48	-1009,13
feb-22	118.000	1999,31	39,24%	3,27%	4,70%	-1,37%	121.358,62	-1657,38
mar-22	147.769	2345,85	41,90%	3,49%	6,70%	-3,01%	131.671,97	-3958,96
abr-22	123.949	1855,49	44,76%	3,73%	6,00%	-2,14%	129.866,66	-2781,11
may-22	168.634	2403,06	47,07%	3,92%	5,10%	-1,12%	122.905,63	-1376,75
jun-22	183.590	2484,62	49,15%	4,10%	5,30%	-1,14%	133.347,53	-1524,47
jul-22	263.119	3315,38	51,49%	4,29%	7,40%	-2,89%	131.410,83	-3804,22
ago-22	344.559	4058,65	65,38%	5,45%	7,00%	-1,45%	130.118,22	-1887,34
sep-22	408.774	4535,42	71,71%	5,98%	6,20%	-0,21%	135.366,85	-285,54
oct-22	438.967	4579,73	74,18%	6,18%	6,30%	-0,11%	139.287,17	-155,10
nov-22	510.021	5071,70	74,11%	6,18%	4,90%	1,22%	139.741,84	1699,37
dic-22	562.822	5323,93	74,00%	6,17%	5,10%	1,01%	150.330,92	1525,60
ene-23	701.237	6256,13	74,17%	6,18%	6,00%	0,17%	144.485,23	246,33
feb-23	590.549	4941,14	74,33%	6,19%	6,60%	-0,38%	140.810,57	-535,81
mar-23	807.010	6270,96	75,42%	6,29%	7,70%	-1,31%	147.240,25	-1934,09
abr-23	696.008	4989,18	78,82%	6,57%	8,40%	-1,69%	144.681,07	-2444,17
may-23	939.459	6248,62	92,90%	7,74%	7,80%	-0,05%	148.824,95	-80,13
jun-23	1.140.197	7157,83	95,56%	7,96%	6,00%	1,85%	153.169,56	2837,13
jul-23	1.153.861	6811,44	95,61%	7,97%	6,30%	1,57%	156.140,48	2449,75
ago-23	1.613.478	8470,74	107,59%	8,97%	12,40%	-3,06%	187.179,43	-5719,35
sep-23	1.650.576	7685,60	116,04%	9,67%	12,70%	-2,69%	168.822,89	-4538,51
oct-23	2.201.133	9463,53	124,23%	10,35%	8,30%	1,90%	160.390,24	3039,69
nov-23	2.445.306	9319,45	129,78%	10,82%	12,80%	-1,76%	162.559,64	-2860,09
dic-23	2.388.644	7.255,77	110,26%	9,19%	22,50%	-10,87%	256.578,88	-27.882,05

Table 6: Estimación τ .

Fecha	S: Depósitos Nominal (mill.)	s: Depósitos Reales (mill.)	L en millones de \$	τ : L/S (%)	d τ (%)	d τ * s (mill.)
dic-19	4.442.788	168.224	3.729.750	84%		
ene-20	4.806.413	177.982	4.159.346	87%	3%	4.604
feb-20	4.997.321	181.399	4.428.101	89%	2%	3.759
mar-20	5.228.720	183.658	4.029.435	77%	-12%	-21.205
abr-20	5.631.317	194.883	4.741.212	84%	7%	13.895
may-20	5.932.482	202.186	4.714.847	79%	-5%	-9.540
jun-20	6.314.078	210.469	4.911.051	78%	-2%	-3.569
jul-20	6.640.940	217.164	4.970.198	75%	-3%	-6.379
ago-20	6.868.670	218.706	5.236.190	76%	1%	3.043
sep-20	7.043.800	218.098	5.248.482	75%	-2%	-3.753
oct-20	7.082.666	211.353	5.243.639	74%	0%	-1.009
nov-20	7.132.504	206.321	5.362.451	75%	1%	2.370
dic-20	7.521.755	209.201	5.396.649	72%	-3%	-7.188
ene-21	7.894.811	211.032	5.590.466	71%	-1%	-1.974
feb-21	8.075.968	208.424	5.858.037	73%	2%	3.595
mar-21	8.415.538	207.218	6.129.546	73%	0%	620
abr-21	8.761.465	207.279	6.438.711	73%	1%	1.353
may-21	9.081.447	207.939	6.530.580	72%	-2%	-3.281
jun-21	9.338.350	207.242	6.439.576	69%	-3%	-6.120
jul-21	9.656.754	208.073	6.527.728	68%	-1%	-2.832
ago-21	9.922.759	208654	6.469.243	65%	-2%	-5011
sep-21	10.244.178	208034	6.349.804	62%	-3%	-6681
oct-21	10.612.098	208185	6.668.774	63%	1%	1784
nov-21	10.932.550	209180	6.619.618	61%	-2%	-4794
dic-21	11.424.117	210503	6.987.676	61%	1%	1298
ene-22	11.990.517	212696	7.106.930	59%	-2%	-4030
feb-22	12.120.457	205360	7.162.636	59%	0%	-361
mar-22	12.558.072	199360	8.294.252	66%	7%	13859
abr-22	13.089.929	195954	8.675.235	66%	0%	445
may-22	13.807.591	196760	8.624.866	62%	-4%	-7495
jun-22	14.763.103	199797	9.853.130	67%	4%	8545
jul-22	15.855.766	199788	10.429.170	66%	-1%	-1931
ago-22	16.434.864	193591	11.046.382	67%	1%	2784
sep-22	17.662.617	195970	12.200.503	69%	2%	3649
oct-22	17.125.200	178667	13.350.675	78%	9%	15873
nov-22	19.881.971	197708	14.052.736	71%	-7%	-14390
dic-22	21.535.420	203711	15.892.314	74%	3%	6346
ene-22	11.990.517	212696	7.106.930	59%	-2%	-4030
feb-22	12.120.457	205360	7.162.636	59%	0%	-361
mar-22	12.558.072	199360	8.294.252	66%	7%	13859
abr-22	13.089.929	195954	8.675.235	66%	0%	445
may-22	13.807.591	196760	8.624.866	62%	-4%	-7495
jun-22	14.763.103	199797	9.853.130	67%	4%	8545
jul-22	15.855.766	199788	10.429.170	66%	-1%	-1931
ago-22	16.434.864	193591	11.046.382	67%	1%	2784
sep-22	17.662.617	195970	12.200.503	69%	2%	3649
oct-22	17.125.200	178667	13.350.675	78%	9%	15873
nov-22	19.881.971	197708	14.052.736	71%	-7%	-14390
dic-22	21.535.420	203711	15.892.314	74%	3%	6346
ene-23	22.821.057	203600	16.195.051	71%	-3%	-5763
feb-23	23.784.411	199005	16.829.230	71%	0%	-414
mar-23	24.999.607	194262	18.948.350	76%	5%	9785
abr-23	26.485.635	189857	20.183.506	76%	0%	780
may-23	28.573.422	190050	22.375.340	78%	2%	3996
jun-23	30.887.222	193901	24.398.926	79%	1%	1329
jul-23	33.046.083	195077	26.450.277	80%	1%	2042
ago-23	36.663.413	192482	35.653.322	97%	17%	33115
sep-23	39.373.918	183337	36.256.744	92%	-5%	-9464
oct-23	41.518.361	178504	37.305.326	90%	-2%	-3982
nov-23	42.777.071	163030	42.653.619	100%	10%	16073
dic-23	50.605.485	153.720	84.467.373	167%	67%	103.303

Table 7: Estimación tasa de crecimiento de la demanda real de depósitos

Fecha	S: Depósitos Nominal (mill.)	s: Depósitos Reales (mill.)	ln(s)	γ_s : Tasa de variación depósitos reales (%)	$\gamma_s * \tau * s$ (mill.)
dic-19	4.442.788	168.223,70	12,0330		
ene-20	4.806.413	177.982,39	12,0894	5,64%	8.685,26
feb-20	4.997.321	181.399,08	12,1084	1,90%	3.056,39
mar-20	5.228.720	183.658,13	12,1208	1,24%	1.751,70
abr-20	5.631.317	194.882,72	12,1801	5,93%	9.733,47
may-20	5.932.482	202.185,94	12,2169	3,68%	5.911,67
jun-20	6.314.078	210.469,21	12,2570	4,02%	6.572,88
jul-20	6.640.940	217.164,22	12,2884	3,13%	5.089,53
ago-20	6.868.670	218.705,91	12,2954	0,71%	1.179,44
sep-20	7.043.800	218.098,02	12,2927	-0,28%	-452,32
oct-20	7.082.666	211.352,52	12,2612	-3,14%	-4.915,98
nov-20	7.132.504	206.320,59	12,2371	-2,41%	-3.737,77
dic-20	7.521.755	209.200,72	12,2510	1,39%	2.080,77
ene-21	7.894.811	211.031,70	12,2597	0,87%	1.302,21
feb-21	8.075.968	208.423,72	12,2473	-1,24%	-1.880,00
mar-21	8.415.538	207.218,43	12,2415	-0,58%	-875,34
abr-21	8.761.465	207.278,71	12,2418	0,03%	44,31
may-21	9.081.447	207.939,09	12,2450	0,32%	475,64
jun-21	9.338.350	207.242,40	12,2416	-0,34%	-479,62
jul-21	9.656.754	208.072,62	12,2456	0,40%	562,33
ago-21	9.922.759	208.653,61	12,24843079	0,28%	379,31
sep-21	10.244.178	208.033,81	12,24545589	-0,30%	-383,61
oct-21	10.612.098	208.184,99	12,24618234	0,07%	95,04
nov-21	10.932.550	209.180,39	12,25095227	0,48%	604,15
dic-21	11.424.117	210.502,65	12,25725352	0,63%	811,32
ene-22	11.990.517	212.695,82	12,26761835	1,04%	1306,67
feb-22	12.120.457	205.360,42	12,23252186	-3,51%	-4259,26
mar-22	12.558.072	199.360,48	12,20286992	-2,97%	-3904,33
abr-22	13.089.929	195.953,81	12,18563425	-1,72%	-2238,34
may-22	13.807.591	196.760,24	12,18974121	0,41%	504,77
jun-22	14.763.103	199.796,75	12,20505588	1,53%	2042,17
jul-22	15.855.766	199.787,65	12,20501033	0,00%	-5,99
ago-22	16.434.864	193.590,57	12,17350074	-3,15%	-4099,97
sep-22	17.662.617	195.970,01	12,18571692	1,22%	1653,66
oct-22	17.125.200	178.666,67	12,09327717	-9,24%	-12875,67
nov-22	19.881.971	197.708,34	12,19454819	10,13%	14151,80
dic-22	21.535.420	203.711,02	12,2244577	2,99%	4496,32
ene-23	22.821.057	203.599,58	12,2239105	-0,05%	-79,06
feb-23	23.784.411	199.004,73	12,20108387	-2,28%	-3214,23
mar-23	24.999.607	194.262,22	12,17696417	-2,41%	-3551,39
abr-23	26.485.635	189.856,51	12,15402386	-2,29%	-3319,03
may-23	28.573.422	190.050,22	12,15504363	0,10%	151,77
jun-23	30.887.222	193.901,24	12,17510424	2,01%	3072,67
jul-23	33.046.083	195.076,64	12,18114779	0,60%	943,64
ago-23	36.663.413	192.482,39	12,16775995	-1,34%	-2505,93
sep-23	39.373.918	183.337,44	12,11908367	-4,87%	-8217,67
oct-23	41.518.361	178.503,73	12,09236478	-2,67%	-4285,45
nov-23	42.777.071	163.030,13	12,00169031	-9,07%	-14740,01
dic-23	50.605.485	153.719,69	11,9428	-5,88%	-15.087,94

Table 8: Estimación sumandos ecuación 13: inflación mensual generada por cada componente del modelo

Fecha	dDiv /IPC	(dDiv/IPC) / BMreal (%)	DF /IPC	(dDF/IPC) / BMreal (%)	S /IPC	(rL * t * S/IPC) / BMreal (%)	(dt * S/IPC) / BMreal (%)	(ys * t * S/IPC) / BMreal (%)	Tasa de inflación mensual (%)	DF/IPC (con bonos)	(dDF/IPC) / BMreal (con bonos) (%)
dic-19	13,1605	1,83%	109,8069	15,30%	1682,2370	2,23%			3,70%	110,1852	15,35%
ene-20	16,6721	2,63%	0	0,00%	1779,8239	4,38%	7,28%	0,14	2,30%	-1,0968	-0,17%
feb-20	-5,6797	-0,91%	38,8402	6,23%	1813,9908	4,48%	6,03%	0,05	2,00%	39,3375	6,31%
mar-20	3,0228	0,38%	72,0060	8,94%	1836,5813	-0,17%	-26,34%	0,02	3,30%	71,7861	8,92%
abr-20	-12,6769	-1,96%	107,2816	16,60%	1948,8272	3,12%	21,50%	0,15	1,50%	107,3601	16,62%
may-20	-15,7032	-2,16%	146,5490	20,18%	2021,8594	2,47%	-13,13%	0,08	1,50%	146,7072	20,20%
jun-20	11,4340	1,58%	66,6667	9,24%	2104,6921	1,24%	-4,95%	0,09	2,20%	68,0903	9,44%
jul-20	-13,2553	-1,67%	71,9418	9,06%	2171,6422	1,63%	-8,03%	0,06	1,90%	71,1142	8,95%
ago-20	-42,8759	-5,89%	12,7364	1,75%	2187,0591	0,10%	4,18%	0,02	2,70%	12,1477	1,67%
sep-20	-45,4659	-6,13%	59,9136	8,08%	2180,9802	-0,15%	-5,06%	-0,01	2,80%	58,9550	7,95%
oct-20	-29,6979	-4,47%	-28,5815	-4,30%	2113,5252	-2,22%	-1,52%	-0,07	3,80%	-29,7391	-4,48%
nov-20	-20,6170	-3,20%	43,3902	6,73%	2063,2059	-0,64%	3,68%	-0,06	3,20%	32,5563	5,05%
dic-20	8,3608	1,22%	70,9175	10,32%	2092,0072	-2,17%	-10,46%	0,03	4,00%	67,1478	9,77%
ene-21	3,4683	0,52%	0	0,00%	2110,3170	-2,20%	-2,98%	0,02	4,00%	-12,5318	-1,89%
feb-21	4,1409	0,67%	0	0,00%	2084,2372	-1,42%	5,78%	-0,03	3,60%	-3,9272	-0,63%
mar-21	24,8090	4,14%	33,2415	5,55%	2072,1843	-4,39%	1,04%	-0,01	4,80%	30,3399	5,07%
abr-21	26,7858	4,78%	13,0119	2,32%	2072,7871	-2,96%	2,41%	0,00	4,10%	11,0447	1,97%
may-21	34,3223	5,95%	11,4486	1,99%	2079,3909	-0,87%	-5,69%	0,01	3,30%	6,4027	1,11%
jun-21	10,9316	1,80%	19,9734	3,29%	2072,4240	-0,57%	-10,08%	-0,01	3,20%	14,2173	2,34%
jul-21	-2,7222	-0,45%	38,7843	6,47%	2080,7262	-0,15%	-4,72%	0,01	3,00%	23,9612	3,90%
ago-21	-28,5978	-4,74%	42,0556	6,98%	2086,5361	0,94%	-8,31%	0,01	2,50%	29,8233	4,95%
sep-21	61,2741	10,26%	-36,0257	-6,03%	2080,3381	-1,20%	-11,19%	-0,01	3,50%	-48,6426	-8,15%
oct-21	-0,1210	-0,02%	69,1940	11,72%	2081,8499	-1,24%	3,02%	0,00	3,50%	56,8474	9,83%
nov-21	-17,2714	-2,88%	24,8738	4,15%	2091,8039	0,85%	-7,99%	0,01	2,50%	11,0348	1,84%
dic-21	-8,9043	-1,32%	126,2192	18,75%	2105,0265	-1,65%	1,93%	0,01	3,80%	119,8762	17,80%
ene-22	-28,0312	-4,35%	21,6412	3,36%	2126,9582	-1,57%	-6,26%	0,02	3,90%	15,0937	2,34%
feb-22	-3,4070	-0,55%	0	0,00%	2053,6042	-2,66%	-0,58%	-0,07	4,70%	-3,5603	-0,57%
mar-22	0,3662	0,07%	0	0,00%	1993,6048	-7,10%	24,85%	-0,07	6,70%	-2,1242	-0,38%
abr-22	0,4904	0,09%	11,9759	2,28%	1959,5381	-5,29%	0,85%	-0,04	6,00%	10,6420	2,03%
may-22	54,8209	10,21%	-20,5129	-3,82%	1967,6024	-2,56%	-13,96%	0,01	5,10%	-21,5935	-4,02%
jun-22	11,9816	2,22%	51,0214	9,47%	1997,9675	-2,83%	15,86%	0,04	5,30%	139,1921	25,83%
jul-22	-36,8805	-6,78%	24,5706	4,52%	1997,8765	-6,99%	-3,55%	0,00	7,40%	101,3068	18,62%
ago-22	-11,5948	-2,35%	-1,1779	-0,24%	1935,9057	-3,82%	5,64%	-0,08	7,00%	-6,3761	-1,29%
sep-22	110,5234	24,30%	0	0,00%	1959,7001	-0,63%	8,02%	0,04	6,20%	-7,5611	-1,66%
oct-22	-29,4417	-6,56%	0	0,00%	1786,6667	-0,35%	35,39%	-0,29	6,30%	19,1270	4,26%
nov-22	-6,8176	-1,52%	0	0,00%	1977,0834	3,79%	-32,10%	0,32	4,90%	16,2046	3,62%
dic-22	65,1951	13,24%	0	0,00%	2037,1102	3,10%	12,89%	0,09	5,10%	22,8586	4,64%
ene-23	-18,4975	-3,90%	0	0,00%	2035,9958	0,52%	-12,15%	0,00	6,00%	14,0444	2,96%
feb-23	-18,3721	-4,21%	0	0,00%	1990,0473	-1,23%	-0,95%	-0,07	6,60%	2,0975	0,48%
mar-23	-35,6550	-8,55%	10,1018	2,42%	1942,6222	-4,64%	23,45%	-0,09	7,70%	27,4105	6,57%
abr-23	10,2903	2,67%	7,1683	1,86%	1898,5651	-6,35%	2,03%	-0,09	8,40%	30,9261	8,04%
may-23	16,0493	4,33%	29,2657	7,89%	1900,5022	-0,22%	10,77%	0,00	7,80%	18,9783	5,12%
jun-23	-60,1451	-16,28%	43,1907	11,69%	1939,0124	7,68%	3,60%	0,08	6,00%	64,1247	17,35%
jul-23	-20,8299	-5,52%	34,8287	9,23%	1950,7664	6,49%	5,41%	0,03	6,30%	59,0266	15,64%
ago-23	22,9145	6,59%	-13,1249	-3,78%	1924,8239	-16,45%	95,25%	-0,07	12,40%	34,5367	9,93%
sep-23	8,5215	2,68%	0	0,00%	1833,3744	-14,27%	-29,76%	-0,26	12,70%	23,1946	7,30%
oct-23	-3,8858	-1,25%	0	0,00%	1785,0373	9,77%	-12,80%	-0,14	8,30%	-9,3156	-2,99%
nov-23	-5,1360	-1,50%	0	0,00%	1630,3013	-8,36%	47,00%	-0,43	12,80%	7,7825	2,28%
dic-23	57,6803	19,76%	0	0,00%	1537,1969	-95,53%	353,95%	-0,52	22,50%	74,1898	25,42%

Table 9: Variaciones mensuales nominales y reales DF* incluyendo bonos. Cifras en millones de pesos.

Fecha	Otras Operaciones Tesoro Nacional incluyendo bonos Nominal	Otras Operaciones Tesoro Nacional incluyendo bonos Real	Compras netas de de divisas Nom.	Compras netas de divisas Real	Redescuentos Nominal	Redescuentos Real
dec-19	290.999	11.019	34.757	1.316	-2	0
ene-20	-2.962	-110	45.023	1.667	-2	0
feb-20	108.370	3.934	-15.647	-568	0	0
mar-20	204.374	7.179	8.606	302	0	0
abr-20	310.227	10.736	-36.631	-1.268	0	0
may-20	430.464	14.671	-46.076	-1.570	0	0
jun-20	204.271	6.809	34.302	1.143	0	0
jul-20	217.469	7.111	-40.535	-1.326	0	0
ago-20	38.151	1.215	-134.656	-4.288	0	0
sep-20	190.404	5.896	-146.839	-4.547	0	0
oct-20	-99.659	-2.974	-99.521	-2.970	0	0
nov-20	112.547	3.256	-71.273	-2.062	0	0
dic-20	241.428	6.715	30.061	836	0	0
ene-21	-46.882	-1.253	12.975	347	0	0
feb-21	-15.217	-393	16.045	414	0	0
mar-21	123.216	3.034	100.754	2481	0	0
abr-21	46.685	1.104	113.221	2679	0	0
may-21	27.963	640	149.898	3432	0	0
jun-21	64.063	1.422	49.258	1093	0	0
jul-21	111.205	2.396	-12.634	-272	0	0
ago-21	141.828	2.982	-136.000	-2860	0	0
sep-21	-239.530	-4.864	301.731	6127	0	0
oct-21	289.776	5.685	-617	-12	0	0
nov-21	57.672	1.103	-90.267	-1727	0	0
dic-21	650.576	11.988	-48.324	-890	0	0
ene-22	85.089	1.509	-158.023	-2803	0	0
feb-22	-21.013	-356	-20.108	-341	0	0
mar-22	-13.381	-212	2.307	37	0	0
abr-22	71.090	1.064	3.276	49	0	0
may-22	-151.532	-2.159	384.704	5482	0	0
jun-22	1.028.499	13.919	88.533	1198	0	0
jul-22	804.002	10.131	-292.695	-3688	0	0
ago-22	-54.130	-638	-98.434	-1159	0	0
sep-22	-68.148	-756	996.138	11052	0	0
oct-22	183.332	1.913	-282.199	-2944	0	0
nov-22	162.957	1.620	-68.559	-682	0	0
dic-22	241.651	2.286	689.213	6520	0	0
ene-23	157.421	1.404	-207.335	-1850	0	0
feb-23	25.069	210	-219.578	-1837	0	0
mar-23	352.746	2.741	-458.844	-3565	0	0
abr-23	431.430	3.093	143.553	1029	0	0
may-23	285.333	1.898	241.296	1605	0	0
jun-23	1.021.466	6.412	-958.073	-6015	0	0
jul-23	999.914	5.903	-352.859	-2083	0	0
ago-23	657.843	3.454	436.468	2291	0	0
sep-23	498.131	2.319	183.009	852	0	0
oct-23	-216.672	-932	-90.380	-389	0	0
nov-23	204.204	778	-134.762	-514	0	0
dic-23	2.442.376	7.419	1.898.873	5768	0	0

Table 10: Variaciones mensuales nominales y reales del financiamiento al Tesoro y de las compras netas de divisas (millones de pesos).

Fecha	Otras operaciones Tesoro Nacional						Compras netas de divisas			
	Adelantos Transitorios		Transf. de Utilidades		OTROS		Al sector privado		Al sector público	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
dic-19	290.000	10.981	0	0	999	38	67.035	2.538	-32.278	-1.222
ene-20	0	0.00	0	0	-2.962	-110	46.814	1.734	-1.791	-66
feb-20	107.000	3.962,23	0	0	1.370	50	-15.647	-568	0	0
mar-20	125.000	4.537,41	80.000	2.810	-626	-22	8.606	302	0	0
abr-20	80.000	2.809,99	230.000	7.960	227	8	-36.631	-1.268	0	0
may-20	0	0.00	430.000	14.655	464	16	-46.076	-1.570	0	0
jun-20	0	0.00	200.000	6.667	4.271	142	46.402	1.547	-12.100	-403
jul-20	120.000	4.000,00	100.000	3.270	-2.531	-83	-40.535	-1.326	0	0
ago-20	40.000	1.308,03	0	0	-1.849	-59	-93.656	-2.982	-41.000	-1.305
sep-20	61.500	1.958,23	132.000	4.087	-3.096	-96	-121.339	-3.757	-25.500	-790
oct-20	-125.780	-3.894,54	30.000	895	-3.879	-116	-84.521	-2.522	-15.000	-448
nov-20	0	0.00	150.000	4.339	-37.453	-1.083	-26.273	-760	-45.000	-1.302
dic-20	0	0.00	254.982	7.092	-13.554	-377	50.681	1.410	-20.620	-573
ene-21	0	0.00	0	0	-46.882	-1.253	12.975	347	0	0
feb-21	0	0.00	0	0	-15.217	-393	56.045	1.446	-40.000	-1.032
mar-21	135.000	3.484,07	0	0	-11.784	-290	133.954	3.298	-33.200	-817
abr-21	55.000	1.354,28	0	0	-8.315	-197	127.221	3.010	-14.000	-331
may-21	0	0.00	50.000	1.145	-22.037	-505	196.398	4.497	-46.500	-1.065
jun-21	0	0.00	90.000	1.997	-25.937	-576	69.258	1.537	-20.000	-444
jul-21	0	0.00	180.000	3.878	-68.795	-1.482	68.366	1.473	-81.000	-1.745
ago-21	0	0.00	200.000	4.206	-58.172	-1.223	-84.000	-1.766	-52.000	-1.093
sep-21	-427.401	-8.987,29	250.000	5.077	-62.129	-1.262	-94.170	-1.912	395.901	8.040
oct-21	335.000	6.803,02	17.712	347	-62.936	-1.235	20.383	400	-21.000	-412
nov-21	130.000	2.550,30	0	0	-72.328	-1.384	-90.267	-1.727	0	0
dic-21	685.000	13.106,60	0	0	-34.424	-634	-48.324	-890	0	0
ene-22	122.000	2.247,99	0	0	-36.911	-655	-14.523	-258	-143.500	-2.545
feb-22	0	0.00	0	0	-21.013	-356	-20.108	-341	0	0
mar-22	0	0.00	0	0	-13.381	-212	29.307	465	-27.000	-429
abr-22	80.000	1.270,01	0	0	-8.910	-133	18.276	274	-15.000	-225
may-22	-143.949	-2.154,89	0	0	-7.583	-108	91.255	1.300	293.449	4.182
jun-22	377.000	5.372,31	0	0	651.499	8.817	119.533	1.618	-31.000	-420
jul-22	195.000	2.639,04	0	0	609.002	7.674	-164.095	-2.068	-128.600	-1.620
ago-22	-10.000	-126,00	0	0	-44.130	-520	-67.934	-800	-30.500	-359
sep-22	0	0,00	0	0	-68.148	-756	1.135.338	12.597	-139.200	-1.544
oct-22	0	0,00	0	0	183.332	1.913	-68.199	-712	-214.000	-2.233
nov-22	0	0,00	0	0	162.957	1.620	-68.559	-682	0	0
dic-22	0	0,00	0	0	241.651	2.286	488.984	4.625	200.229	1.894
ene-23	0	0,00	0	0	157.421	1.404	-32.335	-288	-175.000	-1.561
feb-23	0	0,00	0	0	25.069	210	-169.578	-1.419	-50.000	-418
mar-23	130.000	1.087,71	0	0	222.746	1.731	-391.844	-3.045	-67.000	-521
abr-23	100.000	777,06	0	0	331.430	2.376	143.553	1.029	0	0
may-23	440.000	3.154,04	0	0	-154.667	-1.029	413.496	2.750	-172.200	-1.145
jun-23	688.000	4.576,09	0	0	333.466	2.093	-206.716	-1.298	-751.357	-4.717
jul-23	440.000	2.762,20	150.000	885	409.914	2.420	-40.859	-241	-312.000	-1.842
ago-23	-500.000	-2.951,58	250.000	1.312	907.843	4.766	514.078	2.699	-77.610	-407
sep-23	0	0,00	0	0	498.131	2.319	183.009	852	0	0
oct-23	0	0,00	0	0	-216.672	-932	-90.380	-389	0	0
nov-23	0	0,00	0	0	204.204	778	126.012	480	-260.774	-994
dic-23	0	0,00	0	0	2.442.376	7.419	2.017.873	6.130	-119.000	-361

10 Bibliografía

References

- [1] Banco Central de la República Argentina. (2023). Informe anual al Honorable Congreso de la Nación Argentina – Año 2023. Recuperado de <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Informecongreso2023.pdf>
- [2] Banco Central de la República Argentina (BCRA). (s.f.). Base de datos histórica del balance del BCRA [Archivo Excel]. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/pdfs/publicacionesestadisticas/balbcrhis.xls>
- [3] Banco Central de la República Argentina (BCRA). (s.f.). Principales variables macroeconómicas [Base de datos]. Recuperado el 11 de febrero de 2025, de https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp
- [4] Banco Central de la República Argentina (BCRA). (s.f.). Series estadísticas del BCRA [Archivo Excel]. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/series.xlsm>
- [5] Banco Central de la República Argentina. (2019). Informe de Política Monetaria - Enero de 2019. Recuperado de: https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/IPOM_Enero_2019.pdf
- [6] Banco Central de la República Argentina. (2019). Informe de Política Monetaria - Julio de 2019. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/IPOM0719.pdf>
- [7] Banco Central de la República Argentina. (2019). Informe de Política Monetaria - Octubre de 2019. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/IPOM1019.pdf>
- [8] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2020). Informe de Política Monetaria Febrero 2020. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0220.pdf>
- [9] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2020). Informe de Política Monetaria Mayo 2020. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0520.pdf>
- [10] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2020). Informe de Política Monetaria Agosto 2020. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0820.pdf>
- [11] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2020). Informe de Política Monetaria Noviembre 2020. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM1120.pdf>
- [12] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2021). Informe de Política Monetaria Febrero 2021. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0221.pdf>
- [13] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2021). Informe de Política Monetaria Mayo 2021. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0521.pdf>

- [14] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2021). Informe de Política Monetaria Agosto 2021. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/IPOM0821.pdf>
- [15] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2021). Informe de Política Monetaria Noviembre 2021. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/IPOM1121.pdf>
- [16] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2022). Informe de Política Monetaria Marzo 2022. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0322.pdf>
- [17] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2022). Informe de Política Monetaria Junio 2022. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/IPOM0622.pdf>
- [18] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2022). Informe de Política Monetaria Septiembre 2022. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0922.pdf>
- [19] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2022). Informe de Política Monetaria Diciembre 2022. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM1222.pdf>
- [20] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2023). Informe de Política Monetaria Abril 2023. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0423.pdf>
- [21] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2023). Informe de Política Monetaria Julio 2023. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0723.pdf>
- [22] Banco Central de la República Argentina, Subgerencia General de Investigaciones Económicas. (2023). Informe de Política Monetaria Octubre 2023. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/informe-politica-monetaria-03-trim-2023.pdf>
- [23] Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2019). Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe. Recuperado de: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/c5fd443f-18cf-41e1-91a6-0b107a3b374b/content>
- [24] Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2020). Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe. Recuperado de: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/58300cdd-252a-4a0f-b7cb-5d5a69e5544e/content>
- [25] Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2021). Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe. Recuperado de: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/70f0caf8-f319-4e23-a74a-b926248fd025/content>
- [26] Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2022). Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2022. CEPAL.
- [27] Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2023). Estudio económico de América Latina y el Caribe 2023 – Argentina. CEPAL. Recuperado de: <https://repositorio.cepal.org>

- [28] Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2024). Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2024. CEPAL.
- [29] Dopazo, R. C. (2013). Los bonos municipales en gobiernos locales argentinos: características y procedimientos para su implementación. *Revista de Investigaciones en Economía y Management*, 10, 39-60. Recuperado de: <https://revistas.uautonoma.cl/index.php/riem/article/download/379/382/3907>
- [30] Economics Observatory. (2021). How has inflation behaved during the pandemic?. Recuperado de: <https://www.economicsobservatory.com>
- [31] Fischer, S. (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 485-512. Recuperado de: <https://www.nber.org/papers/w6965>
- [32] International Monetary Fund. (2025). *Argentina: Ex-post evaluation of exceptional access under the 2022 extended fund facility (No. 560748)*. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/01/11/Argentina-Ex-post-Evaluation-of-Exceptional-Access-under-the-2022-Extended-Fund-Facility-560748>
- [33] Fondo Monetario Internacional. (2022). *Argentina: IMF Executive Board Approves Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Concludes 2022 Article IV Consultation*. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/03/25/Argentina-IMF-Executive-Board-Approves-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-Concludes-2022-Article-IV-Consultation>
- [34] Fondo Monetario Internacional. (2023). IMF Staff and Argentine Authorities Reach Staff-Level Agreement on the Third Review under the Extended Fund Facility. Recuperado de: <https://www.imf.org>
- [35] Grauwe, P. D., & Polan, M. (2005). Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?. *Scandinavian Journal of Economics*, 107(2), 239-259. Recuperado de: [https://scholar.google.es/scholar?q=Grauwe,+P.+D.+Polan,+M.+\(2005\).+Is+inflation+always+and+everywhere+a+monetary+phenomenon?](https://scholar.google.es/scholar?q=Grauwe,+P.+D.+Polan,+M.+(2005).+Is+inflation+always+and+everywhere+a+monetary+phenomenon?)
- [36] Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC). (2016). Metodología para la medición de la inflación núcleo en la Argentina. Recuperado de: <https://www.indec.gob.ar>
- [37] International Monetary Fund. (2025). *Argentina: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access under the 2022 Extended Fund Facility*. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/01/11/Argentina-Ex-post-Evaluation-of-Exceptional-Access-under-the-2022-Extended-Fund-Facility-560748>
- [38] International Monetary Fund. (2025). *Argentina: Ex-post evaluation of exceptional access under the 2022 Extended Fund Facility arrangement—Press release; staff report; and statement by the Executive Director for Argentina (IMF Country Report No. 25/3)*. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/01/11/Argentina-Ex-post-Evaluation-of-Exceptional-Access-under-the-2022-Extended-Fund-Facility-560748>
- [39] Khan, M. S., & Senhadji, A. S. (2001). Threshold effects in the relationship between inflation and growth. *IMF Staff Papers*, 48(1), 1-21. Palgrave Macmillan Journals on behalf of the International Monetary Fund. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/4621658>
- [40] Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2001). Exchange rate regimes and economic performance. International Monetary Fund. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2000/00-00/1s.pdf>
- [41] Mishkin, F. S. (1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 6965. Recuperado de: <https://www.nber.org/papers/w6965>

- [42] Mankiw, N. G. (2019). El sistema monetario internacional. En *Macroeconomía* (10^a ed., cap. 14, pp. 403-429). Ediciones Cengage Learning.
- [43] Observatorio Argentina. (2018). Argentina: financiando la brecha de infraestructura. BBVA Research. Recuperado de: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2018/11/2018_11_Obs_Financiacion_Infra.pdf
- [44] Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic (pp. 2, 5, 8). *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*. Recuperado de: <https://www.minneapolisfed.org/research/quarterly-review/some-unpleasant-monetarist-arithmetic>
- [45] Secretaría de Comercio Interior. (2021). Resolución 1050/2021. *Boletín Oficial de la República Argentina*. Recuperado el 10 de febrero de 2025, de: <https://www.boletinoficial.gob.ar>
- [46] Sury, C. (2022). *Un modelo práctico para el análisis de la inflación argentina del período 2016-2019*. Trabajo de graduación, Departamento de Economía, Universidad de San Andrés.



Universidad de
San Andrés