

LUISS 

Corso di laurea in Amministrazione
Finanza e Controllo

Scenari Macroeconomici Internazionali

Inflazione, Default e Dollarizzazione: il
caso dell'Argentina

Prof. Mauro Visaggio

RELATORE

Prof. Annalisa Vinella

CORRELATORE

Orlando Martorano Matr. 781191

CANDIDATO

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1: L'Argentina tra crisi e default: cause e caratteri del collasso	5
<i>1.1 Il declino dell'economia argentina: dalla prosperità di inizio '900 al progressivo indebolimento economico.....</i>	<i>5</i>
<i>1.1.1 L'apparente stabilità degli anni '90.....</i>	<i>6</i>
<i>1.1.2 La nuova fase di crisi e il default del 2001</i>	<i>9</i>
<i>1.2 La fase immediatamente successiva al default e la ristrutturazione del debito</i>	<i>14</i>
<i>1.3 Il ritorno dello Stato nell'economia argentina nel periodo 2003 - 2015</i>	<i>19</i>
<i>1.4 Liberalizzazione incompiuta e instabilità macroeconomica: il ciclo 2016–2020.....</i>	<i>21</i>
<i>1.5 Politica fiscale espansiva e spirale inflazionistica: l'equilibrio precario del governo Fernández (2019–2023)</i>	<i>26</i>
<i>1.6 L'inflazione sistemica: dinamiche storiche e interpretazioni teoriche</i>	<i>27</i>
CAPITOLO 2: Javier Milei e la terapia shock: strategie, rischi ed opportunità	32
<i>2.1 Javier Milei, chi è e cosa rappresenta per l'Argentina: tratti di una figura controversa.....</i>	<i>32</i>
<i>2.2 Principali riforme legislative attuate durante la presidenza</i>	<i>34</i>
<i>2.3 Il "Piano Milei" sta funzionando?.....</i>	<i>36</i>
<i>2.3.1 Inflazione e ordine politico-economico: la sfida inaugurale del governo Milei</i>	<i>37</i>
<i>2.3.2 Quali sono le ulteriori conseguenze del Piano Milei dal punto di vista economico e sociale?</i>	<i>46</i>
<i>2.4 Le radici storiche della Dollarizzazione in Argentina</i>	<i>51</i>
<i>2.4.1 La dollarizzazione può rappresentare la soluzione per la stabilizzazione di lungo periodo dell'Argentina?</i>	<i>53</i>
<i>2.4.2 Vantaggi, svantaggi e difficoltà di attuazione della dollarizzazione.....</i>	<i>56</i>
CAPITOLO 3: Previsione del PIL argentino a breve termine: un'applicazione del modello ARIMAX	63
<i>Introduzione</i>	<i>63</i>
<i>3.1 Teoria dei modelli SARIMAX.....</i>	<i>64</i>
<i>3.2 Descrizione dei dati.....</i>	<i>74</i>
<i>3.3 Preparazione delle variabili.....</i>	<i>78</i>
<i>3.4 Stima del modello</i>	<i>83</i>
<i>3.5 Scenari di previsione.....</i>	<i>86</i>
<i>3.6 Limitazioni del modello</i>	<i>92</i>
CONCLUSIONI	94
APPENDICI.....	
BIBLIOGRAFIA.....	

INTRODUZIONE

L'Argentina rappresenta uno dei casi più emblematici di instabilità macroeconomica ricorrente tra i paesi a medio reddito. Da nazione prospera all'inizio del XX secolo e tra le economie più dinamiche dell'America Latina, si è progressivamente trasformata in un sistema segnato da crisi cicliche, default sovrani e persistenti tensioni inflazionistiche. Tale declino non è il risultato di un singolo evento, ma piuttosto l'esito di una sequenza di scelte economiche incoerenti, squilibri fiscali protratti nel tempo, politiche monetarie pro-cicliche e una forte instabilità politica e istituzionale. Il presente lavoro si propone di analizzare, in chiave storico-critica, le ragioni profonde di questo declino, soffermandosi in particolare sul decennio degli anni Novanta, periodo che segnò una parziale inversione di tendenza e un tentativo ambizioso di reinserimento nel circuito finanziario internazionale. L'analisi proseguirà fino all'attualità, con un focus sulle politiche economiche adottate dal governo di Javier Milei, esplorando le riforme in atto, i nodi ancora irrisolti e le prospettive future per un Paese che, pur avendo attraversato fasi drammatiche, continua a disporre di un potenziale strutturale straordinario.

La tesi si articola in tre capitoli. Il primo capitolo ricostruisce le principali tappe della storia economica argentina degli ultimi decenni, offrendo una visione d'insieme delle crisi che hanno scandito la parabola del Paese. In particolare, si analizzerà l'esperienza del piano di convertibilità introdotto nel 1991 sotto la presidenza Menem, basato sull'ancoraggio rigido del peso al dollaro statunitense attraverso un meccanismo di tipo *currency board*. Se nei primi anni tale assetto contribuì a una discesa dell'inflazione e a una temporanea ripresa economica, nel lungo termine generò distorsioni profonde nella struttura produttiva e nella competitività esterna, culminando nella crisi del 2001-2002 e nel default sul debito sovrano. Nella parte successiva si ripercorreranno le politiche adottate dai governi che si sono succeduti – da Néstor Kirchner a Cristina Fernández, da Mauricio Macri fino ad Alberto Fernández – per fronteggiare le conseguenze economiche e sociali del collasso e rilanciare l'economia. L'analisi metterà in luce le diverse strategie adottate: dall'interventismo statale e le nazionalizzazioni della fase kirchnerista, alla liberalizzazione incompiuta e agli aggiustamenti fiscali tentati dall'amministrazione Macri, fino alla gestione emergenziale del governo Fernández, caratterizzata da una politica fiscale espansiva finanziata attraverso emissione monetaria e da un ritorno a

restrizioni sui mercati valutari. Chiude il primo capitolo un approfondimento sulle cause storiche e teoriche dell'inflazione strutturale argentina, con un'esplorazione delle spirali prezzi-salari, degli effetti dell'emissione monetaria, dell'effetto Tanzi e della scarsa capacità dello Stato di ancorare le aspettative dei soggetti economici. Verrà argomentato come l'instabilità inflazionistica non derivi solo da squilibri congiunturali, ma sia il risultato di una combinazione di fragilità istituzionali, mancanza di disciplina fiscale, e incapacità di costruire un consenso politico stabile attorno a politiche economiche di lungo periodo.

Il secondo capitolo è interamente dedicato alla nuova fase apertasi con l'elezione del presidente Javier Milei nel dicembre 2023. Dopo aver delineato il profilo politico ed economico del nuovo leader, si analizzeranno le prime misure adottate in ambito macroeconomico, legislativo e regolatorio. La cosiddetta "terapia shock" promossa dall'amministrazione Milei si è posta come obiettivo prioritario quello di eliminare il deficit primario e contenere la dinamica inflazionistica, attraverso un profondo ridimensionamento della spesa pubblica, deregolamentazione dell'economia e una drastica riduzione dell'intervento statale. All'interno del capitolo si esamineranno, anche con il supporto di indicatori statistici e grafici, gli impatti concreti di tali politiche: l'andamento dell'inflazione mensile e del tasso di cambio, l'evoluzione della bilancia commerciale, la variazione del PIL reale e il tasso di disoccupazione. Particolare attenzione sarà riservata all'effetto redistributivo delle misure adottate, all'emergere di potenziali effetti collaterali sul tessuto sociale e all'equilibrio tra disciplina fiscale e consenso politico. Nell'ultima parte del capitolo, verrà affrontato il tema – cruciale e al contempo controverso – della dollarizzazione. Inizialmente proposta da Milei come opzione strategica per mettere fine definitivamente alla dipendenza da una moneta nazionale soggetta a continue perdite di valore, la dollarizzazione è stata oggetto di un intenso dibattito accademico e politico. Verranno presentate le argomentazioni favorevoli, che fanno leva sulla necessità di ripristinare credibilità e stabilità monetaria, e quelle contrarie, che mettono in guardia dai rischi legati alla perdita di sovranità monetaria, alla rigidità dei meccanismi di aggiustamento macroeconomico e alla dipendenza da riserve valutarie estere.

Il terzo capitolo è dedicato alla costruzione di un modello di previsione del tasso di crescita del Prodotto Interno Lordo (PIL) argentino nel breve-medio periodo, con

l'obiettivo di valutare in modo quantitativo gli effetti potenziali delle recenti politiche economiche introdotte dal governo di Javier Milei. Per questo scopo, si è adottata una metodologia basata su modelli ARIMAX e SARIMAX, noti per la loro flessibilità nel modellare serie storiche caratterizzate da dinamiche temporali complesse e dalla presenza di variabili esogene.

Il riferimento teorico principale è lo studio di Hossain Md. Junayed (2023), che ha messo a confronto l'efficacia di tre approcci previsivi — ARIMA, SARIMAX e Random Forest — per la stima del PIL del Regno Unito, con particolare attenzione al ruolo del tasso di disoccupazione come variabile esplicativa. In analogia con tale lavoro, anche in questa sede il PIL reale è posto come variabile dipendente, mentre il tasso di disoccupazione e l'inflazione sono utilizzati come regressori esogeni, selezionati per la loro rilevanza nel contesto macroeconomico argentino e per la loro sensibilità alle misure di politica fiscale e monetaria introdotte di recente.

In apertura di capitolo, viene condotta un'analisi preliminare delle serie storiche in termini di stazionarietà e stagionalità, con l'ausilio di test statistici come l'Augmented Dickey-Fuller (ADF). Questo passaggio risulta cruciale per garantire la corretta specificazione del modello e per evitare errori di tipo spurio, particolarmente comuni nel trattamento di variabili macroeconomiche non stazionarie. Una sezione specifica è inoltre dedicata alla discussione sulla qualità e l'affidabilità dei dati statistici, considerando le controversie emerse durante alcuni anni delle amministrazioni Kirchner circa la manipolazione dei dati pubblicati dall'INDEC. Viene dunque proposta una riflessione critica sulle fonti disponibili, valutando la coerenza tra le statistiche nazionali e quelle fornite da organismi internazionali come il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale.

La parte centrale del capitolo è riservata alla stima e validazione del modello, a partire dalla selezione dei parametri ottimali (ordini AR, I, MA), passando per l'analisi dei residui e la verifica della bontà dell'adattamento tramite criteri informativi come AIC e BIC. In fase iniziale, anche l'inflazione viene considerata tra i regressori, in virtù della sua forte influenza sul ciclo economico e del legame diretto con le politiche di ancoraggio nominale discusse nel secondo capitolo. Tuttavia, la sua effettiva rilevanza è sottoposta a valutazione empirica, sulla base della significatività dei coefficienti e dei criteri di selezione del modello.

Infine, vengono presentate le previsioni del PIL per un orizzonte di otto trimestri successivi all'ultimo dato disponibile, accompagnate da intervalli di confidenza e da due scenari previsivi distinti: uno baseline, che assume l'effettiva efficacia delle riforme strutturali introdotte, e uno di stress, che ipotizza un contesto meno favorevole. Il confronto tra questi scenari consente di valutare la robustezza del percorso di crescita ipotizzato e di comprendere meglio l'interazione tra politica economica e variabili macro in un contesto instabile ma in transizione.

CAPITOLO 1: L'Argentina tra crisi e default: cause e caratteri del collasso

1.1 Il declino dell'economia argentina: dalla prosperità di inizio '900 al progressivo indebolimento economico

L'Argentina è uno di quei casi emblematici in cui la distanza tra potenzialità e realtà si è fatta, nel tempo, particolarmente evidente. Per estensione territoriale, abbondanza di risorse naturali e favorevoli condizioni geografiche, il Paese avrebbe potuto occupare stabilmente una posizione di rilievo nell'economia mondiale. Già all'inizio del XX secolo, l'Argentina godeva di una prosperità straordinaria: nel 1913 si collocava infatti al decimo posto globale per reddito pro capite, con un prodotto interno lordo pari a circa la metà di quello dell'intera America Latina. Il porto di Buenos Aires, uno dei più attivi dell'epoca, gestiva da solo il 7% del commercio mondiale, e il Paese era considerato uno degli attori economici emergenti più promettenti a livello globale.

Tra il 1900 e il 1930, l'Argentina registrò una crescita demografica ed economica superiore a quella di molti Paesi europei, oltre che del Canada e dell'Australia, e in alcuni momenti persino comparabile al ritmo di crescita degli Stati Uniti (Donghi, Eidt & Calvert, 2025).

A differenza di molte nazioni europee, non era stata coinvolta in guerre devastanti né presentava fratture etniche o linguistiche significative. A questo si aggiungeva un apparato produttivo fortemente orientato all'esportazione agricola e zootecnica, in grado di generare eccedenze commerciali rilevanti.

Oltre a questi vantaggi storici, l'Argentina dispone tuttora di un patrimonio minerario e naturale di enorme valore strategico. È tra i maggiori detentori mondiali di litio, risorsa chiave per la transizione energetica, e possiede abbondanti riserve di rame e giacimenti di scisto (*shale gas e shale oil*), in particolare nella formazione di Vaca Muerta. Queste risorse rappresentano, oggi come allora, una concreta speranza per il rilancio economico e l'integrazione dell'Argentina nei mercati energetici globali.

Tuttavia, nonostante un simile potenziale, il Paese ha conosciuto a partire dal 1930 una lunga stagione di instabilità economica, istituzionale e sociale. Colpi di stato, iperinflazione, crisi del debito, svalutazioni ricorrenti e politiche economiche disorganiche hanno compromesso la traiettoria di sviluppo intrapresa nei decenni precedenti. Le politiche erano basate sull'utilizzo simultaneo di tre strumenti: una spesa

pubblica persistentemente elevata, un indebitamento crescente e il ricorso sistematico alla creazione di moneta per finanziare il disavanzo. Tali pratiche, adottate sistematicamente da governi di ogni orientamento politico a partire dagli anni Quaranta, portarono a un'inflazione cronica, culminata nell'iperinflazione devastante del biennio 1989-1990, definita dagli economisti Pablo Guido e Gustavo Lazzari come "la morte del denaro". Mentre altre economie emergenti consolidavano il proprio percorso di modernizzazione, l'Argentina ha vissuto una sequenza di stop-and-go, con una crescita spesso inferiore alla media regionale. A un secolo di distanza dal suo apice, il Paese è scivolato dal gruppo delle dieci economie più ricche al mondo a una posizione compresa tra il 50° e il 60° posto per reddito pro capite, secondo le classifiche internazionali più recenti (Lucernoni, 2019).

1.1.1 L'apparente stabilità degli anni '90

Nel 1989, Carlos Menem vinse le elezioni presidenziali in un contesto storico complesso: l'Argentina usciva da poco dal periodo oscuro della dittatura militare più brutale della sua storia, mentre l'economia versava in condizioni critiche. Le cause di questa instabilità affondavano le radici in decenni di protezionismo, politiche di sostituzione delle importazioni e liberalizzazioni applicate in modo frammentario e disordinato.

All'inizio degli anni '90, l'Argentina intraprese un ambizioso percorso di riforma economica sotto la guida del presidente Carlos Menem e del ministro dell'Economia Domingo Cavallo. L'obiettivo era quello di ripristinare la stabilità macroeconomica in un Paese segnato da iperinflazione, cronico disavanzo fiscale e scarsa attrattività per gli investimenti. Il nuovo impianto riformatore si ispirava direttamente ai principi del cosiddetto Washington Consensus, una serie di raccomandazioni elaborata da economisti del Fondo Monetario Internazionale, della Banca Mondiale e del Dipartimento del Tesoro statunitense, che proponeva un set di politiche orientate al mercato: disciplina fiscale, liberalizzazione commerciale e finanziaria, deregolamentazione e privatizzazioni (Lucernoni, 2019).

Queste linee guida trovavano il loro fondamento teorico nel pensiero neoliberale della Scuola di Chicago, rappresentata da figure di spicco come Milton Friedman e George Stigler, entrambi insigniti del premio Nobel per l'economia. Le loro teorie, basate sull'efficienza allocativa del libero mercato e sul ruolo minimo dello Stato nell'economia,

influenzarono profondamente anche le politiche adottate dagli Stati Uniti sotto l'amministrazione Reagan e dal Regno Unito durante il governo di Margaret Thatcher.

In Argentina, tali idee si tradussero in un ridimensionamento dell'intervento pubblico, in un vasto processo di privatizzazione delle imprese statali e nella promozione di un'economia più aperta e integrata a livello globale. Questo processo culminò nel 1991 con l'introduzione del piano di convertibilità, che, come verrà spiegato poco più avanti, fissava un rapporto di parità tra il peso argentino e il dollaro statunitense, nel tentativo di offrire un ancoraggio credibile per contenere l'inflazione e stabilizzare le aspettative (Lucernoni, 2019).

Per dare nuovo slancio alla nazione, risultava cruciale affrontare la questione dell'iperinflazione, ampiamente imputabile all'incremento incontrollato dell'offerta di denaro. A seguito di otto crisi monetarie a partire dagli anni Settanta, l'inflazione argentina nel 1989 toccò il vertiginoso picco del 3.000% annuo. Tale situazione era innescata dall'impossibilità per il paese di accedere ai canali di finanziamento internazionale e, di conseguenza, dalla scelta di coprire gli eccessivi deficit pubblici mediante la monetizzazione, ovvero la creazione di nuova moneta¹ (Lucernoni, 2019).

Per affrontare l'iperinflazione e ristabilire la fiducia nell'economia, il ministro dell'Economia Domingo Cavallo ideò, ispirandosi ai modelli di *currency board* di epoca coloniale, un meccanismo di cambio fisso. Con l'introduzione della "*Ley de Convertibilidad*" nel 1991, il peso argentino venne ancorato al dollaro statunitense in rapporto di parità fissa 1:1, garantendo la piena convertibilità tra le due valute. Tale regime imponeva alla Banca Centrale Argentina (BCRA) l'obbligo di detenere riserve in valuta estera pari al 100% della base monetaria, riducendo drasticamente la possibilità di emettere moneta in assenza di copertura in dollari. L'obiettivo era duplice: da un lato, imporre un vincolo credibile all'emissione monetaria per spezzare le aspettative inflazionistiche; dall'altro, fornire un ancoraggio stabile al valore del peso, necessario per riattivare i flussi di capitale e rilanciare l'attività economica (Canavese, 2001).

L'introduzione della *Ley de Convertibilidad* nel 1991 rappresentò uno spartiacque nella storia economica dell'Argentina. I suoi effetti sul piano monetario furono immediati e

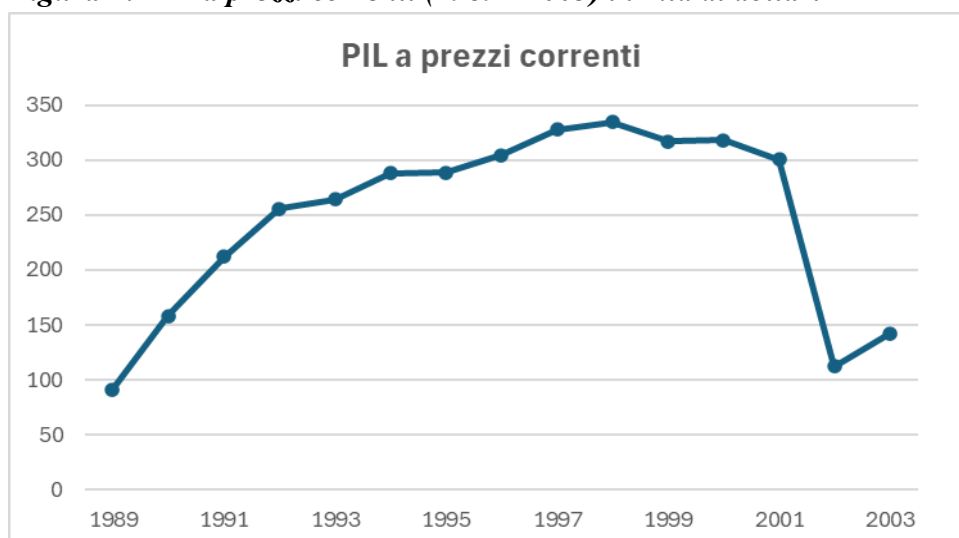
¹ La *monetizzazione del deficit pubblico* consiste nel finanziamento del disavanzo statale tramite l'emissione di nuova moneta da parte della banca centrale, anziché attraverso l'emissione di titoli di Stato sul mercato.

profondi: l'inflazione mensile, che nel gennaio 1991 superava il 27%, scese rapidamente sotto il 3% nei mesi successivi e si stabilizzò su una media mensile dello 0,5% per quasi un decennio. Questo successo, largamente riconosciuto dalla letteratura come uno dei più efficaci interventi anti-inflazionistici nella storia del Paese fu ottenuto al prezzo di un sacrificio significativo in termini di sovranità monetaria. Il governo, vincolato dalla parità fissa 1:1 con il dollaro, rinunciò a gestire in modo autonomo il tasso di cambio e l'offerta di moneta, limitando severamente la possibilità di adottare politiche anticicliche in risposta a shock economici interni o esterni (Lucernoni, 2019).

Successivamente all'attuazione di tali riforme, l'economia argentina sperimentò una crescita costante dal 1991 al 1997. Unicamente nel 1995 la produzione registrò una contrazione, imputabile agli effetti della crisi del peso messicano, di cui si parlerà poco più avanti. Ciononostante, la veloce ripresa dell'economia argentina, già nel 1996, suggeriva che l'economia fosse ormai sufficientemente solida da resistere agli shock esogeni. In particolare, tra il 1991 e il 1994, il PIL pro-capite conobbe una crescita significativa, con tassi superiori al 10% sia nel 1991 che nel 1992. Complessivamente, il PIL nazionale (nominale)², come mostrato in Figura 1, passò da circa 158 miliardi di dollari nel 1990 a oltre 330 miliardi nel 1998. Anche le esportazioni registrarono un'accelerazione nel ritmo di crescita: il tasso medio annuo di aumento del valore esportato passò dal 4,5% nel corso degli anni Ottanta al 7,9% nel decennio successivo. Infine, la spesa pubblica, che negli anni Ottanta rappresentava oltre il 35% del PIL, fu progressivamente ridotta di oltre 10 punti percentuali durante gli anni Novanta (Lucernoni, 2019).

² Il PIL a prezzi correnti misura il valore della produzione utilizzando i prezzi dell'anno in corso e riflette anche l'inflazione; il PIL a prezzi costanti invece, utilizza i prezzi di un anno base, permettendo di misurare la crescita reale al netto della variazione dei prezzi.

Figura 1: PIL a prezzi correnti (1989 - 2003) in mld di dollari



Fonte: Elaborazione propria su dati del Fondo Monetario Internazionale

1.1.2 La nuova fase di crisi e il default del 2001

Nel 1997, l'allora ministro dell'Economia, Domingo Cavallo, propose di superare la parità fissa con il dollaro, consentendo al peso argentino di fluttuare liberamente. La proposta nasceva dalla consapevolezza che il cambio fisso, dopo sei anni di applicazione, stava iniziando a diventare insostenibile: da un lato, impediva alla Banca Centrale di rispondere in modo flessibile agli shock esterni; dall'altro, stava soffocando la competitività delle esportazioni, rendendo progressivamente più difficile la generazione di valuta estera. Tuttavia, il governo rifiutò di attuare la proposta, temendo che l'abbandono del regime valutario avrebbe potuto generare una fuga di capitali, un crollo della fiducia nei mercati internazionali e la necessità immediata di dolorosi aggiustamenti fiscali – come tagli alla spesa pubblica – difficilmente sostenibili in un contesto politico pre-elettorale. L'ostinata difesa della parità 1:1 si rivelò però controproducente. In un contesto internazionale reso più incerto dalla crisi del peso messicano del 1994 (*tequila crisis*)³ e, successivamente, da quelle asiatica (1997) e russa (1998), gli investitori cominciarono a mostrare una crescente avversione al rischio verso i mercati emergenti, rallentando significativamente i flussi di capitale verso l'America Latina (con conseguente crescita del premio per il rischio paese). Dunque, per continuare a finanziare

³ La crisi, che fu innescata dalla svalutazione del peso messicano e dall'instabilità politica, si diffuse rapidamente ad altri paesi dell'America Latina. Il fenomeno venne appunto denominato "effetto Tequila", proprio per sottolineare la natura di crisi da contagio.

il proprio fabbisogno, lo Stato argentino – così come molte province – intensificò il ricorso all'emissione di titoli di debito, offrendo tassi di interesse sempre più elevati per attrarre capitali privati. Questa strategia, nel breve periodo, permise di mantenere i flussi di finanziamento, ma generò un aumento costante e insostenibile dell'indebitamento pubblico, che divenne una delle principali fragilità del sistema. Il problema era rappresentato dalla crescente rigidità del regime di convertibilità. Il cambio fisso, infatti, impediva qualsiasi manovra monetaria espansiva e qualsiasi svalutazione competitiva che potesse rilanciare la crescita nei momenti di difficoltà. Così, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta, l'Argentina entrò in una spirale negativa fatta di stagnazione, debito crescente e perdita di competitività, che culminò nella crisi del 2001–2002 (MATEOS, I., et al., 2004).

Dunque, nel secondo semestre del 1998, l'Argentina entrò in una recessione grave e prolungata. Tale fase fu innescata e poi aggravata, come detto, da una serie di shock esterni: il default russo, *la tequila crisis* messicana del 1994, la crisi del fondo LTCM⁴ tra agosto e settembre 1998, e la svalutazione della valuta brasiliana nel gennaio 1999 (il Brasile era il principale partner commerciale dell'Argentina). Parallelamente, il costante apprezzamento del dollaro statunitense, che a sua volta, a causa della *Ley de Convertibilidad*, influenzava il valore del peso, rese ulteriormente poco competitive le esportazioni argentine (MATEOS, I., et al., 2004).

In cerca di sostegno, l'esecutivo si rivolse al Fondo Monetario Internazionale, che in passato aveva appoggiato le riforme degli anni Novanta. Nel 2000, il Fondo Monetario Internazionale approvò per l'Argentina un programma di assistenza finanziaria sottoforma di *Stand-By Arrangement* (SBA), per un importo di 6,8 miliardi di dollari, subordinato all'impegno del governo ad attuare un aggiustamento fiscale e a garantire una crescita economica annua pari almeno al 3,5% del PIL⁵. L'intervento fu seguito, nel 2001, da un'estensione del programma attraverso due ulteriori tranche di finanziamento per un totale di 6,6 miliardi di dollari, erogate nei mesi di gennaio e settembre, con

⁴ Il Long-Term Capital Management (LTCM) era un hedge fund statunitense altamente indebitato, fondato da noti economisti, che nel 1998 rischiò il fallimento a causa di forti perdite sui mercati finanziari internazionali. Il suo collasso fu evitato grazie a un salvataggio coordinato dalla Federal Reserve, per timore di effetti sistemici sull'intero sistema bancario globale.

⁵ Il prestito Stand-By Arrangement (SBA) del FMI è condizionato a riforme fiscali e strutturali. L'obiettivo del prestito era rafforzare le riserve valutarie e sostenere la credibilità del regime di convertibilità.

l'obiettivo dichiarato di scongiurare il default sovrano. Tuttavia, invece di rafforzare la stabilità, tali interventi finirono per protrarre la crisi, poiché le debolezze strutturali dell'economia argentina e la scarsa capacità delle autorità di rispettare le condizioni concordate con il Fondo compromisero l'efficacia del piano di salvataggio (Gambato, N., 2021).

Nonostante l'intervento, la fiducia del FMI nell'Argentina si deteriorò rapidamente e a Washington si diffuse un crescente pessimismo circa la possibilità di ripresa dell'economia argentina. Il colpo definitivo giunse con l'introduzione, nel dicembre 2001, del cosiddetto "*Corralito*", una misura emergenziale che limitava i prelievi bancari a 250 dollari a settimana e vietava il trasferimento di capitali all'estero, nel tentativo disperato di arrestare la fuga di capitali e salvaguardare la liquidità della Banca Centrale (Di Matteo, L., 2011). Il governo, poche settimane dopo, a fronte della mancata erogazione di una tranche del prestito del FMI, dichiarò il *default* parziale (o selettivo) sul debito estero⁶. Il ritiro del sostegno del Fondo Monetario sigillò l'isolamento finanziario dell'Argentina. Anche perché, quest'ultima, faceva affidamento solo sui prestiti del FMI per pagare gli interessi del debito e questo incise ulteriormente nella perdita di credibilità nei confronti dei mercati internazionali (Gambato, N., 2021).

Le cause della crisi sono tuttora oggetto di dibattito, ma risulta evidente la presenza simultanea di diversi fattori strutturali e congiunturali: una politica fiscale eccessivamente espansiva anche durante le fasi di crescita, che non permise la formazione di adeguati surplus; l'irrigidimento del regime di convertibilità, che impediva aggiustamenti del tasso di cambio reale tramite la svalutazione nominale; la volatilità dei flussi di capitale verso i mercati emergenti; a questi elementi si sommarono i già citati fattori scatenanti, tra cui l'apprezzamento del dollaro, la crisi russa, la crisi LTCM, la svalutazione del real brasiliano e il rallentamento dell'economia mondiale (MATEOS, I., et al., 2004).

Il 2001 si trasformò così in un anno disastroso: l'indebitamento estero del paese, detenuto per la maggior parte dalla banca centrale e dalle amministrazioni provinciali, toccò il 50% del PIL alla fine del 2001, con 30 milioni di interessi sul debito in scadenza nel 2002 (i

⁶ Si riferisce al fatto che inizialmente sospese i pagamenti solo su una parte del debito (obbligazioni in valuta estera detenute da investitori privati), mentre altre obbligazioni o crediti multilaterali (es. FMI, Banca Mondiale) non furono subito toccati.

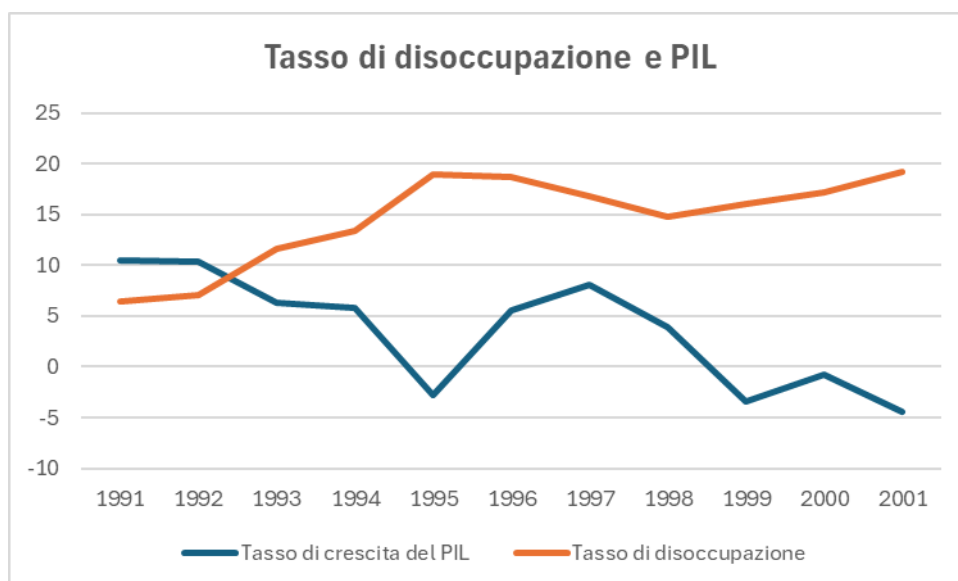
tentativi del governo di utilizzare strumenti come il "*mega-swap*"⁷ del debito pubblico si rivelarono insufficienti). Il tasso di disoccupazione aumentò da circa il 14% del 1998 a più del 19% nel 2001. Inoltre, ci fu un'impennata della povertà di massa: in pochi mesi, tra maggio e dicembre 2001, il tasso di povertà salì dal 32,7% al 54,3% (Gambato, N., 2021). L'andamento del PIL e del tasso di disoccupazione è mostrato nella successiva Figura 2. In particolare, nel quadriennio 1991–1994, il Paese ha sperimentato una fase di espansione economica significativa, con tassi di crescita del PIL superiori al 5% annuo. Tuttavia, nonostante l'incremento dell'attività economica, il tasso di disoccupazione ha registrato un aumento progressivo, passando da circa il 6% a oltre il 10%. Questo fenomeno è riconducibile all'impatto delle riforme strutturali avviate in quel periodo, come le privatizzazioni e la liberalizzazione del mercato del lavoro, che hanno generato effetti negativi sull'occupazione nel breve periodo. Nel 1995 si osserva una brusca contrazione del PIL (–6%), effetto diretto della *Tequila Crisis*, che ha avuto un impatto contagioso su diverse economie dell'America Latina, inclusa l'Argentina. In corrispondenza di questo shock, il tasso di disoccupazione è salito rapidamente, toccando la soglia del 18–19%.

Negli anni successivi, tra il 1996 e il 1997, si assiste a un temporaneo recupero del PIL (+6%), ma il tasso di disoccupazione rimane persistentemente elevato, sintomo di una ripresa economica senza creazione di nuova occupazione (*jobless recovery*).

A partire dal 1998, l'economia argentina entra in una fase di stagnazione e progressiva recessione, culminata nel 2001 con un tasso di crescita del PIL fortemente negativo (circa –5%) e un tasso di disoccupazione vicino al 20%

⁷ Il *mega-swap* fu un'operazione compiuta nel 2001 dal governo argentino per rinviare il pagamento del debito pubblico, offrendo ai creditori lo scambio dei titoli in scadenza con altri a più lunga durata e tassi d'interesse più alti. L'intervento non evitò il default.

Figura 2: Evoluzione del tasso di disoccupazione e del tasso di crescita del PIL (1991 - 2001)



Fonte: Elaborazione propria su dati del Fondo Monetario Internazionale

In un contesto di profonda crisi economica e sociale, l'Argentina dichiarò il *default* sul proprio debito sovrano nel dicembre 2001 e, nel gennaio 2002, abbandonò il regime di convertibilità in vigore dal 1991. Questa decisione fu motivata dall'insostenibilità del sistema: l'impossibilità di svalutare la moneta per recuperare competitività, l'impraticabilità di politiche monetarie autonome e l'accumulo di un debito pubblico denominato in valuta estera che aveva raggiunto livelli insostenibili. L'abbandono della parità portò a una rapida svalutazione del peso, che perse circa il 75% del suo valore rispetto al dollaro nei mesi successivi, rendendo le esportazioni argentine più competitive e favorendo una ripresa trainata dal settore agroalimentare. Tuttavia, la fine della convertibilità comportò anche la perdita del principale strumento di controllo dell'inflazione che aveva garantito una relativa stabilità macroeconomica nel decennio precedente (MATEOS, I., et al., 2004).

Dopo l'abbandono del regime di convertibilità nel gennaio 2002, il governo argentino si trovò costretto ad adottare la cosiddetta *pesificación forzada*, una misura straordinaria dettata dall'impossibilità materiale di restituire ai risparmiatori i depositi in dollari (e, al contempo, di onorare i propri impegni finanziari internazionali) a fronte di riserve valutarie ormai esaurite (Damill, Y., Frenkel, R., & Rapetti, M., 2005). In un contesto di panico finanziario e corse agli sportelli, la misura fu introdotta per evitare un collasso

sistemico del settore bancario. I depositi in dollari furono convertiti obbligatoriamente in pesos al tasso di 1,4 pesos per dollaro, mentre i prestiti in dollari vennero convertiti a un tasso di 1:1, generando quella che fu definita *pesificación asimétrica*. L'obiettivo era duplice: da un lato, evitare la crisi di liquidità delle banche, che non disponevano di valuta sufficiente a coprire i prelievi; dall'altro, alleggerire il peso del debito privato dopo il brusco deprezzamento del peso. Tuttavia, la misura comportò gravi perdite per i risparmiatori, in particolare per la classe media, e creò forti squilibri nei bilanci bancari, poiché le attività e le passività vennero convertite a tassi diversi. Se da un lato la *pesificación* contribuì a contenere l'emergenza immediata, dall'altro minò ulteriormente la fiducia nel sistema finanziario, con effetti duraturi sulla credibilità delle istituzioni (Miller, M., García Fronti, J. I., & Zhang, L., 2002).

In conclusione, a partire dal 1998, l'economia argentina fu colpita da una serie di shock esterni che ne indebolirono progressivamente la stabilità macroeconomica. Tra i principali fattori, come detto, si annoverano il calo dei prezzi delle materie prime seguito alla crisi asiatica del 1997, la forte svalutazione del real brasiliano, e l'aumento dei tassi d'interesse sui titoli di Stato dei mercati emergenti. Questi eventi resero sempre più complesso il mantenimento della parità valutaria prevista dalla *Ley de Convertibilidad*, poiché alteravano i prezzi relativi e penalizzavano la competitività esterna del Paese. L'esperienza argentina dimostra che un regime di *currency board* risulta relativamente gestibile in presenza di afflussi costanti di capitali internazionali (dato che si trattava di un regime di cambio fisso sostenuto proprio dalle riserve della banca centrale), ma diventa estremamente fragile quando questi capitali iniziano a defluire, sia per motivi endogeni sia a causa di un deterioramento delle condizioni di fiducia. Quando gli investitori cominciano a dubitare della sostenibilità del meccanismo di convertibilità, ogni vincolo alla creazione di moneta da parte della banca centrale si trasforma in una gabbia: il Paese perde ogni margine di manovra per fronteggiare gli squilibri (non può espandere l'offerta di moneta per stimolare l'economia), aggravando ulteriormente la pressione sui conti pubblici, sull'occupazione e sulla solvibilità del sistema finanziario (Canavese, 2001).

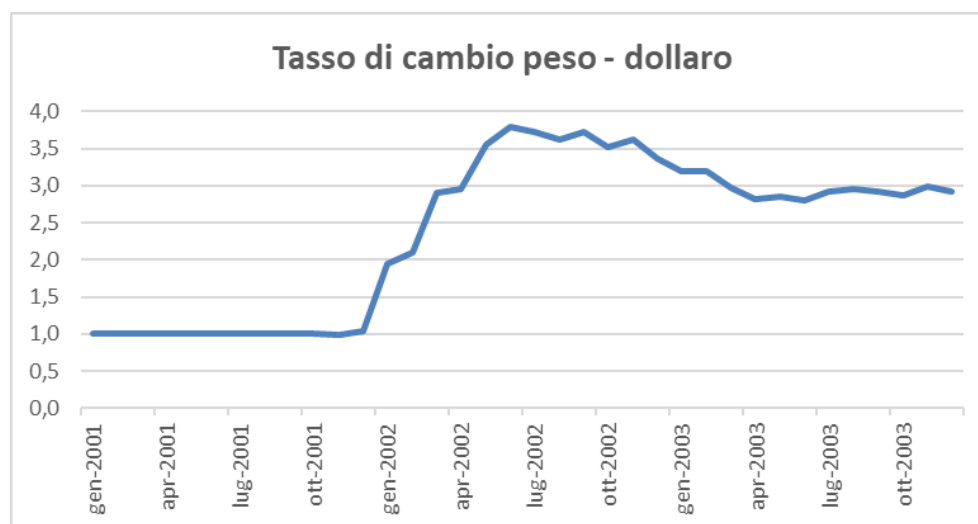
1.2 La fase immediatamente successiva al default e la ristrutturazione del debito

In seguito alla dichiarazione di default sul debito estero, il nuovo governo argentino si trovò ad affrontare tre questioni di natura economico-finanziaria di cruciale importanza:

in primo luogo, la necessità di avviare una ristrutturazione del debito con i creditori privati; in secondo luogo, la riapertura dei negoziati con il Club di Parigi⁸, cui erano dovuti consistenti arretrati; infine, la ridefinizione del rapporto con il Fondo Monetario Internazionale, al fine di riattivare le linee di credito interrotte e ottenere nuove forme di sostegno finanziario. Già dal 2002, come abbiamo visto ci fu un progressivo allontanamento dalla parità fissa precedentemente imposta dal *currency board*, e una svalutazione significativa del peso argentino rispetto al dollaro statunitense (per ristabilire la soglia del valore reale del peso argentino) (PIZZUTO, F., 2020).

La Figura 3 mostra in modo evidente l'andamento del tasso di cambio nominale tra il peso argentino e il dollaro statunitense nel periodo 2001–2003, mettendo in risalto il forte divario tra la stabilità osservata durante il regime di *currency board* e la marcata svalutazione successiva alla sua abolizione. L'asse verticale del grafico rappresenta il numero di pesos necessari per acquistare un dollaro statunitense: durante il *currency board*, il valore rimaneva costantemente ancorato a 1 (1 peso = 1 dollaro), mentre dopo la rottura del regime di parità fissa, il tasso di cambio aumentò rapidamente, superando la soglia dei 3 pesos per dollaro.

Figura 3: Tasso di cambio peso - dollaro (2001 - 2003) mensile



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv⁹

⁸ Il *Club di Parigi* è un forum informale composto da 22 Paesi creditori ufficiali, nato nel 1956, con sede presso il Ministero dell'Economia francese. La sua funzione è negoziare ristrutturazioni, posticipazioni o condoni del debito pubblico bilaterale contratto da Paesi in difficoltà finanziaria. Tra i membri figurano Stati Uniti, Germania, Francia, Italia, Giappone e Regno Unito

⁹ La serie utilizzata è: *US Dollar/Argentine Peso FX Spot Rate (USD/ARS)*

Nel breve periodo, la brusca svalutazione del peso argentino generò effetti profondamente destabilizzanti per l'economia e per la popolazione. La perdita di valore della moneta comportò un'impennata dell'inflazione, dovuta principalmente all'aumento del costo dei beni importati e alla trasmissione immediata delle variazioni valutarie ai prezzi interni. Ne conseguì, dunque, una significativa erosione del potere d'acquisto.

Tuttavia, nel medio-lungo periodo, il passaggio a un regime di cambio flessibile si rivelò una misura fondamentale per la ricostruzione della competitività esterna e per l'avvio della ripresa economica. La correzione del valore del peso, che fino ad allora era rimasto artificialmente sopravvalutato, rese i beni e servizi argentini più convenienti sui mercati internazionali, favorendo un sensibile aumento delle esportazioni, in particolare nei settori agroindustriale, manifatturiero e minerario. Parallelamente, il maggiore costo delle importazioni incentivò la sostituzione di prodotti esteri con produzione interna, contribuendo alla ripresa dell'industria nazionale. Il miglioramento della bilancia commerciale e l'ingresso di valuta estera rafforzarono progressivamente le riserve internazionali, consentendo una maggiore stabilità macroeconomica (Damill, Y., Frenkel, R., & Rapetti, M., 2005).

Nel corso del 2003 si registrò un progressivo riavvicinamento tra il governo argentino e il Fondo Monetario Internazionale (FMI), dopo anni di tensioni culminate con la crisi del 2001 e il default sul debito estero. Questo nuovo dialogo portò, verso la fine dell'anno, all'approvazione di un consistente pacchetto di finanziamenti nell'ambito di un accordo di tipo *Stand-By Arrangement*, volto a sostenere la ripresa economica del paese e ristabilire un quadro macroeconomico sostenibile. Tale programma ebbe effetti positivi su più fronti. In primo luogo, l'annuncio del sostegno da parte del FMI contribuì a ripristinare la credibilità internazionale dell'Argentina, migliorando la percezione del rischio-Paese presso i mercati finanziari globali. Questo elemento fu determinante per il ritorno degli investimenti esteri e per la parziale normalizzazione dei flussi di capitale. In secondo luogo, i fondi erogati permisero al governo di Buenos Aires di far fronte alle imminenti scadenze sul servizio del debito (PIZZUTO, F., 2020).

Nel frattempo, ad aprile dello stesso anno, si tennero nuove elezioni presidenziali che portarono all'elezione di Néstor Kirchner, di orientamento peronista. Il nuovo presidente mantenne una linea favorevole alla svalutazione del peso argentino.

L'accordo con il Fondo Monetario Internazionale prevedeva, tuttavia, una serie di impegni vincolanti in materia fiscale e monetaria, da attuare nell'arco temporale di tre anni (2003–2006), come previsto dalla natura stessa del *Stand-By Arrangement*. In particolare, tra le condizioni più rilevanti vi era l'obbligo, da parte del governo argentino, di generare avanzi primari pari ad almeno il 3% del Prodotto Interno Lordo (PIL) entro la fine del primo anno, come misura necessaria per dimostrare la sostenibilità del bilancio pubblico. Nel contesto di questa rinnovata architettura macroeconomica, anche la Banca Centrale dell'Argentina, tornata a godere di autonomia operativa dopo la fine del *currency board*, assunse un ruolo attivo nel controllo dell'inflazione. Fu così introdotto un regime di *inflation targeting*, che consisteva nel fissare obiettivi espliciti di inflazione annuale da raggiungere attraverso gli strumenti della politica monetaria¹⁰. Questo approccio mirava a rafforzare la stabilità dei prezzi e a ridurre le aspettative inflazionistiche, in un paese storicamente segnato da forti tensioni sul fronte dei prezzi al consumo (Damill, Y., Frenkel, R., & Rapetti, M., 2005). Tale regime sarebbe rimasto in vigore, fino al 2018, anno in cui fu progressivamente sostituito da un sistema di *crawling-peg*, ovvero un meccanismo di aggiustamento graduale e controllato del tasso di cambio nominale (PIZZUTO, F., 2020).

Nel corso dell'anno, i segnali di miglioramento dell'economia argentina si fecero sempre più evidenti. I provvedimenti adottati dal governo, combinati con l'assistenza tecnica e finanziaria del FMI, contribuirono a un deciso recupero dei principali indicatori macroeconomici: alla fine del 2003, il PIL argentino registrò una crescita del 9%, segnando un'inversione netta rispetto agli anni precedenti di recessione e instabilità.

Nonostante questo quadro favorevole, una delle sfide più complesse restava ancora da affrontare: la rinegoziazione del debito pubblico con i creditori internazionali. Il processo fu avviato nei mesi successivi, ma fu solo nel 2005 che si compirono passi concreti in tale direzione. La proposta del governo argentino prevedeva una ristrutturazione del debito per un ammontare complessivo di circa 100 miliardi di dollari, con l'obiettivo di ridurre significativamente l'esposizione complessiva e ripristinare la sostenibilità del debito sovrano. Sebbene tale proposta comportasse una perdita per gli investitori privati, in

¹⁰ In un regime di *inflation targeting*, la banca centrale muove il tasso di interesse di riferimento in base all'inflazione attesa, con l'obiettivo di guidare le aspettative dei prezzi e fornire prevedibilità al quadro macroeconomico. Questo amplifica e accelera l'effetto della politica monetaria.

termini di *haircut* sul valore nominale dei titoli¹¹, essa offriva comunque la prospettiva concreta di recuperare almeno una parte del capitale. L'accordo raggiunto nel 2005 tra il governo argentino e la maggior parte dei creditori internazionali rappresentò un passaggio fondamentale nel processo di uscita dalla crisi finanziaria del 2001. La ristrutturazione del debito, approvata dal 76% degli obbligazionisti, prevedeva la sostituzione dei titoli di debito andati in default con nuovi strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale, caratterizzati da scadenze molto più lunghe (fino a trent'anni), tassi di interesse ridotti rispetto a quelli originali e una forte riduzione dell'ammontare nominale del debito, stimata intorno al 70% attraverso un'operazione di *haircut*. L'accordo si configurava in termini molto favorevoli per il governo argentino, sia per il risparmio ottenuto sul servizio del debito sia per la possibilità di riordinare la propria posizione fiscale senza l'immediata pressione dei mercati (Hornbeck, J. F., 2013). A partire da questa intesa, furono emesse diverse categorie di bond, con caratteristiche differenziate per scadenza, tasso e denominazione valutaria. Tra le principali si annoverano: i *Par Bonds*, con tassi di interesse nominali inferiori e lunghissime scadenze; i *Tango Bond 2005*, denominati in dollari e con interessi in parte capitalizzati fino al 2024¹² (La Repubblica, 2016).

La chiusura positiva della ristrutturazione, tuttavia, non esauriva le sfide del momento. Restavano ancora aperti i dossier relativi al debito con il Fondo Monetario Internazionale, a quello con il Club di Parigi, nonché con il residuo 24% degli obbligazionisti che avevano rifiutato le condizioni offerte nel 2005. Questi ultimi, noti come *holdouts*, si sarebbero opposti per anni al processo di ristrutturazione, innescando una lunga controversia giuridica e finanziaria (chiusa poi nel 2014 come si dirà più avanti).

Nel gennaio del 2006, il governo di Néstor Kirchner annunciò ufficialmente il rimborso anticipato e integrale del debito residuo con il Fondo Monetario Internazionale, pari a 9,5 miliardi di dollari. Questa decisione, resa possibile dall'accumulazione di riserve internazionali e dal miglioramento del saldo commerciale, ebbe un forte valore simbolico e politico: segnò l'uscita dell'Argentina dal programma di assistenza del FMI e la liberazione dai vincoli e condizionamenti che tale istituzione aveva imposto. L'Argentina

¹¹ Il termine *haircut* indica la riduzione del valore nominale di un titolo di debito, che i creditori accettano durante una ristrutturazione, allo scopo di recuperare almeno una parte del capitale investito ed evitare una perdita totale.

¹² Una porzione degli interessi maturati nei primi anni non veniva pagata in contanti, ma sommata al capitale da rimborsare alla scadenza

rafforzò la propria immagine internazionale come paese in fase di recupero e stabilizzazione (PIZZUTO, F., 2020).

1.3 Il ritorno dello Stato nell'economia argentina nel periodo 2003 - 2015

Nel corso della sua storia, l'Argentina ha conosciuto fasi alterne di intervento statale nell'economia, suscitando dibattiti e polemiche. Per gran parte del XX secolo, lo Stato ha svolto un ruolo attivo nella promozione dell'industrializzazione, proteggendo le imprese locali dalla concorrenza internazionale. Tuttavia, come si è visto nei paragrafi precedenti, negli anni Novanta si registrò una netta inversione di rotta, coincidente con l'affermazione del neoliberismo e delle politiche di aggiustamento strutturale.

Durante le presidenze di Carlos Menem e sotto la guida del ministro dell'Economia Domingo Cavallo, il governo argentino implementò un vasto programma di liberalizzazione economica, privatizzazione delle imprese pubbliche, deregolamentazione dei mercati e decentralizzazione delle funzioni statali. Questa nuova impostazione si fondava sulla convinzione che una riduzione dell'intervento pubblico avrebbe favorito una maggiore efficienza del sistema economico e stimolato la crescita. Furono privatizzate numerose aziende pubbliche nei settori dei trasporti, delle telecomunicazioni e dell'energia. Parallelamente, il governo attuò riforme di deregolamentazione del commercio, degli investimenti esteri e dei mercati finanziari, con l'obiettivo di attrarre capitali stranieri e creare un ambiente più favorevole allo sviluppo imprenditoriale (PIZZUTO, F., 2020).

La liberalizzazione e le privatizzazioni degli anni Novanta, lungi dal generare l'espansione economica auspicata, determinarono una maggiore concentrazione della ricchezza e un aggravamento delle disparità sociali, sfociando nella grave crisi del 2001 (ALLEN, M., et al., 2003). A partire da quel momento, il ruolo dello Stato nell'economia argentina divenne oggetto di acceso dibattito, culminando in una svolta politica con l'ascesa di governi progressisti contrari al modello neoliberista. Con l'avvento del kirchnerismo nel 2003, si inaugurò una nuova fase caratterizzata da un rafforzato intervento statale e da un ripensamento delle politiche economiche e sociali. In risposta alla crisi, con l'elezione di Néstor Kirchner (2003 – 2007), il governo avviò un processo di riappropriazione di settori strategici: il Correo Argentino (servizi postali) fu nazionalizzato; il controllo dello spettro radioelettrico tornò allo Stato per l'inadempienza

della società francese Thales Spectrum sugli investimenti previsti; e Aguas Argentinas fu statalizzata a seguito della grave compromissione della qualità dell'acqua erogata. Successivamente, sotto la presidenza di Cristina Fernández (2007 – 2015), fu nazionalizzata Aerolíneas Argentinas, dopo il fallimento causato dalla gestione del gruppo spagnolo Marsans. Furono inoltre espropriate le Amministrazioni dei Fondi Pensione (AFJP), ponendo fine al sistema pensionistico privato e riportando la previdenza sotto controllo statale, e la Fabbrica Militare di Aeroplani, per il recupero di un asset strategico per la sovranità industriale. Nel 2012, il governo acquisì il 51% della compagnia petrolifera Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF), sottraendolo alla multinazionale spagnola Repsol, con l'obiettivo di riconquistare il controllo delle risorse energetiche. Parallelamente, furono introdotte politiche sociali volte a ridurre le disuguaglianze e promuovere l'inclusione. Tra queste si annovera l'Assegno Universale per il Figlio, un sostegno economico destinato alle famiglie con figli minorenni appartenenti a fasce sociali svantaggiate; il programma "pro.cre.ar" di accesso a finanziamenti agevolati per l'acquisto, costruzione o ristrutturazione di abitazioni, destinato soprattutto a classi medie con difficoltà ad accedere ai mutui tradizionali; e infine il programma "Progresar", finalizzato a fornire supporto economico e formazione professionale ai giovani tra i 18 e i 24 anni provenienti da contesti svantaggiati, al fine di favorirne l'inclusione nel mercato del lavoro (PIZZUTO, F., 2020). Inoltre, furono varati una serie di provvedimenti tesi a tutelare l'industria domestica, tra cui l'applicazione di dazi doganali sulle importazioni per sostenere la produzione interna; l'istituzione di programmi sociali e l'introduzione di salari minimi garantiti. Tali decisioni, però, sommate agli effetti della crisi finanziaria globale del 2008, produssero risultati controversi: se da un lato miravano a rafforzare il ruolo dello Stato nell'economia e tutelare l'interesse pubblico, dall'altro contribuirono a indebolire la fiducia degli investitori internazionali, alimentando una nuova fase di fuga di capitali. A partire dal 2012, la situazione macroeconomica cominciò a deteriorarsi. L'inflazione raggiunse livelli critici, superando il 40%, mentre il governo fu costretto ad adottare misure di contenimento della spesa e a introdurre restrizioni più severe all'accesso alla valuta estera, nel tentativo di arginare la perdita di riserve e prevenire un nuovo collasso bancario (PIZZUTO, F., 2020). In più, nel 2014, una sentenza emessa da un tribunale di New York ordinò all'Argentina il pagamento integrale del debito e degli interessi maturati nei

confronti di un gruppo di hedge fund che, nelle precedenti ristrutturazioni del 2005 e 2010, si erano rifiutati di aderire agli accordi proposti da Buenos Aires. In particolare, fu disposto che, se l'Argentina non avesse pagato i crediti dei fondi riottosi, non avrebbe potuto neanche pagare i debiti a chi aveva accettato la ristrutturazione. Il pronunciamento giudiziario rappresentò un colpo significativo per il governo argentino, sia sotto il profilo della legittimazione interna sia in termini di credibilità sui mercati internazionali. In risposta, la presidente Cristina Fernández de Kirchner annunciò che la sentenza non sarebbe stata rispettata, determinando così un nuovo *default* tecnico il 30 luglio 2014¹³ (Il Sole 24 Ore, 2014; Milano Finanza, 2014)

Nel dicembre 2015, la vittoria elettorale di Mauricio Macri – esponente del fronte liberale e fautore di un ritorno alle politiche di apertura al mercato – segnò un cambio di rotta nella gestione economica del paese. Tuttavia, nonostante le promesse di riforma e stabilizzazione, il nuovo governo non riuscì a invertire la tendenza negativa. Le principali variabili macroeconomiche continuarono a peggiorare: il rapporto debito/PIL crebbe sensibilmente, anche a causa di nuove linee di credito concesse dal Fondo Monetario Internazionale, necessarie per onorare il servizio del debito estero; l'inflazione si mantenne elevata, oscillando tra il 30% e il 40% per tutta la durata del mandato; la crescita economica risultò modesta e il tasso di disoccupazione aumentò, raggiungendo il 9%, riflettendo l'incapacità dell'esecutivo di dare risposte efficaci alle problematiche strutturali dell'economia argentina (Orgaz, 2019).

1.4 Liberalizzazione incompiuta e instabilità macroeconomica: il ciclo 2016–2020

Nel dicembre 2015, il governo di Mauricio Macri ha intrapreso un cambiamento radicale di politica economica, rimuovendo i controlli sui cambi e liberalizzando il mercato valutario. Una delle prime riforme economiche fu l'abolizione del cosiddetto *cepo cambiario*¹⁴, il sistema di controlli sui cambi introdotto dal governo Kirchner nel 2011. Tali restrizioni avevano l'obiettivo di contenere la fuga di capitali e preservare le riserve

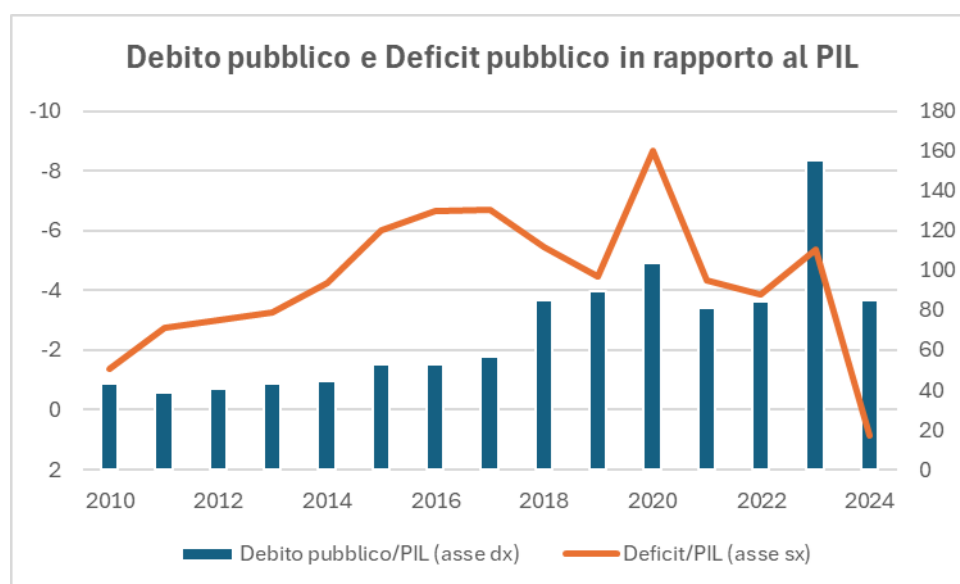
¹³ Il *default tecnico* si verifica quando uno Stato non può onorare il debito non per mancanza di fondi, ma per impedimenti legali. Nel 2014, l'Argentina fu bloccata da una sentenza USA che vietava i pagamenti ai creditori ristrutturati senza saldare anche gli hedge fund esclusi dall'accordo.

¹⁴ Il *cepo cambiario* è un regime di controlli sui cambi introdotto in Argentina nel 2011, che limitava l'accesso alla valuta estera. Privati e imprese dovevano ottenere autorizzazioni statali per acquistare dollari, anche per finalità lecite come il risparmio o il pagamento di importazioni.

internazionali, ma produssero gravi distorsioni, tra cui la proliferazione del mercato nero dei cambi (*dólar blue*). Macri rimosse in pochi giorni queste barriere, ripristinando la convertibilità tra pesos e dollari sul mercato ufficiale, in base alla libera domanda e offerta. L'effetto immediato della rimozione dei controlli fu una forte svalutazione del peso: il tasso di cambio passò da circa 9,5 a 13,5 ARS/USD in pochi giorni, con un deprezzamento del 40% nel dicembre 2015. Sebbene questa svalutazione fosse in parte prevista dai mercati, essa contribuì a un'ondata inflazionistica nei primi mesi del 2016, poiché molti prezzi, soprattutto quelli dei beni importati e regolamentati, si allinearono rapidamente al nuovo livello del cambio. L'inflazione superò il 40% a fine anno. L'obiettivo di tale misura era eliminare le distorsioni provocate dalla dal mercato parallelo; riavvicinare il tasso di cambio ufficiale a quello di equilibrio; incentivare il ritorno dei capitali esteri (Sturzenegger, F., 2020).

Da un punto di vista squisitamente macroeconomico, l'evoluzione del debito pubblico e del saldo fiscale in rapporto al PIL è rappresentato dal seguente grafico:

Figura 4: Debito pubblico e Deficit pubblico in rapporto al PIL (2010 – 2024)



Fonte: Elaborazione propria su dati del Fondo Monetario Internazionale¹⁵

¹⁵ Le serie utilizzate sono: *General government gross debt (%GDP)* per il rapporto Debito pubblico/PIL e *General government net lending/borrowing (%GDP)* per il rapporto Deficit/PIL

Nel periodo 2010–2015, sotto i governi di Cristina Fernández de Kirchner, il deficit pubblico si amplia progressivamente, passando da circa il –2% a oltre il –6% del PIL, riflettendo una politica economica fortemente interventista basata su sussidi ai consumi, congelamento delle tariffe, controllo dei cambi e finanziamento monetario del disavanzo. Con l’arrivo al potere di Mauricio Macri (2015–2019) si assiste a una svolta di segno opposto: il nuovo governo rimuove i controlli sui cambi, elimina gradualmente i sussidi energetici e amplia l’accesso al credito internazionale. Queste misure permettono una riduzione del deficit pubblico in rapporto al PIL, che tra il 2016 e il 2019 passa da circa il –6% a meno del –4%. Tuttavia, il debito pubblico continua ad aumentare, fino a raggiungere il 90% del PIL nel 2019 (superando i 323 miliardi di dollari), segnando un'apparente contraddizione tra consolidamento fiscale e deterioramento della sostenibilità del debito¹⁶. Questa dinamica si spiega con due fattori centrali: Il primo è il ricorso massiccio al debito estero per finanziare la spesa pubblica e sostenere la liberalizzazione del mercato valutario, attraverso l’emissione di titoli in dollari e strumenti ad altissimo rendimento in pesos. Il secondo, ancor più determinante, è il forte deprezzamento del peso argentino tra il 2018 e il 2019, che comportò un raddoppio del valore del debito estero convertito in valuta locale. Infatti, dato che una parte consistente del debito argentino era denominato in valuta estera, la svalutazione del tasso di cambio (da circa 18 a oltre 60 ARS/USD tra il 2017 e il 2019) ha fatto esplodere il valore nominale del debito in pesos, aggravando il rapporto debito/PIL anche in assenza di ulteriore deficit¹⁷ (Sturzenegger, F., 2020). Infine, il 2024 mostra una netta riduzione del deficit pubblico, che si è azzerato e il debito pubblico in rapporto al PIL si è ridotto dal 155% del 2023 all’88% del 2024. Questo risultato è attribuibile al consolidamento fiscale shock attuato dal nuovo governo guidato da Javier Milei, attraverso un drastico taglio alla spesa pubblica, il blocco dei trasferimenti discrezionali alle province, l’aumento di alcune imposte e la sospensione di progetti infrastrutturali, come si vedrà nel capitolo successivo.

¹⁶ Da ricordare che: $\Delta \left(\frac{\text{Debito}}{\text{PIL}} \right) = (r - g) \times \left(\frac{\text{Debito}_{t-1}}{\text{PIL}} \right) - \left(\frac{\text{Saldo Primario}}{\text{PIL}} \right)$, con g che è il tasso di crescita nominale del PIL e r è il tasso di interesse nominale medio sul debito.

¹⁷ Per chiarire: ad esempio, un debito di 100 miliardi di dollari corrisponde a 1.800 miliardi di pesos con un tasso di cambio a 18 ARS/USD; se il cambio sale a 60, lo stesso debito “vale” ora 6.000 miliardi di pesos.

Nel biennio 2016–2018, il governo di Mauricio Macri perseguì una strategia di riequilibrio fiscale e anti-inflazionistica fondata sull'accesso ai mercati internazionali e sulla graduale rimozione dei sussidi statali. In tale contesto, l'Argentina emise consistenti quantità di debito in valuta estera, sfruttando la temporanea fiducia dei mercati e la disponibilità di liquidità globale. In parallelo, il governo attuò un ampio piano di riduzione dei sussidi ai servizi pubblici, con aumenti tariffari progressivi che in alcuni casi superarono il 1000% nel biennio 2016–2018. L'intento era quello di contenere la spesa corrente e riportare sotto controllo il deficit (operazione, come mostrato nel grafico precedente, in parte riuscita). Per contrastare la pressione sul peso e attrarre capitali finanziari, il Tesoro argentino ricorse all'emissione di titoli denominati in pesos ad altissimi tassi d'interesse, che in alcune aste raggiunsero rendimenti annui fino all'80% nominale, generando forti distorsioni sui mercati finanziari interni. Questa strategia viene chiamata *carry trade sterilizzato*: si offrono rendimenti artificialmente alti sui titoli in valuta nazionale per evitare che i capitali fuggano verso l'estero. Questi tassi elevati aumentarono il costo del rifinanziamento per lo Stato e compressero la capacità del sistema bancario di erogare credito all'economia reale, aggravando la contrazione della domanda aggregata. Il fragile equilibrio venne definitivamente compromesso nel maggio 2018, quando un rialzo dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve statunitense, per quanto limitato allo 0,25%, innescò un rapido riassetto dei portafogli internazionali: molti investitori ritirarono capitali dai paesi emergenti, inclusa l'Argentina, in cerca di rendimenti più sicuri negli Stati Uniti. Di fronte al deterioramento del mercato valutario e alla perdita di accesso al credito estero, il governo fu costretto a ricorrere all'assistenza del Fondo Monetario Internazionale, che, nel giugno del 2018, concesse un prestito da 57 miliardi di dollari con l'obiettivo di ripristinare la stabilità macroeconomica e rafforzare le riserve valutarie. L'accordo fu accompagnato da un impegno formale del governo a ridurre gradualmente il disavanzo fiscale, contenere l'inflazione e rafforzare l'autonomia della Banca Centrale. Tuttavia, l'utilizzo effettivo delle risorse ottenute si rivelò controverso: anziché essere destinate a investimenti produttivi o infrastrutturali, in grado di generare crescita sostenibile e migliorare la capacità di rimborso del Paese, gran parte dei fondi venne utilizzata per tamponare la pressione sul mercato valutario, attraverso

l'intervento diretto della Banca Centrale sui mercati dei cambi al fine di contenere la svalutazione del peso argentino¹⁸ (Sturzenegger, F., 2020).

Va inoltre ricordato che, dopo il crack finanziario del 2001, l'Argentina poté tornare sui mercati solo nel 2016. L'amministrazione Macri cercò di ridurre il deficit fiscale finanziandolo con l'emissione di obbligazioni in dollari, ma i tassi di interesse richiesti dal mercato erano intorno al 7%. Non ci si fidava ancora del paese, soprattutto dopo gli anni della presidenza di Cristina Kirchner (2007-2015) durante i quali i dati economici erano stati falsificati dal governo e il deficit era stato monetizzato (LaVoce.info, 2020).

Nel dicembre 2019, il presidente Alberto Fernández ereditò un'economia già in profonda crisi. Il debito pubblico ammontava a 323 miliardi di dollari, pari al 90% del PIL, di cui 66 miliardi regolati da giurisdizione estera, 42 miliardi da leggi locali, 44 miliardi dovuti al FMI e 34 al Club di Parigi. Infatti, il 22 maggio 2020, l'Argentina dichiarò il proprio nono default sovrano, non riuscendo a pagare 503 milioni di dollari di interessi su tre obbligazioni in valuta estera (*default selettivo*)¹⁹. Il governo argentino ha avviato un processo di ristrutturazione del debito estero per un ammontare complessivo di circa 66-67 miliardi di dollari. L'accordo prevedeva l'estensione delle scadenze fino al 2046, un taglio degli interessi dal 7% al 3% e un periodo di grazia di 3 anni. Ci fu l'adesione del 93% dei creditori, sufficiente a vincolare quasi tutti i titoli tramite le clausole di azione collettiva (CACs)²⁰. L'intesa ha consentito un risparmio stimato in circa 37 miliardi di dollari (LaVoce.info, 2020; Il Sole 24 Ore, 2020).

¹⁸ la Banca Centrale argentina ha impiegato parte delle risorse in dollari per effettuare interventi valutarî diretti: questo significa che ha venduto dollari (acquisiti grazie al finanziamento internazionale) per comprare pesos, con l'obiettivo di assorbire l'eccesso di offerta di moneta locale che altrimenti avrebbe accentuato la svalutazione.

¹⁹ Per *default selettivo* si intende quando lo Stato smette di pagare solo una parte dei suoi obblighi, come certi titoli o verso determinati creditori, mentre continua a onorarne altri. È una insolvenza parziale.

²⁰ Le Clausole di azione collettiva sono meccanismi contrattuali che consentono alla maggioranza dei creditori di vincolare anche i detentori contrari, riducendo il rischio di contenziosi futuri

1.5 Politica fiscale espansiva e spirale inflazionistica: l'equilibrio precario del governo Fernández (2019–2023)

Con l'elezione di Alberto Fernández alla presidenza dell'Argentina nel dicembre 2019, come già accennato in conclusione del precedente paragrafo, il nuovo governo ereditò un quadro macroeconomico estremamente fragile, segnato da instabilità valutaria, inflazione a doppia cifra, riserve valutarie in rapido deterioramento e un'elevata esposizione debitoria verso creditori esteri. Infatti, il governo non aveva margini di accesso ai mercati internazionali dei capitali, da cui l'Argentina era di fatto esclusa a seguito del citato *default selettivo* del 2020. In questo scenario, la principale leva per finanziare la spesa pubblica fu rappresentata dal ricorso sistematico al finanziamento monetario da parte della Banca Centrale Argentina (BCRA). Tale pratica, già utilizzata in misura crescente negli anni precedenti, divenne strutturale durante l'amministrazione Fernández (Rodríguez, A., 2023). Questo meccanismo, la monetizzazione del deficit, si inseriva in un regime valutario formalmente "ibrido": pur non essendo ancorato a un cambio fisso o a un *currency board*, il sistema argentino era regolato da un complesso apparato di controlli amministrativi sul mercato valutario, comunemente denominato *cepo cambiario*. Tale struttura prevedeva tassi di cambio multipli (ufficiale, *blue*) e severe restrizioni all'acquisto di valuta estera, reintrodotte a partire dal 2019 e progressivamente rafforzate sotto il governo Fernández, dopo una prima liberalizzazione avvenuta con l'amministrazione Macri come abbiamo avuto modo di vedere nei paragrafi precedenti (Retamozo & Trujillo Salazar, 2025). Nel corso del mandato di Fernández l'Argentina ha accumulato un nuovo stock di debito per oltre 100 miliardi di dollari, con un forte incremento dell'indebitamento interno. Il disavanzo fiscale ufficiale ha raggiunto il 5% del PIL nel 2023 (come si può notare dalla precedente **Figura 4**), ma a questo si è aggiunto un ulteriore deficit "quasi fiscale", stimato attorno al 10% del PIL, derivante dalle operazioni di politica monetaria della Banca Centrale argentina (BCRA). In particolare, questo rappresenta un disavanzo non generato direttamente dal bilancio dello Stato ma dalle operazioni della Banca Centrale, che hanno comunque effetti fiscali simili a quelli della spesa pubblica tradizionale²¹. Una delle principali fonti di deficit quasi fiscale è stata

²¹ Il deficit "quasi fiscale" include tutte le operazioni che comportano un trasferimento implicito di risorse da parte della banca centrale, come il pagamento di alti interessi su strumenti di sterilizzazione (es. LELIQ), che generano perdite non registrate formalmente nel bilancio dello Stato ma che implicano un impegno fiscale futuro.

la crescente emissione di LELIQ (*Letras de Liquidez*), strumenti di debito a brevissimo termine (tipicamente a 7 giorni) emessi dalla Banca Centrale. Le LELIQ venivano collocate presso le banche commerciali, offrendo tassi d'interesse molto elevati (in certi momenti oltre il 100% su base annua), con lo scopo di assorbire la liquidità in eccesso creata proprio dal finanziamento monetario del deficit pubblico, frenare l'inflazione controllando la crescita della base monetaria e contenere le pressioni sul tasso di cambio. In pratica, la BCRA ritirava pesos dal mercato offrendo alle banche titoli ad alto rendimento, che però generavano un costo crescente per l'istituto centrale. Tali interessi, pur non figurando nel bilancio statale erano equivalenti ad una spesa pubblica indiretta. Questo meccanismo, nel tempo, ha prodotto un circolo vizioso: più moneta veniva emessa per finanziare il Tesoro, più LELIQ erano necessarie per sterilizzarla, e più interessi dovevano essere pagati, alimentando il deficit quasi fiscale (Página/12, 2023).

Nonostante gli sforzi di contenimento tramite questi strumenti di sterilizzazione, il ritmo di espansione della base monetaria risultò comunque insostenibile. L'emissione di moneta in assenza di fiducia, credibilità istituzionale e ancoraggio nominale efficace ha infatti alimentato una spirale inflazionistica: nella seconda metà del 2023, l'inflazione mensile ha superato ripetutamente la soglia del 10%, portando il tasso annuo oltre il 211%. In definitiva, la gestione macroeconomica dell'amministrazione Fernández, fondata su una combinazione di espansione fiscale e finanziamento monetario, ha accentuato gli squilibri esistenti, generando una dinamica in cui le politiche pubbliche, nel tentativo di sostenere la spesa e i consumi interni, hanno finito per indebolire ulteriormente la stabilità macroeconomica (Rodríguez, A., 2023).

1.6 L'inflazione sistemica: dinamiche storiche e interpretazioni teoriche

Nel corso della sua storia economica recente, come abbiamo avuto modo di vedere sinteticamente, l'Argentina ha conosciuto ripetuti episodi di instabilità inflazionistica, contraddistinti da drammatici aumenti dei prezzi al consumo e da profonde svalutazioni della valuta nazionale. Sebbene il Paese abbia sperimentato diversi momenti di alta inflazione, due fasi si distinguono in modo particolare per la loro gravità e durata: l'iperinflazione della fine degli anni Ottanta e il periodo di inflazione persistentemente elevata a partire dai primi anni 2000. Questi episodi offrono un'importante chiave di

lettura per comprendere gli effetti devastanti che possono derivare da politiche economiche inefficienti, instabilità politica e vulnerabilità agli shock esterni. Tra le principali cause dell'inflazione argentina si annoverano innanzitutto i disavanzi fiscali cronici e l'indebitamento pubblico. Nel corso dei decenni, i governi argentini hanno spesso operato in regime di forte deficit, finanziato attraverso emissione di debito pubblico o, più frequentemente, tramite la stampa di moneta da parte della Banca Centrale. Questa modalità di copertura delle spese ha determinato un'espansione dell'offerta di moneta non accompagnata da un corrispondente aumento della produzione reale, innescando pressioni inflattive costanti e crescenti. Con un debito pubblico in costante crescita, l'Argentina ha perso l'accesso ai mercati finanziari internazionali, mentre la prospettiva di un default ha aumentato il rischio percepito dagli investitori, determinando un'impennata dei tassi d'interesse e una drastica riduzione dei flussi di capitale. Un secondo fattore determinante è stato la pessima gestione della politica monetaria. In diversi momenti della sua storia recente, la Banca Centrale argentina ha dimostrato l'incapacità di attuare misure efficaci per il contenimento dell'inflazione. In particolare, la politica monetaria è stata spesso troppo espansiva, con un'eccessiva creazione di base monetaria che ha alimentato le aspettative inflattive e contribuito a destabilizzare il quadro macroeconomico (De Mier, M., & Delbianco, F., 2023).

Accanto a queste debolezze strutturali, la fragilità delle istituzioni e la discontinuità politica hanno esacerbato l'incapacità dello Stato di mantenere una linea economica coerente nel medio e lungo periodo. La frequente alternanza tra amministrazioni con orientamenti ideologici opposti ha portato a un succedersi di strategie economiche contrastanti, prive di visione strutturale. L'adozione di misure populiste – come controlli dei prezzi, congelamento delle tariffe, sussidi generalizzati – ha spesso risposto a esigenze sociali immediate, ma ha finito per accentuare gli squilibri economici nel tempo, peggiorando l'inflazione invece di contenerla. In particolare, l'Argentina ha manifestato una notevole difficoltà nell'attuazione efficace di politiche economiche di natura anti-ciclica, mostrando spesso un comportamento pro-ciclico che ha finito per amplificare, piuttosto che attenuare, le oscillazioni del ciclo economico²². Secondo la teoria keynesiana, le politiche anti-cicliche dovrebbero mirare a stimolare la domanda aggregata

²² Per politica pro-ciclica si intende una strategia economica che accentua le fasi del ciclo economico, ad esempio aumentando la spesa pubblica durante le espansioni o riducendola nelle recessioni, invece di contrastarle.

nei periodi di recessione (attraverso spesa pubblica e politiche monetarie espansive) e contenerla durante le fasi di espansione (attraverso surplus di bilancio o restrizioni creditizie), al fine di garantire stabilità macroeconomica nel lungo periodo. Un esempio emblematico è rappresentato dagli anni successivi alla crisi del 2001. In quel periodo, l'amministrazione Kirchner avviò una serie di politiche espansive che, inizialmente, ebbero un effetto anticiclico virtuoso: l'aumento della spesa pubblica, l'imposizione di dazi sulle esportazioni e la svalutazione del peso contribuirono al rilancio dell'industria nazionale e alla ripresa della crescita. Tuttavia, questa impostazione fu mantenuta anche durante la successiva fase di espansione economica, senza un rientro verso l'equilibrio di bilancio né un raffreddamento della domanda interna. Ne derivò un peggioramento strutturale delle finanze pubbliche. Questo comportamento è spesso osservato nei paesi emergenti, a causa di vincoli di bilancio, accesso limitato ai mercati e mancanza di credibilità istituzionale (Kaminsky et al., 2004).

Gli effetti dell'inflazione sulla società argentina sono stati ampiamente distruttivi. In primo luogo, vi è stata una progressiva erosione del potere d'acquisto per la popolazione, dal momento che i salari nominali spesso non sono riusciti a tenere il passo con l'aumento dei prezzi. Questo ha determinato un forte deterioramento del tenore di vita delle fasce medie e basse della popolazione, aggravando i livelli di povertà e di disuguaglianza. In secondo luogo, l'inflazione ha generato un clima di profonda incertezza economica, che ha disincentivato sia il risparmio sia l'investimento, le imprese infatti hanno trovato difficile pianificare a lungo termine. Alcuni numeri aiutano a comprendere l'eccezionalità di questi fenomeni. L'iperinflazione del 1989 resta uno degli episodi più traumatici della storia economica argentina: il tasso annuo superò il 3.000%, e l'indice dei prezzi aumentò di 200 volte tra il 1988 e il 1990. Alla fine di quell'anno, i prezzi raddoppiavano ogni pochi giorni. In epoca più recente, anche se non si è assistito a fenomeni di iperinflazione in senso stretto, l'inflazione è rimasta persistentemente elevata: nel 2018 il tasso ha toccato il 47,6%, mentre nel 2022 ha raggiunto il 94,8%, tra i più alti al mondo (Fudge, E., 2010).

Inoltre, va ricordato che in contesti di inflazione elevata o iperinflazione, il funzionamento della finanza pubblica è soggetto a distorsioni profonde. Un fenomeno particolarmente rilevante in tal senso è il cosiddetto effetto Tanzi, dal nome dell'economista Vito Tanzi, che lo descrisse negli anni '70 analizzando le economie

latinoamericane. Esso si verifica quando il ritardo temporale tra il momento in cui sorge l'obbligo fiscale (cioè, quando viene generato il reddito o la base imponibile) e quello in cui l'imposta viene effettivamente riscossa riduce il valore reale delle entrate pubbliche. In pratica, quando l'inflazione è molto alta, anche un breve differimento tra l'emissione dell'obbligazione tributaria e l'effettivo incasso da parte dello Stato può comportare una perdita significativa di potere d'acquisto. Questo accade perché il valore reale delle imposte incassate – anche se nominalmente invariato – si svaluta rapidamente a causa della crescita generalizzata dei prezzi. Di conseguenza, lo Stato si ritrova con entrate inferiori in termini reali, pur mantenendo livelli di spesa nominale costanti o crescenti, aggravando il deficit pubblico.

L'effetto Tanzi ha inoltre un carattere pro-ciclico: più l'inflazione accelera, maggiore è la perdita di valore delle entrate fiscali, e maggiore è il fabbisogno di finanziamento aggiuntivo, spesso coperto tramite emissione monetaria. Questo innesca una spirale negativa: il deficit reale si amplia, si emette nuova moneta, e ciò alimenta ulteriormente l'inflazione, aggravando l'effetto iniziale. È un meccanismo che ha giocato un ruolo cruciale in numerose crisi inflazionistiche dell'America Latina, tra cui il caso emblematico dell'Argentina negli anni '80.

Se T^t rappresenta l'ammontare nominale delle imposte dovute nel periodo t , π che rappresenta il tasso di inflazione, ma il pagamento effettivo avviene con un ritardo di τ periodi, allora il valore reale delle entrate riscosse (T^{reale}) è:

$$T^{\text{reale}} = \frac{T^t}{(1 + \pi)^\tau}$$

Dunque, più lunga è la distanza temporale τ , e più alto è il tasso di inflazione π , maggiore sarà la perdita reale di gettito per lo Stato. Questo meccanismo altera il bilancio pubblico anche in assenza di cambiamenti nella spesa o nel livello nominale delle imposte (Tanzi, V., 1977).

Come abbiamo potuto vedere sinteticamente, numerosi leader politici si sono trovati a fronteggiare – o, in alcuni casi, a generare – queste crisi inflattive. Ad esempio, Carlos Menem, in carica tra il 1989 e il 1999, introdusse il Piano di Convertibilità ancorando il peso al dollaro, ottenendo una temporanea stabilità che tuttavia sfociò in una nuova crisi sistemica nel 2001-2002. Più recentemente, Néstor Kirchner (2003–2007) e Cristina

Fernández de Kirchner (2007–2015) hanno adottato un'impostazione economica espansiva e fortemente interventista, con ampio uso della spesa pubblica e dei sussidi, ottenendo inizialmente effetti anticiclici positivi, ma contribuendo nel lungo periodo ad accrescere squilibri e pressioni inflattive. L'intera vicenda inflazionistica dell'Argentina offre una lezione essenziale: l'inflazione non è solo un fenomeno monetario, ma un riflesso diretto della qualità della governance economica, della solidità istituzionale e della coerenza delle politiche macroeconomiche (Trufflation, 2024).

Infine, vanno segnalati due programmi di stabilizzazione in Argentina che furono varati proprio con l'obiettivo di frenare la spirale inflazionistica negli anni Ottanta: il Piano Austral (1985) e il Piano Primavera (1988). Il primo introdusse una nuova moneta – l'austral – in sostituzione del peso (al tasso di 1.000:1), ed entrambi i piani furono accompagnati da un congelamento dei prezzi e dei salari, una politica monetaria restrittiva e un regime di cambio semi-fisso. L'obiettivo era spezzare la spirale inflattiva attraverso un shock nominale coordinato, stabilizzando le aspettative. Il congelamento dei prezzi e dei salari consisteva nel bloccare l'aumento dei prezzi dei beni e servizi e impedire la crescita nominale dei salari, almeno temporaneamente. L'obiettivo era quello di interrompere la spirale prezzi-salari²³, congelando entrambi i lati del circuito, il governo sperava di “raffreddare” le aspettative inflazionistiche e riportare stabilità nominale. Per quanto attiene il regime di cambio semi-fisso, consisteva nell' ancorare temporaneamente l'austral al dollaro a un tasso stabilito dallo Stato, ma con una certa flessibilità programmata nel tempo. Non si trattava di un aggancio rigido come nel *currency board* degli anni '90, ma nemmeno di un tasso completamente libero: l'obiettivo era garantire un riferimento nominale per i prezzi interni, stabilizzando le aspettative sul valore della moneta. Come tipico nella storia argentina, anche questi piani fallirono nell'intento di frenare definitivamente la crescita dell'inflazione perché la affrontarono con misure nominali – come il congelamento dei prezzi e dei salari e un cambio semi-fisso – senza correggere il disavanzo fiscale né interrompere la monetizzazione del deficit (Dornbusch, R., & de Pablo, J., 1988).

²³ La spirale prezzi-salari è un meccanismo in cui l'aumento dei prezzi riduce il potere d'acquisto dei salari, spingendo i lavoratori a chiedere aumenti retributivi. Le imprese, a loro volta, trasferiscono l'aumento del costo del lavoro sui consumatori alzando i prezzi, alimentando così una nuova ondata inflattiva

CAPITOLO 2: Javier Milei e la terapia shock: strategie, rischi ed opportunità

2.1 Javier Milei, chi è e cosa rappresenta per l'Argentina: tratti di una figura controversa

Javier Milei, economista di formazione e attuale Presidente della Repubblica Argentina, ha fondato la propria visione politica ed economica su un impianto ideologico dichiaratamente antistatalista, riconducibile al pensiero dell'anarco-capitalismo. Tale orientamento si basa su un'adesione convinta ai principi del libero mercato assoluto, con una marcata opposizione all'intervento pubblico in ambito economico, che Milei considera la causa principale del declino argentino. Coerentemente con tale approccio, si è espresso a favore dell'abolizione della Banca Centrale Argentina, accusata di essere lo strumento principale dell'emissione inflazionistica e della distruzione del potere d'acquisto, e ha proposto la dollarizzazione come soluzione definitiva alla crisi monetaria del paese. In ambito politico, il pensiero di Milei è stato associato a forme di populismo liberale di destra, caratterizzate da una narrazione polarizzante, un forte appello alla sovranità dell'individuo e una retorica di rottura con l'establishment tradizionale. La sua alleanza elettorale "*La Libertad Avanza*" (LLA) è stata fondata solo nel 2021. Ha iniziato la sua carriera politica proprio nel 2021, quando si è candidato con successo al Congresso Nazionale ed è diventato deputato per la città di Buenos Aires. Due anni dopo, ha vinto in 21 dei 24 distretti elettorali del paese alle elezioni presidenziali.

Alcuni analisti, come Pablo Stefanoni e i ricercatori del German Institute for International and Security Affairs (SWP), hanno osservato che il progetto politico di Javier Milei unisce una forte adesione ai principi del neoliberismo economico a una visione molto ideologica della politica. Secondo questi studiosi, questo tipo di approccio può rappresentare un rischio per il pluralismo democratico, soprattutto in un contesto istituzionale debole, dove mancano adeguati contrappesi per limitare il potere dell'esecutivo (Zilla, 2024; Stefanoni, P., 2023).

L'ascesa politica di Javier Milei si è affermata in un contesto di profonda crisi economica e crescente disillusione sociale. Nel novembre 2023, l'Argentina registrava un tasso d'inflazione annuo pari al 160%, con un livello di povertà che colpiva quasi metà della popolazione (49%) e un'economia in cui il 45,3% dei lavoratori risultava occupato in attività non registrate, prive di contratto formale e di tutele garantite dalla legislazione del

lavoro. A ciò si aggiungeva l'enorme esposizione debitoria del paese verso il Fondo Monetario Internazionale, di cui l'Argentina rappresenta il maggiore debitore al mondo. In questo scenario, Milei – economista indipendente e outsider della politica – ha trovato consenso grazie al suo stile provocatorio e alla retorica di rottura, incarnata simbolicamente dalla motosega usata in campagna elettorale. Il sostegno dell'ex presidente Mauricio Macri, leader del partito conservatore *Propuesta Republicana*, si è rivelato decisivo, soprattutto dopo l'esclusione al primo turno della candidata Patricia Bullrich. Sebbene il suo linguaggio tecnocratico e astratto non sia sempre accessibile a tutta la popolazione, il tono aggressivo e scenico ha catalizzato l'attenzione pubblica, rafforzandone l'appeal. Gran parte dell'elettorato ha riconosciuto in lui una risposta diretta all'incapacità dei governi precedenti di avviare un percorso di sviluppo sostenibile. La sua affermazione si è così fondata più sulla gravità della situazione economica che su un consenso ideologico pienamente consapevole (Zilla, 2024).

In un contesto statale segnato da inefficienze croniche, corruzione diffusa e incapacità strutturale di rispondere ai bisogni fondamentali della popolazione, la figura dello Stato tende a perdere legittimità, trasformandosi da possibile soluzione a parte integrante del problema. È proprio in questo scenario che trova terreno fertile la retorica radicalmente antistatale di Javier Milei. Il presidente argentino descrive lo Stato come una vera e propria organizzazione criminale, il cui smantellamento sarebbe necessario per ristabilire la libertà individuale. Ogni forma di intervento pubblico viene da lui percepita come intrinsecamente dannosa, mentre la tassazione è rappresentata come un atto coercitivo, finalizzato a sottrarre risorse a cittadini onesti e laboriosi. In un paese come l'Argentina, dove la fiducia nelle istituzioni è storicamente bassa e i risparmi vengono spesso detenuti in dollari al di fuori del sistema bancario, Milei ha proposto l'abolizione della Banca Centrale e la sostituzione del peso con il dollaro statunitense.

In linea con un'impostazione tipicamente populista, Milei attribuisce la responsabilità della crisi argentina a "la casta", ossia la classe politica dominante, definita come un'élite parassitaria che si appropria indebitamente delle risorse pubbliche. In questa visione, Milei nega le disuguaglianze di partenza derivanti dal contesto sociale ed educativo, assumendo invece una pretesa parità teorica tra gli individui che ignora le condizioni materiali di origine. Le istituzioni politiche e giuridiche, invece di essere concepite come strumenti per riequilibrare le disuguaglianze e prevenire distorsioni del mercato (come

gli oligopoli), sono da lui interpretate esclusivamente come vincoli alla libera espressione dell'individuo e all'autoregolazione del mercato. In quest'ottica, ogni forma di redistribuzione è ritenuta ingiusta, e vengono categoricamente rifiutate le politiche di azione positiva, la tutela delle minoranze e il welfare inteso come compensazione sociale (Zilla, 2024).

L'elaborazione teorica che guida l'azione economica di Javier Milei e del suo entourage si fonda su un'interpretazione selettiva dell'esperienza argentina successiva al ritorno della democrazia. In particolare, due momenti storici risultano centrali nella loro lettura. Da un lato, il governo di Carlos Menem (1989–1999), che applicò con decisione l'agenda del cosiddetto “Washington Consensus” – sostenuta da Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale – e introdusse il regime di convertibilità tra peso e dollaro, viene considerato come l'esperimento più riuscito in termini di stabilizzazione macroeconomica. Dall'altro, l'esecutivo guidato da Mauricio Macri (2015–2019), pur orientato in senso liberale, viene giudicato fallimentare a causa dell'approccio troppo graduale e compromissorio con il sistema politico esistente. A partire da tale diagnosi, Milei ha sviluppato la convinzione che solo una strategia di terapia d'urto (*shock therapy*), basata su riforme rapide, profonde e simultanee, possa riformare efficacemente le fondamenta dell'economia argentina (Zilla, 2024).

2.2 Principali riforme legislative attuate durante la presidenza

A pochi giorni dal suo insediamento, il governo di Javier Milei ha avviato un'ampia offensiva riformista, presentando un doppio pacchetto normativo: un decreto d'urgenza e un articolato disegno di legge, noti al pubblico come “mega-decreto” e “legge omnibus”. Il Decreto di Necessità e Urgenza n. 70/2023 (cd. mega-decreto), in vigore fino al dicembre 2025, ha dichiarato lo stato di emergenza in settori chiave come economia, finanza, fiscalità, sanità e previdenza, aprendo la strada a un'accelerazione della deregolamentazione, alla liberalizzazione di alcuni mercati e alla riduzione degli obblighi amministrativi per le imprese. Il suo impianto rispecchia fedelmente la visione libertaria del presidente, secondo cui lo Stato deve ritirarsi dall'economia per lasciare spazio alle forze del mercato.

Parallelamente, la Legge 27742 (*Ley Bases y Puntos de Partida para la Libertad de los Argentinos*), approvata nel luglio 2024 in una versione riformulata e ridotta rispetto alla proposta iniziale, ha conferito all'esecutivo ampi margini di intervento per ristrutturare la macchina pubblica, razionalizzare la spesa e avviare un vasto programma di privatizzazioni. Settori strategici come trasporti, energia e media pubblici sono stati inclusi nell'elenco delle aziende da dismettere o riorganizzare. Le misure approvate puntano a trasformare radicalmente il ruolo dello Stato argentino: da motore della spesa pubblica e della protezione sociale a semplice regolatore, in linea con una dottrina economica di impronta chiaramente neoliberale (Zilla, 2024).

Tale impostazione ha trovato espressione concreta anche nel cosiddetto “*Piano motosierra*”, che ha comportato il licenziamento o la non riconferma di migliaia di lavoratori statali. Secondo fonti ufficiali, entro metà 2024 sono stati tagliati oltre 25.000 contratti, con l'obiettivo di comprimere la spesa corrente. Il numero dei ministeri è stato dimezzato, molte agenzie pubbliche sono state soppresse, e diversi enti – in particolare quelli legati alla cultura, alla promozione dei diritti, alla lotta alla discriminazione e alla parità di genere – sono stati aboliti o privati di fondi. Tra i più colpiti figurano l'Istituto Nazionale contro la Discriminazione (INADI), l'Istituto del Cinema (INCAA), e le strutture dedicate alla protezione delle minoranze e delle vittime di violenza di genere. Persino l'uso del linguaggio inclusivo è stato bandito negli uffici pubblici. I primi effetti economici della deregolamentazione si sono manifestati soprattutto sul lato dei prezzi. In diversi comparti, come il tessile e l'importazione di beni di consumo, il ritiro o l'alleggerimento dei vincoli normativi ha favorito una significativa riduzione dei costi, con stime che indicano cali medi fino al 30%. Allo stesso tempo, sono state introdotte semplificazioni procedurali, come il principio del “silenzio assenso amministrativo”, che prevede l'approvazione automatica di una richiesta se l'amministrazione non risponde entro un termine stabilito. L'obiettivo è rendere il sistema più agile, riducendo i tempi morti e stimolando l'attività imprenditoriale. Nel complesso, la strategia perseguita riflette la convinzione che una minore ingerenza statale, accompagnata da un abbattimento delle barriere regolatorie, possa generare maggiore efficienza allocativa, attrarre investimenti e contribuire a ridurre l'inflazione attraverso un migliore funzionamento dei mercati. (Zilla, 2024).

Sul fronte geopolitico, il governo Milei ha espresso la volontà di ridiscutere il ruolo dell'Argentina all'interno del Mercosur²⁴, giudicato un blocco inefficiente e penalizzante per l'economia nazionale, in particolare per l'industria argentina. In alternativa, l'esecutivo ha manifestato interesse ad avvicinarsi agli Stati Uniti e a stringere accordi bilaterali di libero scambio, anche a costo di abbandonare lo storico trattato sudamericano (Bloomberg, 2025). Questa nuova visione è stata sancita simbolicamente nel “Patto di Maggio”, firmato nel luglio 2024 con i governatori di 18 province, che definisce dieci principi fondanti per la rifondazione dello Stato argentino. Tra questi spiccano l'inviolabilità della proprietà privata, il pareggio di bilancio, la riduzione della spesa pubblica al 25% del PIL e l'impegno a liberalizzare il commercio estero. In questo quadro ideologico, qualsiasi politica redistributiva o protettiva viene vista come una distorsione da superare (Molina, R. F., 2025).

L'impatto di questo complesso di riforme è significativo non solo sul piano macroeconomico, ma anche su quello sociale e istituzionale. Il disegno del governo, coerente nella sua ispirazione, pone interrogativi profondi sulla sostenibilità di un modello incentrato sulla riduzione dello Stato in un contesto come quello argentino, storicamente segnato da forti disuguaglianze, instabilità fiscale e fragilità istituzionale.

2.3 Il “Piano Milei” sta funzionando?

Al momento dell'insediamento, nel dicembre 2023, il governo Milei si è trovato ad affrontare una crisi economica profonda, caratterizzata da un tasso di povertà vicino al 40%, un'inflazione galoppante e una dinamica di sfiducia diffusa. In tale contesto, la priorità assoluta è stata quella di evitare l'ipotesi iperinflazionistica, attraverso il ripristino di una cornice macroeconomica stabile e credibile. Uno degli aspetti più rilevanti dell'esperienza economica dell'amministrazione Milei riguarda appunto la rapida e significativa riduzione del tasso d'inflazione, un fenomeno che fino a pochi mesi prima sembrava fuori controllo. Il calo dell'inflazione può essere attribuito a tre fattori principali: il ritorno a una rigorosa disciplina fiscale, il ruolo delle aspettative di stabilità nei comportamenti degli operatori economici e la capacità del governo di interrompere la

²⁴ Il Mercosur (*Mercado Común del Sur*) è un blocco commerciale istituito nel 1991 tra Argentina, Brasile, Paraguay e Uruguay, con l'obiettivo di creare un mercato comune fondato sulla libera circolazione di beni, servizi e capitali. Negli anni, è stato spesso criticato per un'eccessiva protezione dell'industria brasiliana e per la sua lentezza decisionale.

spirale prezzi-salari, che verranno approfonditi meglio più avanti. Questo mix di politiche ha contribuito a ristabilire un clima di fiducia, sia sul mercato interno sia tra gli osservatori internazionali, pur in presenza di forti tensioni sociali legate all'austerità fiscale e al taglio della spesa pubblica.

Durante il dibattito pre-elettorale con Sergio Massa, allora ministro dell'Economia e candidato per il peronismo, Javier Milei aveva affermato: *"Vamos a terminar con el cáncer de la inflación"*. In quella stessa occasione, aveva anche annunciato l'intenzione di dollarizzare l'economia e abolire la Banca Centrale. Sebbene queste misure estreme non siano state ancora attuate, il presidente ha comunque mantenuto l'impegno più urgente e simbolicamente più rilevante: contrastare l'inflazione, considerata l'emergenza macroeconomica prioritaria (Vasquez, 2025).

2.3.1 Inflazione e ordine politico-economico: la sfida inaugurale del governo Milei

Uno degli aspetti centrali del piano anti-inflazionistico del presidente Milei riguarda il controllo dell'offerta di moneta, coerentemente con l'impostazione della teoria quantitativa della moneta. Secondo questa visione classica, l'inflazione non dipende soltanto da shock temporanei o da squilibri tra domanda e offerta reale di beni e servizi, ma è determinata in larga parte dalla quantità di moneta in circolazione. Il principio teorico, che affonda le radici nella scuola monetarista, stabilisce infatti che un'eccessiva espansione dell'offerta di moneta riduce il potere d'acquisto della valuta nazionale, generando pressioni inflazionistiche (Oner, 2019)²⁵.

L'esperienza recente dell'Argentina costituisce un esempio emblematico di questa dinamica: secondo i dati diffusi dal Cato Institute, nel dicembre 2023, momento dell'insediamento di Milei, l'offerta di moneta misurata su base annua era cresciuta del 199,9%, una cifra che riflette una politica monetaria fortemente espansiva, portata avanti dalla banca centrale nei mesi precedenti (Dorn, 2024). Di fronte a questo scenario, il nuovo governo ha adottato misure drastiche, bloccando l'espansione della base monetaria e imponendo una moratoria alla stampa di nuovi pesos da parte della Banca Centrale Argentina. Secondo le analisi di Nicolás Cachanosky (2024), ciò ha significato, di fatto,

²⁵ Secondo la teoria quantitativa della moneta, il livello generale dei prezzi è proporzionalmente legato all'offerta di moneta attraverso l'identità $MV=PY$, dove M rappresenta la quantità di moneta in circolazione, V la velocità con cui la moneta viene spesa, P il livello dei prezzi e Y il prodotto reale dell'economia. In condizioni di stabilità della velocità di circolazione e del PIL reale, un incremento dell'offerta di moneta tende a tradursi in un aumento dei prezzi, ossia in inflazione.

un congelamento della quantità di moneta in circolazione, con l'obiettivo immediato di fermare l'inflazione alimentata dalla monetizzazione del deficit pubblico.

Parallelamente, l'esecutivo ha avviato un processo di consolidamento fiscale mirato alla drastica riduzione della spesa pubblica e del disavanzo, limitando in modo significativo il ricorso al finanziamento monetario del Tesoro. Tuttavia, questa strategia, seppur coerente con la necessità di riportare sotto controllo l'inflazione, non è priva di rischi. Il congelamento della base monetaria in un contesto caratterizzato da shock dell'offerta e fragilità produttiva può avere effetti collaterali significativi: se le imprese non fossero in grado di aumentare i prezzi in termini nominali per far fronte all'aumento dei costi, potrebbero decidere di ridurre la produzione o di sospendere l'attività, con conseguenze potenzialmente recessive.

Per mitigare questi effetti, Milei ha contestualmente avviato un processo di stabilizzazione valutaria, legando progressivamente il valore del peso argentino al dollaro statunitense. Attraverso tale ancoraggio, il governo spera di importare stabilità dai mercati internazionali, affidandosi a una valuta più solida per contenere le aspettative inflazionistiche e rafforzare la fiducia nella moneta nazionale. Questo approccio ha l'intento di creare un vincolo esterno alla politica monetaria interna, spesso caratterizzata da instabilità e interferenze politiche (Cachanosky, N., 2024)

Uno degli aspetti più significativi del programma economico del governo Milei, quindi, è stato il contenimento dell'inflazione, raggiunto con sorprendente rapidità e rigore nei primi mesi del 2024. Come mostra la Figura 4, all'indomani dell'insediamento del nuovo presidente, avvenuto il 10 dicembre 2023, l'Argentina ha registrato un picco inflazionistico eccezionale, con un tasso mensile pari al 25%. Su base annualizzata, tale valore corrisponde a un'inflazione teorica superiore al 1.200%²⁶. Questo picco rappresenta l'apice di una fase di iperinflazione latente, che aveva già visto valori mensili stabilmente superiori al 5% sin dal 2022 e superiori al 10% nei mesi immediatamente precedenti le elezioni presidenziali.

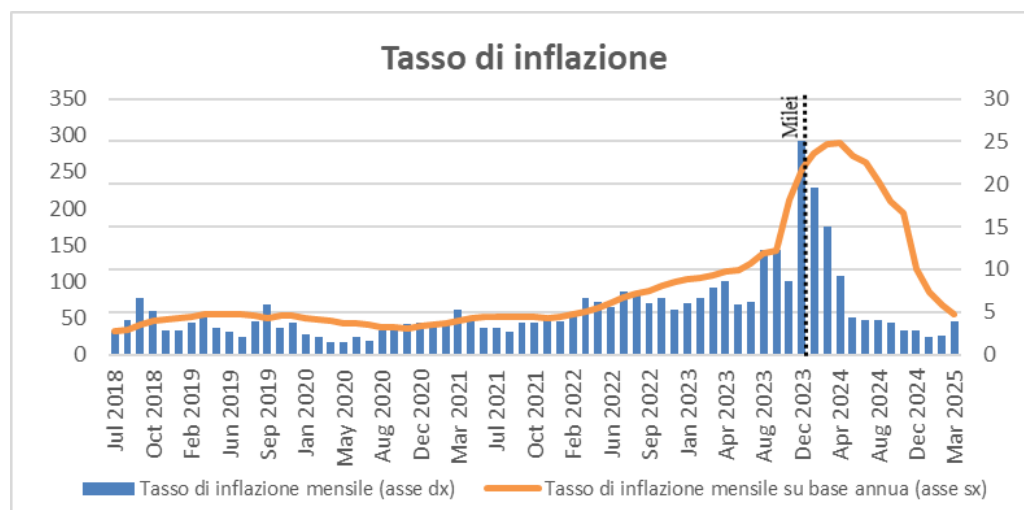
Le cause dell'impennata inflazionistica di dicembre 2023 sono riconducibili a due interventi principali. In primo luogo, il governo ha operato una svalutazione ufficiale del

²⁶ Il tasso annualizzato è una proiezione teorica: rappresenta il livello che l'inflazione raggiungerebbe in un anno se il tasso mensile restasse invariato per dodici mesi consecutivi. Non equivale al tasso effettivo su base annua.

peso argentino di oltre il 50%, portando il cambio da circa 365 a 800 pesos per dollaro statunitense. Questo adeguamento ha generato un effetto diretto sui prezzi dei beni importati e di quelli indicizzati al dollaro, contribuendo in modo immediato all'aumento dell'indice dei prezzi al consumo. In secondo luogo, l'esecutivo ha annunciato la rimozione di numerosi controlli amministrativi su prezzi regolati, tra cui tariffe energetiche, trasporti pubblici e carburanti. La liberalizzazione di questi prezzi, precedentemente mantenuti artificialmente bassi tramite sussidi pubblici, ha determinato un riallineamento repentino ai valori di mercato, con un impatto significativo sull'inflazione di breve periodo (LaVoce.info, 2024).

Nel complesso, il 2023 si è chiuso con un tasso d'inflazione annuo pari al 211,4%, valore che ha ampiamente superato le previsioni e rappresenta un netto peggioramento rispetto al 94,8% registrato nel 2022. Tuttavia, a partire da gennaio 2024 si osserva una discesa marcata e continua del tasso di inflazione mensile, che scende sotto il 5% già in primavera e si stabilizza intorno al 3% entro metà anno. La rapidità e la coerenza di questo processo disinflazionistico costituiscono un'anomalia nel contesto argentino, dove i precedenti tentativi di stabilizzazione monetaria si sono rivelati lenti, disomogenei e spesso reversibili.

Figura 4: Tasso di inflazione (2018 - 2025)



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv Workspace²⁷

²⁷ Le serie utilizzate sono: Argentina CPI % Change m/m e Argentina CPI % Change y/y

Questo processo di stabilizzazione è il risultato di un mix di politiche coerenti, che hanno agito sia sul fronte della domanda sia su quello dell'offerta. In particolare, il governo Milei ha combinato un shock negativo di domanda, legato al drastico aggiustamento fiscale, con un shock positivo di offerta, derivante dalle liberalizzazioni e dalla rimozione di vincoli normativi. Secondo l'impostazione teorica di base, entrambi gli shock contribuiscono a ridurre la pressione sui prezzi: il primo riducendo la spesa aggregata e quindi la domanda interna, il secondo aumentando la concorrenza e l'efficienza nei mercati dei beni e servizi. Tuttavia, l'effetto sull'attività economica complessiva è meno chiaro, poiché dipende da quale tra i due effetti prevalga. Se prevale l'effetto recessivo del contenimento della domanda, la crescita può rallentare; se invece le riforme dal lato dell'offerta sono sufficientemente forti, possono sostenere l'espansione. In ogni caso, la dinamica dei prezzi osservata negli ultimi mesi non appare sorprendente alla luce di queste premesse teoriche, anche se la velocità della disinflazione non ha precedenti recenti nella storia economica argentina (LaVoce.info, 2024). Di seguito, viene riportata una disamina dei principali canali attraverso cui si è realizzato il piano di Milei.

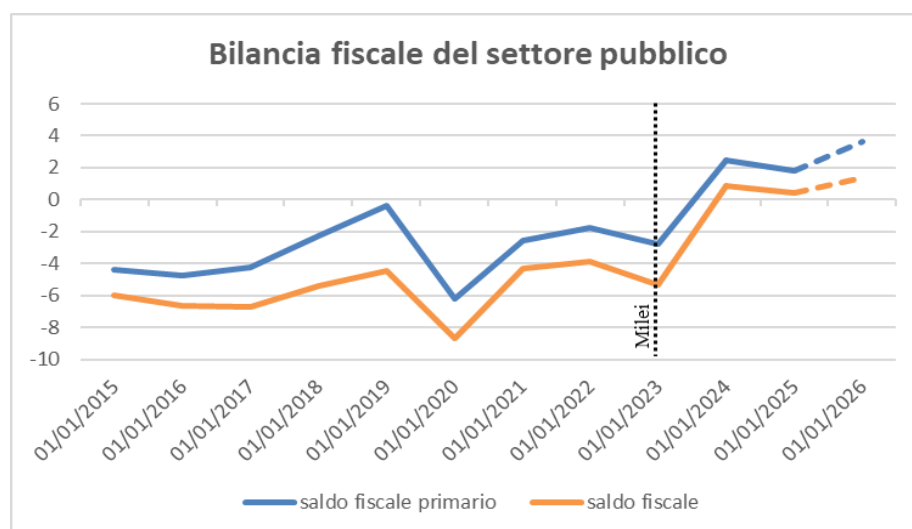
Il primo canale attraverso cui si è realizzata la disinflazione è stato quello della **disciplina fiscale**. Dopo anni segnati da ampi disavanzi pubblici, finanziati in larga parte attraverso l'emissione monetaria della Banca Centrale, prassi resa necessaria anche dalla cronica esclusione del paese dai mercati internazionali, l'amministrazione Milei ha intrapreso un deciso percorso di riequilibrio dei conti pubblici, facendo del pareggio di bilancio una priorità politica ed economica. La cosiddetta "monetizzazione del deficit", in vigore nei decenni precedenti, ha avuto effetti distorsivi evidenti: ha alimentato un'inflazione persistente, ha indebolito la credibilità della politica economica e ha accelerato la sfiducia verso la moneta nazionale (Zilla, 2024).

Come mostra la Figura 5, che riporta l'evoluzione del saldo primario e del saldo fiscale tra il 2015 e il 2026 (con valori stimati per quest'ultimo anno), si registra una netta inversione di tendenza a partire dal 2024, in corrispondenza con l'insediamento del nuovo governo. L'asse verticale rappresenta la differenza tra entrate e spese pubbliche in percentuale del PIL: valori negativi indicano deficit, positivi indicano surplus²⁸. È

²⁸ Il saldo fiscale rappresenta la differenza tra entrate totali e spesa pubblica, inclusi gli interessi sul debito. Il saldo primario, invece, esclude gli interessi. Entrambi sono espressi in percentuale del PIL. Un saldo primario positivo indica che lo Stato incassa più di quanto spende, al netto degli interessi.

evidente che, a partire dal 2024, il consolidamento fiscale è divenuto elemento distintivo della nuova fase politica (LaVoce.info, 2024). Dal grafico si nota come per buona parte degli ultimi anni, l'Argentina abbia mantenuto un disavanzo primario strutturale, spesso oltre il 3–4% del PIL. Con la nuova amministrazione, già nel primo trimestre del 2024 si è registrato un avanzo primario, seguito da un azzeramento del saldo complessivo. Tale risultato è stato ottenuto attraverso un piano di consolidamento fiscale particolarmente ambizioso, finalizzato all'eliminazione del disavanzo complessivo, stimato al 5,4% del PIL all'arrivo di Milei, nell'arco di un solo anno (International Monetary Fund, 2024). Il piano ha combinato misure di aumento delle entrate per circa il 2% del PIL con una riduzione della spesa per il restante 3%. Tra gli interventi sul lato delle entrate figurano l'incremento temporaneo dei dazi su importazioni e alcune esportazioni, una parziale reintroduzione dell'imposta sul reddito, un condono fiscale e un programma di rientro dei capitali. Sul fronte della spesa, il governo ha tagliato drasticamente i trasferimenti discrezionali alle province, gli stanziamenti per le infrastrutture e le spese correnti, incluse quelle previdenziali. Parallelamente, sono state rafforzate alcune misure di protezione sociale con l'obiettivo di mitigare l'impatto regressivo dell'austerità: *l'Asignación Universal por Hijo*, un sussidio destinato alle famiglie a basso reddito con figli, è stata raddoppiata; mentre *la Tarjeta Alimentar*, carta prepagata per l'acquisto di beni alimentari di prima necessità, è stata aumentata del 50% (Balsamo C. M., 2023).

Figura 5: Bilancia fiscale del settore pubblico (2015 - 2026)



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv Workspace²⁹

²⁹ Le serie utilizzate sono: *Argentina general e primary government balance % of GDP*

Infine, secondo le stime ufficiali del Fondo Monetario Internazionale (FMI), nel 2024 la spesa pubblica è stata ridotta del 27% in termini reali, pari a 4,5 punti percentuali del PIL, il rapporto Debito/PIL è diminuito dal 155,4% nel 2023 al 91,5% nel 2024. Si tratta di uno dei più grandi aggiustamenti fiscali della storia economica recente del paese. Come ha osservato Federico Sturzenegger, ex presidente della Banca Centrale e attuale ministro della Deregolamentazione, questa strategia riflette una logica di “equilibrio forzato”: il governo, privo di accesso al finanziamento monetario e ai mercati internazionali del credito, può spendere solo quanto effettivamente incassa (Sturzenegger, 2024).

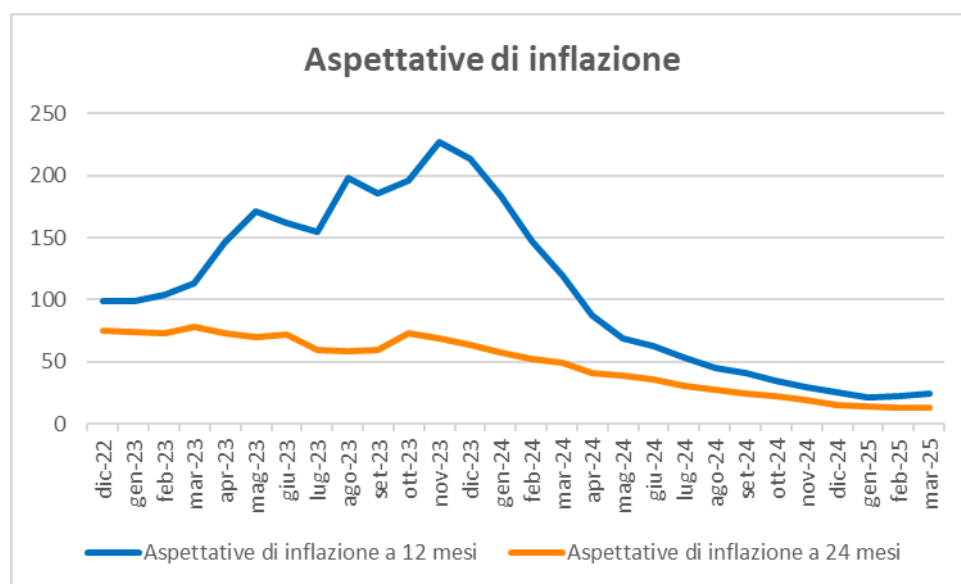
Tale impegno in termini di disciplina fiscale appunto, ha avuto due effetti rilevanti. In primo luogo, ha rafforzato la credibilità del governo di fronte a famiglie, imprese e mercati, evitando che si generasse l’aspettativa di una futura “tassa da inflazione”³⁰, ovvero un ritorno al finanziamento del disavanzo tramite l’emissione monetaria. In secondo luogo, ha consentito alla banca centrale di adottare una politica monetaria meno restrittiva, proprio perché il consolidamento fiscale ha ridotto la necessità di mantenere tassi d’interesse elevati. In particolare, la normalizzazione del tasso di rifinanziamento principale, tasso al quale le banche commerciali prendono a prestito fondi dalla banca centrale, ha permesso di mitigare l’effetto recessivo dell’austerità fiscale, rendendo la politica monetaria più accomodante. Questo bilanciamento tra rigore fiscale e flessibilità monetaria ha contribuito a evitare un rallentamento eccessivo dell’attività economica, rendendo più sostenibile il percorso disinflazionistico (LaVoce.info, 2024).

Il secondo canale attraverso cui si è attivato il processo disinflazionistico in Argentina è quello delle **aspettative di inflazione**. Come mostrato nella Figura 6, le previsioni di mercato sull’andamento dei prezzi al consumo a 12 e 24 mesi sono diminuiti in modo netto nel corso del 2024, segnalando una maggiore fiducia degli operatori nella capacità del governo di riportare sotto controllo la dinamica inflattiva. Il grafico mostra chiaramente come, tra novembre 2023 e settembre 2024, le aspettative di inflazione a 12 mesi si siano più che dimezzate, mentre quelle a 24 mesi hanno seguito un trend discendente più graduale ma costante, segnalando un effetto duraturo della credibilità politica sulle dinamiche nominali.

³⁰ La “tassa da inflazione” è una forma implicita di prelievo fiscale: quando lo Stato finanzia il disavanzo pubblico emettendo moneta, l’inflazione che ne deriva riduce il potere d’acquisto dei cittadini, trasferendo valore reale allo Stato.

In particolare, l'asse verticale (y) riporta la variazione percentuale attesa dell'indice dei prezzi al consumo (CPI) per l'anno successivo (linea blu) e per i successivi due anni (linea arancione), sulla base del sondaggio REM (*Relevamiento de Expectativas de Mercado*) pubblicato mensilmente dalla Banca Centrale Argentina. Si tratta quindi di stime formulate da analisti, banche e istituzioni finanziarie riguardo all'inflazione attesa nei 12 e 24 mesi successivi rispetto alla data di rilevazione. Per esempio, un valore di 150 sull'asse y della curva blu a ottobre 2023 indica che, in media, il mercato si aspettava un'inflazione annua del 150% nei 12 mesi successivi (quindi entro ottobre 2024) (LaVoce.info, 2024).

Figura 6: Aspettative di inflazione 2022 - 2025)



Fonte: Elaborazione propria su dati BCRA – *Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)*

Dal punto di vista macroeconomico, il ruolo delle aspettative è centrale, poiché influenza direttamente le decisioni di consumo, risparmio, investimento e negoziazione salariale. Se le famiglie e le imprese prevedono che l'inflazione futura sarà elevata, tenderanno ad anticipare le spese, per evitare prezzi più alti, o a richiedere aumenti salariali più consistenti, alimentando così un effetto di retroazione sulla crescita dei prezzi. Al contrario, quando le aspettative si stabilizzano o scendono, come nel caso argentino recente, si riduce la pressione al rialzo sulla domanda aggregata e sui salari, contribuendo in modo autonomo alla discesa dell'inflazione.

In tal senso, la comunicazione di un piano economico percepito come credibile, unita a segnali concreti di disciplina fiscale e riforma strutturale, ha favorito l'allineamento delle aspettative del mercato. Ovviamente, anche l'annuncio di una futura dollarizzazione ha contribuito a stabilizzare le aspettative di inflazione. Questo ha permesso alle famiglie di non dover anticipare sistematicamente i consumi per timore di futuri rincari o negoziare salari sempre più alti solo per evitare che siano erosi dall'inflazione futura, riducendo l'inerzia tipica dei contesti iperinflazionistici (LaVoce.info, 2024).

Il terzo canale attraverso cui si è attivato il processo disinflazionistico in Argentina riguarda la **riduzione della pressione sui costi sostenuti dalle imprese**, sia in termini di salari che di prezzi dei beni intermedi e importati. Entrambi questi elementi incidono direttamente sulla formazione dei prezzi finali e dunque sulla dinamica dell'inflazione. Il piano Milei ha agito su entrambi i fronti.

Sul piano interno, un fattore chiave è stato il contenimento della spirale prezzi-salari.

In un sistema in cui le aspettative di inflazione sono elevate, le imprese tendono ad aumentare i prezzi in via preventiva, mentre i lavoratori richiedono continui adeguamenti salariali per non perdere potere d'acquisto. Tale dinamica può generare un circolo vizioso autoalimentato che rende difficile stabilizzare i prezzi. Tuttavia, nei mesi successivi all'insediamento del nuovo governo si è osservata una discesa significativa della dinamica dei salari nominali, ovvero del tasso di crescita delle retribuzioni lorde non corretto per l'inflazione. Questo ha contribuito a contenere i costi unitari del lavoro per le imprese, agendo come freno alla traslazione dei costi nei prezzi finali.

Parallelamente, si è osservato un parziale recupero dei salari reali, che misurano il potere d'acquisto effettivo delle retribuzioni una volta corrette per l'aumento dei prezzi. Tale recupero, ancora fragile e disomogeneo tra settori, è stato favorito dal rallentamento dell'inflazione e dalla stabilizzazione delle aspettative, che ha reso possibile una moderazione salariale senza ulteriori perdite in termini reali (LaVoce.info, 2024).

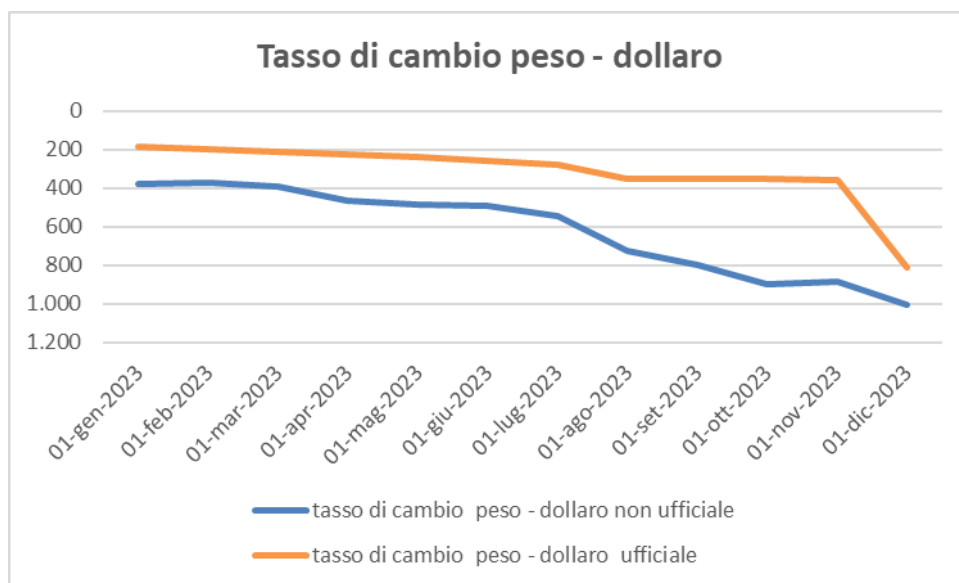
Sul piano esterno, un secondo canale di riduzione dei costi è derivato dalla stabilizzazione del tasso di cambio nominale e dalla riduzione delle barriere all'importazione, in particolare i dazi.

In questo ambito, un passaggio cruciale è stato rappresentato dalla svalutazione iniziale del peso argentino, attuata nel dicembre 2023 subito dopo l'insediamento del governo

Milei (Cappiello, A., 2006). Il tasso di cambio ufficiale è stato portato da circa 365 a 800 ARS/USD, con una svalutazione di oltre il 50% (come evidenziato nella Figura 7). La misura rispondeva all'urgenza di correggere una grave distorsione valutaria, caratterizzato da un dualismo tra un cambio ufficiale artificiosamente basso e un tasso parallelo (cd. *dolàr blue*) ben più elevato, alimentato da anni di controlli amministrativi, restrizioni valutarie e sussidi all'importazione. Questa situazione generava gravi squilibri: da un lato, penalizzava gli esportatori, costretti a convertire i propri introiti a un cambio svantaggioso; dall'altro, consentiva forme di arbitraggio, in cui soggetti con accesso al cambio ufficiale acquistavano valuta estera a un prezzo scontato per poi rivenderla sul mercato parallelo ottenendo margini elevati.

Tale svalutazione, oltre a favorire il riequilibrio della bilancia commerciale, ha rappresentato secondo Claudia Zilla, una manovra di “rientro d'urgenza all'equilibrio nominale”, senza la quale non sarebbe stato possibile avviare alcuna politica credibile di stabilizzazione successiva (Zilla, 2024).

Figura 7: Tasso di cambio - peso dollaro (2023)



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv Workspace³¹

La svalutazione ha quindi rappresentato il punto di partenza per una fase di transizione verso un regime valutario più ordinato, basato su un *crawling peg* mensile del 2% sotto

³¹ Le serie utilizzate sono: *US Dollar/Argentine Peso FX Spot Rate* (USD/ARS) per il tasso ufficiale, e *US Dollar/Argentine Blue Dollar FX Spot Rate* per il tasso di cambio parallelo (mercato non ufficiale).

la supervisione della Banca Centrale Argentina³². In pratica, il tasso di cambio non viene fissato rigidamente, ma aggiornato con una progressione programmata verso la svalutazione, così da mantenere la competitività dell'economia argentina in un contesto ancora inflazionato. Questo meccanismo rappresenta una soluzione intermedia tra cambio fisso e flessibile, capace di fornire prevedibilità ai mercati e protezione dall'instabilità valutaria, utile quindi sia a sostenere l'export sia a mantenere accessibili le importazioni. Il presidente Milei e il ministro dell'Economia Luis Caputo hanno inoltre annunciato che, una volta che l'inflazione mensile si sarà stabilizzata intorno al 2,5% per almeno tre mesi consecutivi, il governo ridurrà il ritmo del *crawling peg* all'1% mensile, come segnale di normalizzazione macroeconomica e premessa per l'eventuale rimozione dei controlli sui cambi (*cepo cambiario*).

Dunque, la stabilità del cambio ha contribuito a contenere i costi delle imprese, sia perché ha evitato ulteriori aumenti nei prezzi dei beni importati (molti dei quali utilizzati come input produttivi), sia perché ha ridotto l'incertezza sui futuri costi operativi, disinnescando la necessità di aumentare i prezzi in via precauzionale.

Infatti, i prezzi dei beni importati, fortemente sensibili al tasso di cambio e ai costi doganali, sono tornati a livelli comparabili a quelli pre-crisi entro pochi mesi. Questo andamento suggerisce che le imprese si sono trovate in condizioni più favorevoli per contenere i prezzi dei propri listini, il che rappresenta un fattore a supporto della disinflazione registrata sul versante dei prezzi al consumo (LaVoce.info, 2024).

2.3.2 Quali sono le ulteriori conseguenze del Piano Milei dal punto di vista economico e sociale?

Uno degli indicatori più rivelatori delle difficoltà strutturali dell'economia argentina è l'assenza di una crescita sostenuta del prodotto interno lordo reale, ossia del PIL corretto per l'inflazione. Tale stagnazione di lungo periodo ha ostacolato non solo il benessere individuale, ma anche la capacità del paese di migliorare il proprio potenziale produttivo e ridurre la povertà strutturale. Per affrontare questa debolezza, il presidente Javier Milei ha adottato un approccio radicale anche in materia di regolamentazione, intraprendendo una massiccia operazione di deregolamentazione del sistema economico. L'obiettivo

³² Il *crawling peg* è un regime valutario in cui il tasso di cambio viene aggiustato progressivamente secondo una regola prestabilita, tipicamente in direzione della svalutazione. È utilizzato per evitare shock valutarî improvvisi, mantenere la competitività reale dell'economia e fornire un ancoraggio credibile alle aspettative in presenza di inflazione ancora elevata.

dichiarato è quello di eliminare gli ostacoli burocratici che scoraggiano gli investimenti e frenano l'imprenditorialità. In linea con i risultati dello studio "The Regulation of Entry" di Djankov et al. (2002), in cui gli autori mostrano che nei contesti caratterizzati da regolamentazioni più pesanti, l'ingresso nel mercato è più difficoltoso, favorendo fenomeni di corruzione e limitando la concorrenza. Il lavoro evidenzia una relazione inversa tra eccessiva regolazione statale e sviluppo economico. In linea con questi risultati, il governo Milei ha promosso una strategia di semplificazione normativa volta a ridurre le barriere all'iniziativa privata, intervenendo su numerosi vincoli burocratici. Tra i primi esempi concreti figura l'abolizione delle restrizioni amministrative relative all'installazione dei punti di ricarica per veicoli elettrici, con l'obiettivo dichiarato di favorire l'attività imprenditoriale e snellire l'apparato regolatorio (Djankov, 2002; Elliot, 2025). In questo quadro, il presidente ha più volte ribadito l'intenzione di "togliere lo Stato di mezzo", nella convinzione che sia l'intervento pubblico stesso a ostacolare la vitalità economica del paese.

I primi segnali di disinflazione e semplificazione normativa hanno alimentato un cauto ottimismo circa la possibilità di una futura ripresa economica. Tuttavia, ogni programma economico di rottura comporta inevitabili tensioni nel breve periodo. Il congelamento dell'offerta di moneta, elemento cardine del piano di Milei, ha contribuito a contenere la spinta inflattiva, ma ha esposto il sistema produttivo a effetti collaterali rilevanti. In presenza di shock di offerta, infatti, la rigidità della base monetaria può ostacolare l'aggiustamento dei prezzi e dei salari, compromettendo la redditività delle imprese e la sostenibilità dell'occupazione³³. Secondo quanto riportato da Ventura (2025), questo effetto ha colpito in modo particolare i settori a più alta intensità di lavoro, contribuendo a un'impennata del tasso di povertà, che nel primo semestre del 2024 è salito di 11 punti percentuali, fino a raggiungere il 53% della popolazione, riconducibile anche alle misure di austerità e consolidamento fiscale adottate in fase iniziale, come già discusso. Tale tendenza si è tuttavia invertita nella seconda metà del 2024, quando l'incidenza della povertà è diminuita in modo significativo rispetto al primo semestre: -13,9% tra le famiglie e -14,8% tra gli individui. Inoltre, va ribadito che, il governo Milei ha

³³ In presenza di uno shock di offerta, come un aumento improvviso dei costi produttivi, un sistema monetario flessibile consente alle imprese di trasferire i rincari sui prezzi o di ottenere liquidità per assorbire l'impatto. Se invece la base monetaria è congelata, come nel caso argentino nel 2024, questi meccanismi si bloccano: le imprese non riescono a adeguare prezzi o salari e si trovano costrette a ridurre la produzione, generando effetti recessivi.

raddoppiato l'importo dell'*Asignación Universal por Hijo*, misura che, insieme alla marcata riduzione dell'inflazione – passata da una media mensile del 13% nel secondo semestre del 2023 al 3,2% nello stesso periodo del 2024 – ha contribuito in modo determinante alla contrazione del tasso di povertà osservata appunto nella seconda metà del 2024. Sebbene, quindi, qualche segnale positivo sia evidente dal punto di vista sociale va sottolineato che i tagli alla spesa pubblica hanno colpito i fondi pensione e i progetti infrastrutturali del settore pubblico. I lavoratori statali, compresi gli insegnanti, hanno visto diminuire i loro redditi, poiché Milei ha dato priorità allo sviluppo del settore privato in settori come l'energia e l'estrazione mineraria. Gli stipendi del settore pubblico sono diminuiti di oltre il 15% in termini reali nell'anno successivo all'insediamento di Milei nel dicembre 2023, secondo un rapporto della società di consulenza locale CTA Autónoma (Reuters, 2025).

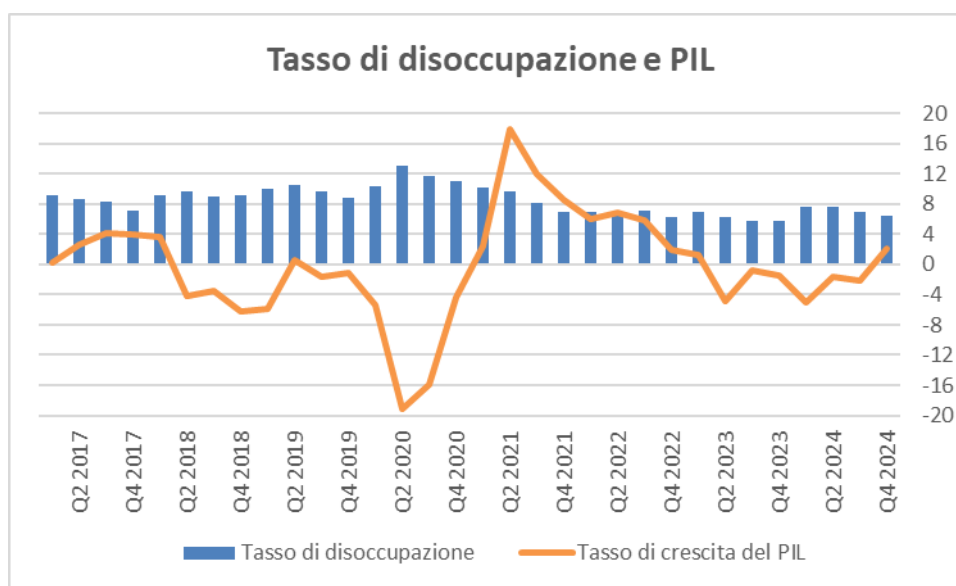
Per quanto riguarda l'evoluzione delle altre variabili macroeconomiche, come mostrato nella successiva Figura 8, nel primo trimestre del 2024, il PIL argentino³⁴ ha registrato una contrazione del 5,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, mentre il tasso di disoccupazione è salito al 7,7%, in aumento rispetto al 6,9% rilevato un anno prima. Questo ha interrotto il trend positivo dell'occupazione osservato dalla fine della pandemia. Allo stesso tempo, la pressione sul mercato del lavoro è aumentata: sia gli occupati sia i sottoccupati cercano nuove opportunità per far fronte all'erosione del potere d'acquisto. I salari reali hanno infatti subito un crollo significativo: quelli del settore privato, ad esempio, sono diminuiti del 14% su base annua nel medesimo periodo (Zilla, 2024).

A partire dal terzo trimestre del 2024, le due variabili macroeconomiche considerate hanno cominciato a mostrare segnali di miglioramento. Come evidenziato dal grafico sottostante, si registra una timida ma significativa ripresa del PIL reale accompagnata da una lieve riduzione del tasso di disoccupazione. Sebbene ancora parziale, tale evoluzione può essere interpretata come l'effetto ritardato di alcune delle principali riforme implementate dal governo Milei nei mesi precedenti, i cui impatti e risultati verranno illustrati di seguito.

³⁴ Il Prodotto Interno Lordo (PIL) può essere espresso sinteticamente come: $C + I + G + (X - M)$, dove C rappresenta i consumi, I gli investimenti, G la spesa pubblica ed $(X - M)$ il saldo netto tra esportazioni e importazioni.

Anzitutto, un ruolo determinante è stato giocato dalla stabilizzazione dell'inflazione. Dopo il picco registrato a fine 2023, l'indice dei prezzi al consumo ha cominciato a calare in maniera sostenuta, consentendo il recupero del potere d'acquisto delle famiglie. Questo ha stimolato la componente del PIL legata ai consumi privati (C), sostenendo la domanda interna, soprattutto nei settori dei beni durevoli e dei servizi.

Figura 8: Evoluzione del tasso di disoccupazione e del tasso di crescita del PIL (2017 - 2024) per trimestre



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv Workspace³⁵

In secondo luogo, ha inciso significativamente il percorso di consolidamento fiscale avviato dal nuovo esecutivo, culminato nel ritorno all'avanzo primario. Questo risultato, ottenuto attraverso una drastica riduzione della spesa pubblica e l'interruzione del finanziamento monetario del deficit, ha rafforzato la credibilità del governo presso i mercati finanziari. Ciò ha permesso alla Banca Centrale di avviare una graduale normalizzazione della politica monetaria, con la riduzione del tasso di interesse di riferimento e un conseguente alleggerimento del costo del credito per famiglie e imprese e rilanciando, seppur timidamente, gli investimenti privati (I), in particolare nei comparti con cicli di ritorno più rapidi come agricoltura, logistica e piccole imprese.

³⁵ Le serie utilizzate sono: *Argentina GDP rate e Unemployment rate change y/y*

Dal lato del mercato del lavoro, l'andamento del tasso di disoccupazione nel 2024 riflette l'effetto combinato del consolidamento fiscale e della successiva ripresa economica. Nella prima metà dell'anno si è registrato un aumento della disoccupazione, dovuto principalmente ai tagli alla spesa pubblica: la soppressione di enti statali, la riduzione dei trasferimenti e il ridimensionamento degli organici nella pubblica amministrazione hanno comportato l'espulsione di migliaia di lavoratori dal settore pubblico, esercitando pressione sull'occupazione.

Nella seconda metà del 2024, però, il tasso di disoccupazione ha iniziato a calare gradualmente, in linea con la ripresa del PIL e l'espansione di settori ad alta intensità di lavoro come l'agricoltura e i servizi. La ripartenza del comparto agro-esportatore, trainata da condizioni climatiche favorevoli e da un tasso di cambio reale più competitivo, ha sostenuto l'occupazione stagionale nelle aree rurali. Parallelamente, anche la logistica e i servizi hanno beneficiato della maggiore domanda interna.

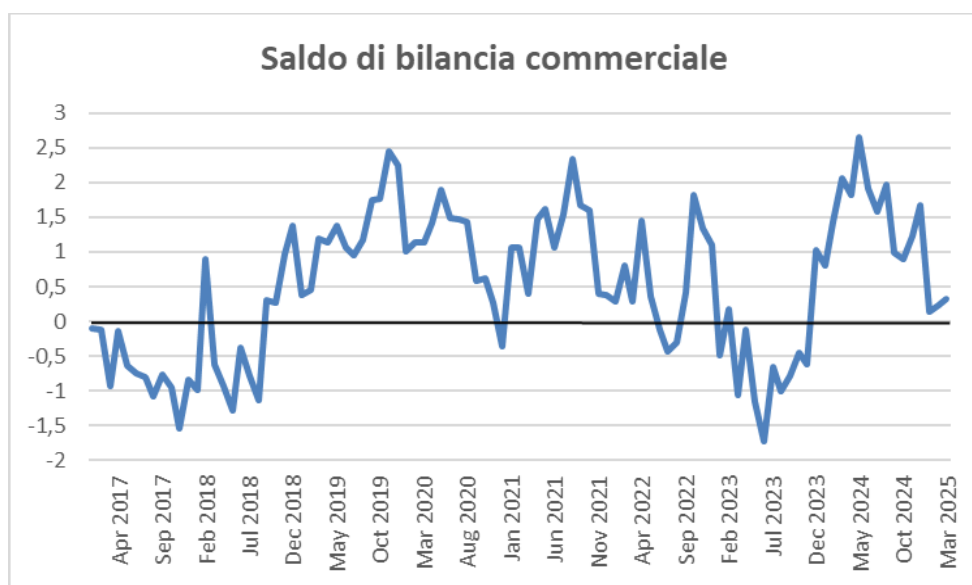
Le riforme normative introdotte dal Decreto d'Urgenza DNU 70/2023 e dalla *Ley Bases* hanno contribuito in modo rilevante, semplificando le procedure di assunzione e riducendo i vincoli contrattuali, aumentando quindi la flessibilità del mercato del lavoro.

Inoltre, il saldo della bilancia commerciale argentina ha svolto un ruolo determinante nella dinamica del PIL durante il biennio 2024–2025. Come evidenziato in Figura 9 dopo una lunga fase di disavanzi (soprattutto tra la fine del 2022 e la metà del 2023), si è assistito a una marcata ripresa delle esportazioni a partire dalla seconda metà del 2023, culminata in un forte surplus commerciale nel 2024. Il picco positivo raggiunto tra l'ultimo trimestre del 2023 e i primi mesi del 2024 (con esportazioni cresciute del 14,8% e importazioni diminuite del 26% rispetto allo stesso periodo del 2023), con valori superiori ai 2,5 miliardi di dollari, riflette il contributo congiunto di una stagione agricola favorevole, del rafforzamento del tasso di cambio reale e del boom delle esportazioni energetiche, grazie all'espansione produttiva del giacimento di Vaca Muerta (una delle più grandi riserve di petrolio e gas al mondo), diventato un asse strategico della politica estera commerciale del Paese (LaVoce.info, 2024).

Tuttavia, nel corso del 2025 si osserva un ridimensionamento del surplus commerciale, che, pur restando positivo, scende sotto il miliardo di dollari nel secondo trimestre. Questo calo è attribuibile alla stabilizzazione delle esportazioni agricole, che nel 2024 avevano

beneficiario del recupero post-siccità, e alla ripresa delle importazioni, sostenuta dal miglioramento del clima economico, dalla riattivazione della domanda interna e dall'allentamento delle restrizioni valutarie. sebbene il saldo commerciale nel 2025 rimanga ancora positivo, esso appare inferiore ai livelli raggiunti nel 2024, e ciò riduce parzialmente il contributo positivo della voce “X – M” alla crescita del PIL.

Figura 9: Saldo di bilancia commerciale (2017 - 2025) in mld di dollari



Fonte: Elaborazione propria su dati Refintiv³⁶

Infine, le riforme macroeconomiche e fiscali hanno prodotto effetti gradualmente positivi sulla fiducia, come abbiamo visto dal miglioramento dell'indice REM (*Relevamiento de Expectativas de Mercado*). Questo clima più favorevole ha sostenuto consumi e investimenti, rafforzando la ripresa della domanda e dell'occupazione. In sintesi, l'andamento congiunto di PIL e disoccupazione riflette l'effetto combinato delle politiche economiche adottate, che hanno favorito un primo segnale di ripresa.

2.4 Le radici storiche della Dollarizzazione in Argentina

La progressiva affermazione del dollaro statunitense come valuta di riferimento in Argentina non fu il frutto di una decisione politica o di una norma imposta dall'alto, bensì

³⁶ La serie utilizzata è: *Argentina trade balance current prices USD, in base ai flussi mensili di commercio estero pubblicati dall'INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos)*

il risultato di un adattamento spontaneo da parte della popolazione di fronte alla crescente instabilità monetaria del Paese. Il processo ebbe inizio nella seconda metà degli anni '80, quando l'inflazione raggiunse livelli estremi, culminando nell'estate del 1989 con un picco mensile del 198% (Guidotti & Rodriguez, 1992). In un contesto di disordine macroeconomico e di sfiducia generalizzata nel valore della moneta nazionale, il governo attuò misure drastiche come il *Piano Bonex*, che congelò forzatamente una parte rilevante dei depositi bancari, convertendoli in obbligazioni decennali denominate in dollari. Sebbene questa manovra contribuì temporaneamente a contenere l'inflazione, finì per compromettere in modo profondo la fiducia dei risparmiatori nel sistema bancario nazionale (Savastano, 1996).

Di fronte al rischio costante di svalutazione e all'erosione continua del potere d'acquisto, molti argentini iniziarono a preferire il dollaro come strumento di protezione dei propri risparmi. Questa preferenza non si attenuò neanche con l'introduzione del Piano di Convertibilità nel 1991, che fissava un tasso di cambio stabile tra peso e dollaro e ridusse drasticamente l'inflazione. La memoria collettiva delle crisi precedenti, unita alla fragilità percepita delle istituzioni economiche, rese il ritorno alla piena fiducia nella moneta nazionale difficile da realizzare.

Il fenomeno si manifestò su più livelli. Una prima forma fu l'aumento dei depositi in dollari presso le banche argentine, i cosiddetti *Foreign Currency Deposits (FCD)*, che già a metà degli anni '90 rappresentavano circa la metà dell'aggregato monetario M3³⁷ (Savastano, 1996). Si trattava di un dato anomalo, considerando che la preferenza per il dollaro si mantenne elevata anche durante la fase di stabilizzazione monetaria, segnalando un meccanismo di "isteresi": una volta radicata, la sfiducia verso la moneta nazionale non scompare necessariamente con il miglioramento del contesto macroeconomico, ma tende a persistere nel tempo, consolidandosi come comportamento abituale da parte degli agenti economici.

Un secondo canale fu quello dei *Cross-Border Deposits (CBD)*, cioè dei capitali in valuta estera detenuti da cittadini argentini presso banche all'estero, soprattutto negli Stati Uniti.

³⁷ Gli aggregati monetari: M1 include il denaro contante e i depositi a vista; M2 aggiunge ai componenti di M1 i depositi a risparmio e a breve termine; M3 amplia ulteriormente l'insieme includendo i depositi a lungo termine e altri strumenti di tipo quasi monetario. I *Foreign Currency Deposits (FCD)*, ossia i depositi in valuta estera detenuti presso banche locali, sono solitamente inclusi in M3 e rappresentano una forma di dollarizzazione endogena del sistema bancario.

A differenza dei FCD, questi strumenti esprimevano una sfiducia non solo nella moneta nazionale, ma anche nel sistema bancario interno, considerato vulnerabile.

Infine, una terza componente della dollarizzazione fu rappresentata dalla circolazione fisica del dollaro sul territorio nazionale, cioè il *Dollar Currency in Circulation (DCC)*. A partire dal 1989, si stima che siano entrati nel Paese flussi netti di dollari contanti pari a oltre il 12% del PIL (Feige, 2003). Nei momenti di maggiore incertezza politica o economica, come durante le dimissioni del ministro Cavallo nel 1996, molti cittadini scelsero di ritirare fondi dalle banche o di evitare il sistema bancario del tutto, preferendo detenere dollari in forma contante per garantirsi una riserva di valore immediatamente disponibile.

Dunque, quello della dollarizzazione è un fenomeno che ha radici storiche importanti, soprattutto legato alla necessità da parte dei cittadini argentini di detenere una valuta estera stabile e di difendere il proprio patrimonio.

2.4.1 La dollarizzazione può rappresentare la soluzione per la stabilizzazione di lungo periodo dell'Argentina?

Nonostante l'efficacia iniziale del programma economico promosso dal presidente Milei, fondato su rigore fiscale, disinflazione rapida e deregolamentazione, permangono dubbi sulla sua durabilità nel medio-lungo termine, soprattutto in considerazione dell'instabilità politica che caratterizza la storia recente dell'Argentina. Le riforme, per quanto incisive, rimangono vulnerabili a eventuali cambiamenti di orientamento politico nelle amministrazioni successive, con il rischio che le conquiste in termini di stabilità e fiducia vengano rapidamente erose da nuove pressioni inflazionistiche.

Proprio per rendere più robusto e irreversibile l'impianto monetario, Nicolás Cachanosky, docente di economia presso la University of Texas e tra i principali studiosi del caso argentino, ha avanzato l'ipotesi di una dollarizzazione integrale dell'economia come strategia di difesa sistemica. Secondo lui, infatti, *“la dollarizzazione rimane il regime monetario con il maggior potenziale di stabilità a lungo termine in Argentina. Offre un percorso credibile per ripristinare la fiducia e riportare il Paese su una traiettoria economica sostenibile”* (Cachanosky N., 2024). In questo senso, l'adozione del dollaro statunitense assumerebbe un ruolo di vincolo esterno, mettendo la politica monetaria al riparo dalle oscillazioni del ciclo politico interno e rendendo più credibile l'impegno anti-inflazionistico dello Stato.

Con il termine “dollarizzazione” si fa riferimento, appunto, all'utilizzo da parte dei residenti di strumenti finanziari denominati in dollaro statunitense, in aggiunta o in sostituzione della valuta nazionale. La letteratura distingue tra dollarizzazione parziale (o *de facto*) e dollarizzazione completa (o *de jure*). Nel caso della dollarizzazione completa, il dollaro statunitense viene adottato come unica valuta a corso legale. La dollarizzazione parziale, invece, si verifica quando individui, imprese e istituzioni utilizzano spontaneamente il dollaro per effettuare transazioni, accumulare risparmi o denominare contratti, pur in presenza di una valuta nazionale formalmente riconosciuta; è tipico in contesti, come quello argentino, di forte sfiducia nella moneta nazionale.

Alla luce dell'impostazione fortemente ortodossa della politica economica di Milei, tra cui si ricordano il congelamento della base monetaria, l'abolizione del finanziamento del deficit da parte della Banca Centrale e l'introduzione del *crawling peg*, la proposta di dollarizzazione si inserisce nel solco di un tentativo più ampio di de-politicizzare la gestione della moneta, restituendo al sistema economico un quadro di regole chiare, stabili e non manipolabili (Michigan Journal of Economics, 2025).

Con l'approvazione della *Ley Bases*, il presidente Javier Milei ha segnato un passaggio cruciale verso quella che egli stesso definisce la seconda fase del suo mandato, incentrata su una profonda riforma dell'ordine monetario. Sebbene la dollarizzazione integrale sia stata ufficialmente accantonata nel breve periodo, l'esecutivo ha annunciato l'avvio di un nuovo regime monetario fondato sulla cosiddetta “concorrenza valutaria” concetto che, tuttavia, appare solo in parte aderente alla sua definizione teorica.

In un autentico regime di concorrenza valutaria, le diverse monete dovrebbero poter circolare liberamente su base paritaria, incluse le funzioni di mezzo di pagamento per le imposte e le obbligazioni contrattuali. Questo implicherebbe, in concreto, il riconoscimento del dollaro statunitense come moneta a corso legale, accanto al peso, attraverso un provvedimento normativo del Congresso. Tuttavia, quanto emerge dalle linee guida del governo e dalle più recenti valutazioni del Fondo Monetario Internazionale indica che tale passo non verrà compiuto: il dollaro non avrà corso legale, e le tasse continueranno a essere riscosse in pesos. Ne risulta quindi un regime bi-monetario imperfetto, in cui è consentito l'uso di più valute, ma solo una – il peso – detiene forza legale vincolante, lasciando di fatto un vantaggio giuridico e fiscale alla valuta nazionale (The Daily Economy, 2024).

Mentre esperienze di questo tipo hanno funzionato in contesti istituzionali più stabili, come quelli di Cile, Colombia, Uruguay o Perù, il caso argentino presenta notevoli vulnerabilità. L'instabilità politica e la cronica sfiducia nelle istituzioni rendono fragile qualsiasi regime che dipenda dal rispetto delle regole da parte dei decisori pubblici. In altre parole, un sistema monetario che resta soggetto all'arbitrio politico nazionale difficilmente può fungere da ancora credibile per la stabilità a lungo termine.

In questo quadro, Milei ha adottato misure tecniche fortemente restrittive, come il congelamento dell'offerta di base monetaria e il divieto per la banca centrale di finanziare direttamente il Tesoro. A queste si aggiunge la proposta di introdurre una riserva obbligatoria al 100% per il sistema bancario, secondo una logica che punta a eliminare ogni possibilità di espansione creditizia non sostenuta da base monetaria reale³⁸. Dal punto di vista macroeconomico, questo modello elimina il rischio di corse agli sportelli (*bank run*), poiché ogni deposito è interamente coperto da riserve, ma al contempo limita drasticamente la capacità delle banche di finanziare l'economia attraverso il credito³⁹. L'obiettivo dichiarato è favorire una dollarizzazione spontanea ed endogena, indotta dalla scarsità programmata del peso: congelando l'offerta di moneta nazionale e impedendone la moltiplicazione, ogni futura crescita della domanda di moneta verrebbe necessariamente soddisfatta in dollari, provocando una progressiva sostituzione del peso come mezzo di pagamento.

Tuttavia, la sostenibilità politica ed economica di questo regime rimane altamente incerta. Seppur coerente sul piano interno e compatibile con le premesse del governo, questo impianto dipende in larga parte dalla permanenza di Milei al potere e dalla volontà dei futuri governi di mantenerne i vincoli. In tal senso, molti osservatori sottolineano come la crisi argentina degli anni '90 sia proprio il risultato del fallimento di un bi-monetarismo non sufficientemente robusto, culminato nel collasso del regime di convertibilità del 2001. Senza una riforma strutturale più profonda, che includa anche una modifica del corso legale, la stabilità resta precaria.

³⁸ La riserva obbligatoria al 100%, nota anche come *full reserve banking*, è un regime in cui le banche devono detenere riserve liquide pari al 100% dei depositi a vista. Questo elimina la capacità delle banche di creare moneta tramite il credito e riduce a uno il moltiplicatore della base monetaria.

³⁹ Nel sistema bancario tradizionale esiste l'effetto moltiplicatore sull'offerta di moneta: il denaro prestato tende a rientrare nel sistema bancario sotto forma di nuovi depositi, che vengono a loro volta utilizzati per erogare ulteriore credito. La relazione tra riserva obbligatoria e quantità di moneta creata è espressa, in forma semplificata, dalla seguente formula: $M = 1 / r$, dove M rappresenta il moltiplicatore monetario e r il coefficiente di riserva obbligatoria.

In conclusione, sebbene il bi-monetarismo rappresenti un passo intermedio verso un ordine monetario più stabile, esso appare troppo fragile per garantire una stabilizzazione duratura in un contesto come quello argentino. La dollarizzazione integrale (intesa come vincolo esterno forte e non reversibile), nonostante i suoi rischi e la perdita di sovranità monetaria che implica, continua a essere vista da parte di molti economisti come l'unico strumento capace di offrire un ancoraggio credibile e durevole per la stabilità dei prezzi e delle aspettative, sottraendo la politica monetaria al ciclo politico domestico (The Daily Economy, 2024).

Questa rappresenterebbe una risposta estrema, ma potenzialmente efficace a un contesto in cui lo Stato ha storicamente abusato della sovranità monetaria per finanziare il disavanzo pubblico tramite l'emissione di moneta (Calvo & Vegh, 1992).

2.4.2 Vantaggi, svantaggi e difficoltà di attuazione della dollarizzazione

Uno dei principali vantaggi della dollarizzazione è la possibilità di “importare” il tasso d'inflazione di una nazione più stabile, come gli Stati Uniti. La perdita dell'autonomia monetaria, in questo caso, viene compensata dal guadagno di credibilità derivante dal fatto che la politica monetaria verrebbe delegata alla Federal Reserve, la quale ha mantenuto nel tempo un'inflazione moderata e prevedibile (Mishkin, 2000). La dollarizzazione, inoltre, ridurrebbe drasticamente la volatilità del tasso di cambio, elemento che penalizza fortemente l'Argentina nella gestione delle relazioni commerciali e finanziarie internazionali. Il vincolo esterno non solo precluderebbe la monetizzazione del deficit, ma rafforzerebbe le aspettative di stabilità, fungendo da potente segnale politico del cambiamento di regime e rafforzando la fiducia degli investitori (Rogoff, 1998).

L'adozione del dollaro statunitense come valuta ufficiale comporta, come detto, l'eliminazione del rischio di svalutazione, uno dei fattori più penalizzanti per l'economia argentina, che in genere è associato proprio all'accelerazione dell'inflazione. Questo cambiamento strutturale dovrebbe tradursi in una significativa riduzione dei tassi di interesse, in quanto gli investitori non dovrebbero più proteggersi dal rischio di perdita di valore della moneta locale. Nel caso del debito pubblico, un tasso d'interesse più basso implica una minore spesa per interessi, contribuendo a contenere il costo del servizio del debito e migliorando la sostenibilità fiscale. Nel settore privato, la rimozione del rischio

valutario può generare flussi di capitale più stabili, rafforzando la fiducia degli investitori stranieri e creando le condizioni per una ripresa degli investimenti produttivi.

Inoltre, la dollarizzazione completa non solo contribuisce alla stabilità macroeconomica, ma può anche incentivare una maggiore integrazione commerciale e finanziaria con i partner esteri. Adottando il dollaro statunitense come valuta legale, l'Argentina eliminerebbe il rischio di cambio nelle transazioni con gli Stati Uniti, che spesso rappresentano il principale partner commerciale. Questo allineamento valutario comporterebbe una riduzione dei costi di transazione e semplificherebbe le operazioni di pagamento. Numerosi studi empirici hanno mostrato che due Paesi che condividono la stessa valuta tendono a commerciare tra loro in misura significativamente maggiore, rispetto a quanto farebbero se utilizzassero valute distinte. In questo senso, la dollarizzazione può rappresentare un fattore strutturale di promozione del commercio bilaterale, incentivando anche una più profonda integrazione dei mercati finanziari (Berg e Borensztein, 2000).

Tuttavia, tale misura implica anche costi rilevanti. Anzitutto, comporta la perdita completa della sovranità monetaria: in un contesto di recessione o shock esterni, l'Argentina non potrebbe più utilizzare strumenti classici come la svalutazione o una politica monetaria espansiva per stimolare l'economia. Il ciclo macroeconomico argentino diverge fortemente da quello statunitense, e questo divario potrebbe amplificare le fasi di recessione e instabilità ciclica. In secondo luogo, l'adozione del dollaro non implica automaticamente disciplina fiscale. Lo Stato perderebbe la possibilità di finanziare il deficit stampando moneta, ma potrebbe comunque incorrere in squilibri strutturali, soprattutto in assenza di una riforma del sistema tributario e di una razionalizzazione della spesa pubblica.

Inoltre, un ulteriore elemento critico associato alla dollarizzazione riguarda la perdita della capacità della banca centrale di figurare come “prestatore di ultima istanza”, cioè di fornire liquidità al sistema finanziario in caso di crisi bancarie. Si può compensare questa limitazione accedendo a linee di credito esterne, attivabili in caso di crisi⁴⁰. Tuttavia, l'esperienza storica suggerisce che questi strumenti possono rivelarsi poco efficaci

⁴⁰ Ad esempio, in seguito alla dollarizzazione del 2000, l'Ecuador ottenne una linea di credito standby dal Fondo Monetario Internazionale per rafforzare le riserve estere e sostenere il sistema finanziario durante la transizione.

proprio nei momenti di maggiore bisogno, poiché le banche estere dispongono di numerosi meccanismi per limitare la propria esposizione nei confronti di un Paese in difficoltà, riducendo quindi l'effettiva disponibilità di liquidità d'emergenza. In alternativa, le autorità potrebbero costituire fondi di riserva interni destinati alla gestione delle crisi bancarie, accumulati in tempi di stabilità mediante avanzi fiscali o margini di manovra sul bilancio pubblico (Berg e Borensztein, 2000).

Anche se l'assenza della banca centrale come prestatore di ultima istanza rappresenta un limite strutturale, è importante non sopravvalutare questa restrizione: in ogni caso, la capacità di affrontare una crisi esclusivamente attraverso l'emissione monetaria è, per sua natura, limitata e spesso insufficiente a contenere shock sistemici complessi.

Dal punto di vista tecnico, uno degli ostacoli più rilevanti è la disponibilità iniziale di riserve in dollari necessarie per convertire l'intera base monetaria e fornire un cuscinetto di sicurezza al sistema bancario. Secondo diverse stime, l'Argentina avrebbe bisogno di almeno 40–50 miliardi di dollari (attualmente conta uno stock di riserve lorde pari a circa 38 miliardi) per garantire una transizione ordinata, ma le riserve nette estere⁴¹ della Banca Centrale risultano attualmente negative, tra –6,5 e –10 miliardi di dollari (Il Fatto Quotidiano, 2025). La seguente Figura 10 mostra l'andamento delle riserve lorde in valuta estera detenute dalla Banca centrale Argentina. A partire dal 2019 le riserve lorde hanno subito un progressivo deterioramento, scendendo da valori superiori ai 70 miliardi di dollari nel 2018 a meno di 30 miliardi nella seconda metà del 2024, a causa dell'instabilità macroeconomica, del disavanzo commerciale e della fuga di capitali. Utilizzate soprattutto per pagare i debiti e sostenere una valuta moribonda.

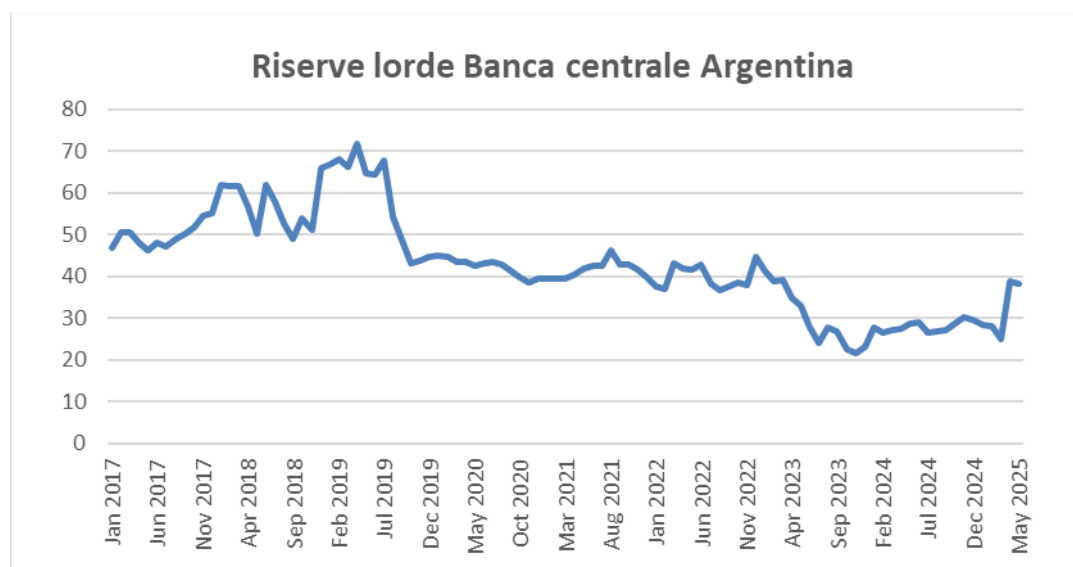
La situazione è parzialmente migliorata nel primo semestre del 2025, grazie all'erogazione della prima tranche di un prestito da 20 miliardi di dollari da parte del Fondo Monetario Internazionale (FMI), pari a 12 miliardi, destinati a sostenere il piano di stabilizzazione del governo Milei. Questo afflusso ha portato le riserve lorde a quota 36,7 miliardi di dollari nell'aprile del 2025, registrando un incremento netto di oltre 12 miliardi rispetto alla settimana precedente, come riportato dalla stessa BCRA nel bollettino del 15 aprile (Il Sole 24 Ore Radiocor, 2025). Il prestito si inserisce all'interno

⁴¹ Le riserve nette sono calcolate sottraendo dalle riserve lorde tutte le passività in valuta estera.

di un più ampio pacchetto multilaterale da almeno 42 miliardi di dollari, che coinvolge anche la Banca Mondiale e la Banca Interamericana di Sviluppo.

Inoltre, il dato delle riserve lorde non coincide con quello delle riserve nette, che scontano passività in valuta e altri vincoli di disponibilità, e che secondo diverse stime rimangono tuttora in territorio negativo (BCRA, 2025).

Figure 10: Riserve lorde Banca centrale Argentina (2017 - 2025) in mld di dollari



Fonte: Elaborazione propria su dati Refintiv⁴²

Tuttavia, alcuni economisti – in particolare Steve Hanke – sostengono che non siano necessarie riserve nette positive per avviare la dollarizzazione. Hanke cita il caso dell'Ecuador, che nel 2000 adottò il dollaro pur avendo riserve nette negative. Secondo il suo approccio, ciò che conta è che le riserve lorde superino la base monetaria in circolazione: in questo modo, anche se la banca centrale presenta un bilancio formale “in rosso”, la convertibilità tecnica dei pesos può comunque essere garantita (Hanke, 2003). La preoccupazione per le riserve in dollari è, dunque, sovrastimata per due motivi principali. In primis, è erroneo pensare che la conversione debba avvenire in un'unica fase: come accaduto in Ecuador e in El Salvador, il processo potrebbe essere graduale, su un arco temporale di 9–12 mesi, permettendo alla banca centrale di raccogliere progressivamente i dollari necessari. In secondo luogo, si tende a ignorare la componente

⁴² La serie utilizzata è: *Argentina Reserves – International reserves (Stock), USD, in base ai dati pubblicati dalla Banca centrale Argentina (BCRA)*

endogena dell'offerta di dollari: un piano credibile di dollarizzazione, supportato da riforme strutturali e impegni fiscali, potrebbe attrarre investimenti esteri e prestiti a condizioni migliori, aumentando la disponibilità complessiva di valuta. A ciò si aggiunge il fatto che i cittadini argentini detengono già una quota significativa di ricchezza in dollari: si stima che alla fine del 2022 detenessero oltre 246 miliardi di dollari tra conti esteri e contante non dichiarato, cifra equivalente a oltre la metà del PIL del 2021 (INDEC, 2023).

Tra le voci critiche nei confronti della dollarizzazione in Argentina, spicca quella di Roberto Cachanosky, economista di orientamento liberale classico, il quale ha espresso dubbi concreti sulla fattibilità tecnica del progetto. Il suo scetticismo si fonda in particolare su una questione strutturale: il debito interno accumulato dalla Banca Centrale Argentina (BCRA) nei confronti del sistema bancario locale, che ammonterebbe a circa 30 miliardi di dollari. Si tratta di una cifra significativa, che rappresenta un potenziale fattore di instabilità in caso di transizione a un regime dollarizzato.

La principale forma di questo debito è rappresentata dalle già citate LELIQ (*Letras de Liquidez*), strumenti a breve termine emessi dalla BCRA per assorbire liquidità dal mercato. In sostanza, la dinamica delle LELIQ ha generato un circolo vizioso: la BCRA stampa moneta per pagare gli interessi su debiti a breve, alimentando l'inflazione che le stesse dovrebbero combattere (Colucci F., 2024).

In un regime di dollarizzazione, tuttavia, la BCRA cesserebbe di emettere moneta e perderebbe il controllo diretto sulla politica monetaria, rendendo insostenibile la permanenza di questo tipo di passività nel sistema finanziario.

In questo contesto, Nicolás Cachanosky ed Emilio Ocampo (2022), hanno elaborato un piano tecnico di dollarizzazione che si propone di risolvere proprio il nodo delle LELIQ, attraverso la costituzione di un trust finanziario indipendente, nel quale verrebbero conferite le attività residue della banca centrale (come riserve in valuta estera, oro, titoli, crediti). Il trust emetterebbe quindi commercial paper, strumenti a breve termine denominati in dollari e garantiti dagli asset conferiti, da scambiare direttamente con le LELIQ ancora in circolazione. In questo modo, le banche sostituirebbero un'attività illiquida, rischiosa e denominata in pesos con titoli più sicuri e coerenti con la nuova struttura monetaria. Il debito interno della BCRA verrebbe così neutralizzato senza

emissione di nuova moneta né ulteriore indebitamento pubblico, permettendo una transizione ordinata verso la dollarizzazione e stabilizzando al contempo il sistema bancario. A rafforzare il meccanismo, il piano prevede anche la creazione di una *facility di backstop*, una rete di sicurezza finanziaria per garantire la liquidità in caso di squilibri temporanei. Questo approccio punta a trasformare un passivo potenzialmente destabilizzante in uno strumento di ricostruzione della fiducia, eliminando uno degli ostacoli più concreti alla realizzazione della dollarizzazione in Argentina.

In definitiva, la realizzazione concreta del progetto resta condizionata da vincoli strutturali. Come sottolineato da Michael Cembalest (JPMorgan, 2025), per garantire la credibilità di un cambiamento valutario di tale portata occorrono almeno tre precondizioni fondamentali.

In primo luogo, è necessaria un'economia produttiva e flessibile, in grado di adattarsi agli shock esterni senza ricorrere a strumenti di aggiustamento nominale, come la svalutazione. Al contrario, il sistema argentino è segnato da bassa produttività, rigidità del mercato del lavoro e scarsa competitività internazionale.

In secondo luogo, il successo di una transizione monetaria dipende dal supporto di istituzioni esterne in grado di fornire assistenza tecnica, vigilanza regolamentare e sostegno finanziario nei momenti critici. L'esperienza dell'eurozona ha dimostrato che una moneta condivisa può funzionare solo all'interno di un'architettura istituzionale multilaterale, come quella offerta dalla Banca Centrale Europea e dai meccanismi europei di stabilizzazione. L'Argentina, invece, non appartiene ad alcuna unione monetaria regionale, né può contare su strumenti di coordinamento con partner esteri per affrontare la transizione. L'intero processo dovrebbe dunque avvenire in modo unilaterale, aumentando l'incertezza e la fragilità del nuovo regime.

Il terzo elemento critico riguarda la disponibilità di riserve valutarie. Attualmente, le riserve nette del Paese sono negative, e quelle lorde, sebbene in miglioramento, non basterebbero da sole a garantire la piena convertibilità della base monetaria. Ma il problema non è solo quantitativo. L'Argentina, a differenza di Paesi come l'Ecuador o Panama, non ha un flusso stabile di dollari in entrata: l'economia dipende fortemente dalle esportazioni agricole, che sono soggette alla volatilità dei prezzi internazionali e a cicli climatici instabili. Inoltre, il settore manifatturiero ha un basso contenuto tecnologico

e difficilmente riesce a generare surplus strutturali in valuta estera. A tutto questo si aggiunge la difficoltà di attrarre investimenti esteri in modo continuativo, data la storica inaffidabilità delle politiche economiche.

Dunque, sebbene la dollarizzazione offra vantaggi potenzialmente rilevanti, la sua implementazione richiede un contesto macroeconomico e istituzionale solido, che l'Argentina sta cercando di raggiungere con Javier Milei.

CAPITOLO 3: Previsione del PIL argentino a breve termine: un'applicazione del modello ARIMAX

Introduzione

In questo capitolo viene fornita una prospettiva *forward-looking* di breve periodo del prodotto interno lordo dell'Argentina, tramite un modello econometrico robusto - frequentemente utilizzato per la modellazione e la previsione di serie storiche macroeconomiche, grazie alla sua flessibilità ed interpretabilità - un *AutoRegressive Integrated Moving Average model with exogenous regressors* (ARIMAX). Verrà valutata la sua capacità predittiva del PIL tramite l'utilizzo di regressori esogeni come l'inflazione ed il tasso di disoccupazione.

La scelta di un modello ARIMAX è giustificata dalla sua abilità di incorporare effetti derivanti da variabili esogene che possono influenzare la variabile dipendente. L'inclusione di questi regressori, in particolare, permette di cogliere le interazioni tra le politiche economiche e la produzione reale, a differenza dei modelli univariati.

La scelta della famiglia dei modelli ARIMA è, inoltre, basata sul lavoro di Hossain, il quale confronta varie tipologie di modelli per la previsione del PIL del Regno Unito, utilizzando il tasso di disoccupazione come regressore esogeno. Hossain rileva una migliore performance nelle predizioni del modello ARIMAX rispetto ad un modello ARIMA standard.

Nel contesto di questo lavoro, il modello ARIMAX rappresenta, quindi, un buon compromesso tra le capacità predittive e la flessibilità stessa del modello.

Il presente capitolo è strutturato come segue. Viene ripercorsa inizialmente la teoria dei modelli ARIMA, descrivendo le varie innovazioni che dai modelli autoregressivi (AR) e media mobile (MA) hanno portato alla creazione dei modelli SARIMAX. Successivamente, viene presentato il dataset utilizzato nell'analisi, illustrandone le principali caratteristiche descrittive. In seguito, vengono applicati i trattamenti preliminari necessari alle variabili, al fine di garantirne l'adeguatezza ai fini del loro impiego in un modello econometrico. Infine, sulla base delle politiche attuali del governo argentino, vengono presentati due scenari alla base delle predizioni nei successivi trimestri del PIL.

3.1 Teoria dei modelli SARIMAX

Il modello SARIMAX è un'estensione del framework ARIMA (Box & Jenkins, 1976), sviluppato al fine di incorporare all'interno del modello gli effetti di stagionalità delle variabili di tipo time series e caratterizzato dalla presenza di regressori esterni. Grazie a queste sue caratteristiche, esso è in grado di cogliere in modo più preciso dinamiche economiche complesse.

In primo luogo, risulta necessario introdurre i concetti di stazionarietà, autocorrelazione e processo "white noise". Inoltre, è necessario introdurre i modelli AR, MA, ARMA e ARIMA, i quali rappresentano le basi del modello SARIMAX e dell'analisi delle serie storiche.

La serie storica dei prezzi di un asset o di variabili macroeconomiche sono processi stocastici che possono essere considerati come realizzazioni di una serie di variabili casuali (Hamilton, J. D., 1994). I processi stocastici possono essere caratterizzati o meno da una proprietà fondamentale dell'analisi delle serie storiche: la stazionarietà.

Esistono due possibili tipi di stazionarietà: stazionarietà forte e debole. Si definiscono strettamente stazionari (stazionarietà forte) i processi per i quali la distribuzione congiunta delle variabili casuali che lo compongono è indipendente dal tempo. Precisamente, implica che la distribuzione di variabili casuali che compongono il processo r_t , ovvero $(r_{t_1}, \dots, r_{t_k})$, è identica a $(r_{t_1+t}, \dots, r_{t_k+t})$, per ogni t . Questa condizione è molto difficile che si verifichi empiricamente e, pertanto, la condizione che spesso si assume e che viene testata empiricamente è la stazionarietà debole. Solitamente, ad esempio, si ipotizzano debolmente stazionarie le serie storiche dei rendimenti degli asset finanziari.

Si definiscono debolmente stazionari i processi stocastici per i quali i primi due momenti, ovvero il valore atteso e la varianza del processo r_t hanno valori finiti, o, per generalizzare, il valore atteso è costante, ovvero $E(r_t) = \mu$, e la covarianza dipende solamente dal intervallo temporale considerato e non dal tempo in cui la si sta osservando, ovvero $Cov(r_t, r_{t-l}) = \gamma_l$ (Tsay, R. S., 2010).

Di conseguenza la presenza di un trend oppure di una radice unitaria, rendono i momenti dipendenti dal tempo in cui la si osserva. È possibile, quindi, rendere una serie stazionaria

principalmente tramite la rimozione del trend⁴³ oppure tramite le differenze dei valori della serie⁴⁴.

La stazionarietà può, infine, essere verificata tramite il test statistico Augmented Dickey-Fuller (ADF)⁴⁵ (Dickey e Fuller, 1979), che come ipotesi nulla postula la presenza di una radice unitaria nella serie storica analizzata. In particolare, la formulazione del test è la seguente:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$$

dove, $\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$, ovvero la differenza prima della serie oggetto di test; α è la costante (intercetta); β è il coefficiente per il trend lineare, che può essere omesso se necessario; γ è il coefficiente che misura la presenza di radice unitaria; δ_i è il coefficiente dei ritardi delle differenze; ε_t è un processo white noise; p è il numero di ritardi inclusi per correggere l'autocorrelazione residua.

Con la versione aumentata del test di Dickey-Fuller, è possibile, come visto sopra, modellare dinamiche più complesse della serie temporale, includendo ritardi aggiuntivi delle differenze per tenere conto dell'autocorrelazione residua. L'intuizione alla base del test si concentra sul coefficiente associato al termine ritardato y_{t-1} : se il coefficiente γ risulta significativamente negativo, indica la presenza di una forza di richiamo verso la media, segnalando quindi l'assenza di una radice unitaria e la stazionarietà della serie. Al contrario, se $\gamma = 0$, la serie presenta una radice unitaria, ovvero un comportamento non stazionario, privo di memoria del passato. La scelta del numero di ritardi da utilizzare può essere effettuata tramite $\sqrt[4]{12(n/100)}$, dove n è il numero di osservazioni, prevista di default dai pacchetti statistici del linguaggio di programmazione utilizzato per l'analisi.

Un altro concetto importante ai fini dell'analisi delle serie storiche è la correlazione seriale. Generalmente, la correlazione tra due variabili casuali X ed Y è definita come:

⁴³ Non è necessariamente vero che la rimozione del trend renda la serie stazionaria, dato che è possibile osservare serie storiche caratterizzate da una radice unitaria ed un *drift*.

⁴⁴ In particolare, per una definizione più formale, una serie y_t si definisce integrata di ordine d — indicata come $I(d)$ — se la serie non è stazionaria, ma applicando l'operatore di differenziazione Δ^d (ovvero differenziando d volte), la serie risultante $\Delta^d y_t$ diventa stazionaria (Enders, 2010).

⁴⁵ In particolare, la versione aumentata del test Dickey-Fuller permette di testare serie storiche caratterizzate da comportamenti più complessi di quelli ipotizzati dalla versione base — che ipotizza un processo di tipo $AR(1)$.

$$\rho_{x,y} = \frac{Cov(X,Y)}{\sqrt{Var(X)Var(Y)}}$$

Oppure, può essere definita in maniera alternativa, come:

$$\rho_{x,y} = \frac{E[(X - \mu_x)(Y - \mu_y)]}{\sqrt{E(X - \mu_x)^2 E(Y - \mu_y)^2}}$$

Dove, μ_x e μ_y rappresentano i valori medi delle variabili casuali X e Y .

Il coefficiente di correlazione può assumere i valori compresi tra -1 e 1, indicando rispettivamente i casi di una correlazione perfetta ed opposta delle due variabili e una correlazione perfetta nella stessa direzione delle variabili casuali. Il coefficiente di correlazione può assumere inoltre valore uguale a 0, indicando l'assenza di relazioni tra variabili. Tutte le relazioni identificate dal coefficiente di correlazione si intendono di tipo lineare, pertanto, se le due variabili casuali presentassero una relazione di tipo quadratico - ad esempio -, il coefficiente potrebbe assumere comunque un valore pari a 0, nonostante la presenza di una dipendenza tra le due variabili.

Da ciò consegue che se venissero considerate come variabili casuali X ed Y le osservazioni di una serie storica con un lag diverso, è possibile calcolare la correlazione seriale della serie, dando luogo alla *funzione di autocorrelazione (ACF)*. Pertanto, considerando un lag l , l'ACF del lag considerato è definito come:

$$\hat{\rho}_l = \frac{\sum_{t=l+1}^T (r_t - \bar{r})(r_{t-l} - \bar{r})}{\sum_{t=1}^T (r_t - \bar{r})^2}$$

La correlazione tra i lag della serie storica, sotto le ipotesi che la serie r_t sia un processo indipendente e identicamente distribuito con valore atteso dei valori al quadrato finito $E(r_t^2) < \infty$, è asintoticamente normale con media zero e varianza $1/T$. Sotto questa ipotesi, pertanto, può essere testato sotto l'ipotesi nulla $H_0: \rho_1 = 0$ rispetto all'alternativa $H_0: \rho_1 \neq 0$. La statistica test è calcolata come $\sqrt{T\rho_1}$, il quale si distribuisce asintoticamente come una distribuzione gaussiana.

Per il test congiunto di più lag della serie storica è possibile utilizzare il test di Ljung-Box, il quale ha come ipotesi nulla che, considerando un lag scelto l , tutti i ritardi della variabile da zero ad l siano pari a zero. La statistica test è definita come:

$$Q = n(n + 2) \sum_{k=1}^l \frac{\widehat{\rho_k^2}}{n - k}$$

Dove n è il numero di osservazioni. La distribuzione della statistica test è approssimativamente una variabile chi-quadro con l gradi di libertà (Ljung, G. M., & Box, G. E. P., 1978). Pertanto, quando il test rigetta l'ipotesi nulla, si può concludere che è presente della correlazione seriale residua per i lag considerati.

Infine, per concludere l'esposizione dei concetti propedeutici ai modelli statistici, un *processo white noise* è una serie di variabili casuali indipendenti e identicamente distribuite, per il quale il valore atteso e la varianza sono finiti. In particolare, le variabili casuali del processo possono assumere distribuzione normale, valore atteso pari a 0 e varianza finita σ^2 , rendendo il processo un errore bianco di tipo Gaussiano. Per tale processo, i valori della funzione di autocorrelazione sono pari a zero per qualsiasi lag scelto. Di conseguenza, il test di Ljung-Box può essere impiegato per attestare l'assenza di correlazione seriale nei residui di un modello econometrico.

In seguito alla trattazione dei concetti di base, è possibile introdurre in modo sintetico le tecniche di modellazione delle serie storiche, la cui base può essere identificata nel modello autoregressivo (AR). Tale modello sfrutta il concetto di autocorrelazione, ipotizzando che, qualora la serie presenti una correlazione del primo lag statisticamente significativa, il valore al tempo $t - 1$ della serie, ovvero r_{t-1} , può essere utile nella spiegazione del valore al tempo t , ovvero r_t . Questa ipotesi caratterizza il modello $AR(1)$, che sarà definito dalla seguente equazione:

$$r_t = \phi_0 + \phi_1 r_{t-1} + \epsilon_t,$$

dove ϵ_t è un processo white noise con media zero e varianza σ^2 .

Il processo può essere generalizzato per incorporare un numero generico di lag p , attribuendo di conseguenza un potere esplicativo dei valori della serie ai tempi precedenti sul valore corrente, definendo il processo $AR(p)$ come:

$$r_t = \phi_0 + \phi_1 r_{t-1} + \dots + \phi_p r_{t-p} + \epsilon_t,$$

dove ϵ_t è definito come nell'equazione precedente.

L'espressione dei termini autoregressivi avviene spesso nella pratica tramite l'operatore ritardo definito come L oppure B (di seguito B), tale che $B^i r_t = r_{t-i}$. Usando questo operatore, la corrispondente equazione di un modello $AR(p)$ può essere definita come:

$$\phi(B)r_t = \phi_0 + \epsilon_t,$$

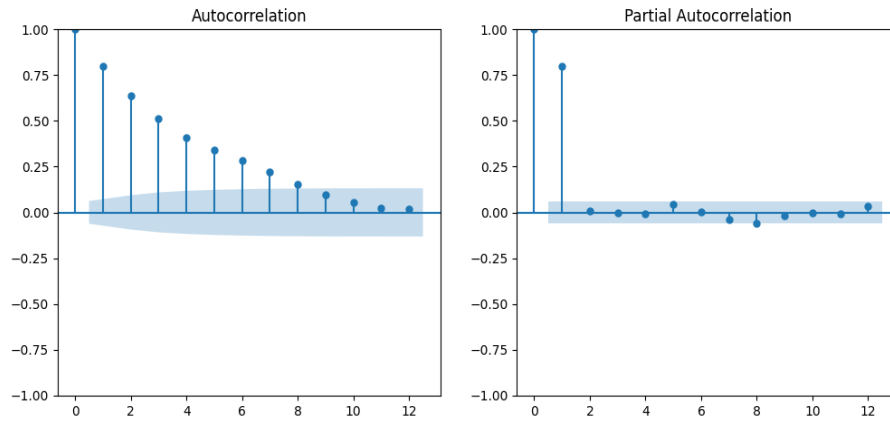
dove $\phi(B) = (1 - \phi_1 B^1 - \dots - \phi_p B^p)$ è l'operatore ritardo delle componenti autoregressive del modello AR, ϵ_t è un processo white noise.

Per l'identificazione di un modello AR risulta fondamentale la *funzione di autocorrelazione parziale (PACF)*, ovvero la funzione di autocorrelazione di un determinato ritardo depurata dagli effetti degli altri lag della serie storica. In particolare, definendo i seguenti modelli:

$$\begin{aligned} r_t &= \phi_0 + \phi_1 r_{t-1} + \epsilon_t, \\ r_t &= \phi_0 + \phi_1 r_{t-1} + \phi_2 r_{t-2} + \epsilon_t, \\ r_t &= \phi_0 + \phi_1 r_{t-1} + \phi_2 r_{t-2} + \phi_3 r_{t-3} + \epsilon_t, \\ &\dots \end{aligned}$$

la funzione PACF del primo lag corrisponde al coefficiente ϕ_1 della prima equazione, quella del secondo lag corrisponde al coefficiente ϕ_2 della seconda equazione, e così via. È dimostrato che per un processo $AR(l)$ la funzione PACF non è statisticamente significativa al lag $l + 1$, mostrando quindi un “*cut-off*” subito dopo il lag l (Tsay, R. S., 2010). Nella Figura 11 vengono mostrati i grafici dell'ACF e della PACF, per un processo simulato $AR(1)$ definito da un parametro $\phi_1 = 0.8$, nei quali è possibile osservare come la funzione PACF subisca un brusco calo al secondo lag.

Figura 11: ACF e PACF di un modello AR (1)



Fonte: Elaborazione propria su dati simulati⁴⁶

Un altro modello econometrico importante nell'analisi delle serie storiche è il modello *media mobile (MA)*. Un modello $MA(l)$ è definito dalla seguente equazione:

$$r_t = c_0 - \theta_1 \epsilon_{t-1} - \dots - \theta_l \epsilon_{t-l} + \epsilon_t,$$

dove ϵ_t è un processo white noise.

Alternativamente può essere espresso

$$r_t = \theta(B)\epsilon_t,$$

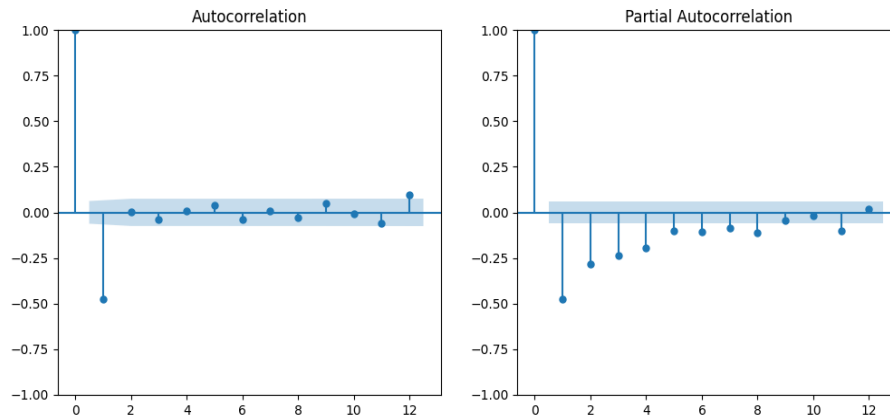
dove $\theta(B) = (1 - \theta_1 B^1 - \dots - \theta_q B^q)$ è l'operatore ritardo delle componenti media mobile del modello MA, ϵ_t è un processo white noise.

Il processo MA, come intuibile dall'equazione, è definito come un processo a memoria infinita, dove gli shock precedenti influenzano il valore corrente della serie storica. Per identificare l'ordine corretto di un modello MA è possibile utilizzare la funzione ACF: anche in questo caso la funzione mostrerà un “*cut-off*” subito dopo il lag rilevante. Come dimostrato in Figura 12 vengono mostrati i grafici dell'ACF e della PACF, per un

⁴⁶ Per dati simulati si intende la generazione, a fini esplicativi, di una serie storica specificando i parametri del processo AR (p), al fine di simulare un processo stazionario.

processo simulato MA(1) definito da un parametro $\theta_1 = 0.8$, nei quali è possibile osservare come la funzione ACF subisca un brusco calo al primo lag.

Figura 12: ACF e PACF di un modello MA(1)



Fonte: Elaborazione propria su dati simulati

I modelli descritti sopra rappresentano le basi del successivo modello ARMA, che sfrutta le caratteristiche di entrambi per migliorare il proprio adattamento ai dati.

Il modello ARMA è stato introdotto come estensione dei modelli AR e MA, nei quali, rispettivamente, si ipotizza una dipendenza della variabile in esame con i lag precedenti della stessa ed una dipendenza dallo shock delle osservazioni precedenti. Entrambi i modelli possono essere caratterizzati da un numero di lag eccessivamente elevato, che contrasta con il *principio di parsimonia* dei modelli statistici, come affermato in Burnham & Anderson (2002). Lo stesso principio è alla base dei criteri di scelta Akaike-information criteria AIC (Akaike, 1974) ed il Bayesian Information Criterion (BIC) (Schwarz & Gideon, 1978), i quali aumentano in valore assoluto all'aumentare della bontà di adattamento del modello – basandosi sulla funzione di verosimiglianza – ma applicando, contemporaneamente, una penalizzazione per ogni variabile aggiunta al modello. Pertanto, il valore assoluto di entrambi aumenta solamente se la variabile aggiunta risulta spiegare significativamente la variabile dipendente. Il fine dell'utilizzo di questi criteri nella comparazione dei modelli è quello di selezionare il più parsimonioso in termini di

parametri ma che conservi una elevata capacità predittiva, diminuendo il rischio di overfitting.

Nella Tabella 1 è fornita una comparazione della formula di entrambi i criteri. Si può vedere come il criterio AIC sia meno conservativo del criterio BIC, data la penalizzazione applicata come fattore $2k$, dove k è il numero di parametri inclusi nel modello; il fattore di penalizzazione applicato al BIC è invece $k \ln(n)$, dove k è definito come nell'AIC ed n rappresenta il numero di osservazioni.

Tabella 1: Comparazione dei criteri AIC e BIC

CRITERIO	FORMULA
AIC	$-2 \ln(\hat{L}) + \frac{2k}{n}$
BIC	$-2 \ln(\hat{L}) + \frac{2k}{n} \ln(n)$

Per tale limite dei modelli AR e MA, il modello ARMA è stato sviluppato, come descritto in Box, Jenkins and Reinsel (1994). Il modello $ARMA(p, q)$ è di fatto una combinazione di entrambi, che ritorna effettivamente al modello MA quando $q = 0$ e al modello AR quando $p = 0$, la cui espressione può essere generalizzata in:

$$r_t = \phi_1 r_{t-1} + \dots + \phi_p r_{t-p} + \varepsilon_t + \theta_1 \varepsilon_{t-1} + \dots + \theta_q \varepsilon_{t-q}$$

Dove ε_t è un processo white noise e p e q numeri interi positivi.

Lo stesso, come nei casi precedenti, può essere espresso con l'operatore ritardo, come:

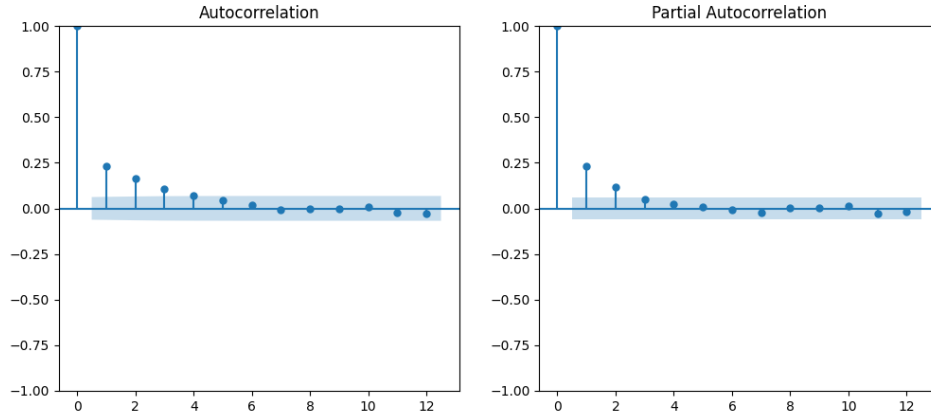
$$\phi(B)r_t = \phi_0 + \theta(B)\varepsilon_t,$$

dove $\theta(B) = (1 - \theta_1 B^1 - \dots - \theta_q B^q)$ è l'operatore ritardo delle componenti media mobile del modello MA, $\phi(B) = (1 - \phi_1 B^1 - \dots - \phi_p B^p)$ è l'operatore ritardo delle componenti autoregressive del modello AR, ε_t è un processo white noise.

L'identificazione del numero ottimale di p e q può avvenire tramite l'EACF come descritto in Tsay & Tiao (1984), basandosi sul principio che, fissando un numero dei lag

della componente AR, è possibile determinare di conseguenza il parametro q ottenuto dall'ACF della componente MA. Nella Figura 13, sono visibili i grafici dell'ACF e della PACF di un modello $ARMA(1, 1)$ con $\theta_1 = 0.4$ e $\phi_1 = 0.6$

Figura 13: ACF e PACF di un modello $ARMA(1, 1)$



Fonte: Elaborazione interna su dati simulati

Per poter trattare dati non stazionari, una nuova estensione del modello ARMA è stata proposta, incorporando un parametro I , che rappresenta il grado di *integrazione* della serie storica trattata. Se, ad esempio, l'analisi è condotta su una variabile $I(1)$, il parametro I permette di specificare direttamente nel modello il grado della differenza da applicare alla serie per renderla stazionaria. Il modello $ARIMA(p, I, q)$ è pertanto identificato complessivamente da tre parametri: p per il grado della componente AR, q per il grado della componente MA ed I che corrisponde al grado di integrazione della serie. La formula che definisce un modello $ARIMA(p, I, q)$ è, di conseguenza:

$$\Delta^d r_t = \phi_1 \Delta^d r_{t-1} + \dots + \phi_p \Delta^d r_{t-p} + \varepsilon_t + \theta_1 \varepsilon_{t-1} + \dots + \theta_q \varepsilon_{t-q},$$

oppure, esprimibile sinteticamente tramite gli operatori ritardo corrispondenti:

$$\phi(B)(1 - B)^I y_t = \phi_0 + \theta(B)\varepsilon_t,$$

dove $\phi(B) = (1 - \phi_1 B^1 - \dots - \phi_p B^p)$ è l'operatore ritardo delle componenti autoregressive del modello AR, $(1 - B)^I$ è l'operatore della differenza di ordine I , $\theta(B) = (1 - \theta_1 B^1 - \dots - \theta_q B^q)$ è l'operatore ritardo delle componenti media mobile del modello MA, ε_t è un processo white noise.

Per rendere più efficace l'analisi di una serie storica con il modello ARIMA questo può essere esteso tramite l'inclusione di ulteriori regressori esterni, configurando, corrispondentemente un modello ARIMAX. L'espressione finale del modello sarà:

$$\Delta^d r_t = \phi_1 \Delta^d r_{t-1} + \dots + \phi_p \Delta^d r_{t-p} + \varepsilon_t + \theta_1 \varepsilon_{t-1} + \dots + \theta_q \varepsilon_{t-q} + \beta' x_t$$

Dove x_t è un vettore di *regressori esogeni*, β è il vettore dei coefficienti associati a x_t , ε_t è il rumore bianco.

Il modello ARIMA può essere ulteriormente esteso per considerare il fenomeno della stagionalità tramite l'introduzione di componenti stagionali esplicite, estendendo, quindi, il modello ARIMAX, consentendo così di modellare sia la stagionalità deterministica sia quella stocastica. Il modello così strutturato fino a questo punto assume il nome di SARIMAX.

La stagionalità, in particolare, viene trattata attraverso l'inclusione di polinomi autoregressivi e di media mobile applicati a ritardi multipli del periodo stagionale D . In particolare, la struttura del modello include termini stagionali $\Phi_p(B^S)$ e $\Theta_q(B^S)$, così come una differenziazione stagionale di ordine S , rappresentata dall'operatore $(1 - B^S)$. Pertanto, considerando ad esempio una serie r_t non stazionaria che necessita di un trattamento per la rimozione di componenti stagionali con periodo 4, può essere applicata una differenza di tipo $\Delta_4(\Delta r_t)$, la quale equivale all'applicazione delle seguenti operazioni:

$$\Delta_4(\Delta r_t) = (1 - B^4)\Delta r_t = \Delta r_t - \Delta r_{t-4} = r_t - r_{t-1} - r_{t-4} + r_{t-5}.$$

Infine, il modello SARIMAX è solitamente indicato con la dicitura $ARIMA(p, I, q) \times (P, D, Q)_S$, includendo i parametri discussi sopra. L'espressione sintetica che definisce il modello è quindi, espressa sinteticamente per maggiore chiarezza tramite gli operatori ritardo:

$$\phi(B)\Phi_P(B^S)(1-B)^I(1-B^S)^D y_t = \phi_0 + \theta(B)\theta_Q(B^S)\epsilon_t,$$

dove $\phi(B) = (1 - \phi_1 B^1 - \dots - \phi_p B^p)$ è l'operatore ritardo delle componenti autoregressive del modello AR, $\phi_P(B^S) = (1 - \phi_1 B^S - \dots - \phi_p B^{pS})$ è l'operatore ritardo delle componenti stagionali autoregressive, $(1-B)^I$ è l'operatore della differenza di ordine I , $(1-B^S)^D$ è l'operatore analogo della differenza stagionale, $\theta(B) = (1 - \theta_1 B^1 - \dots - \theta_q B^q)$ è l'operatore ritardo delle componenti media mobile del modello MA, $\theta_Q(B^S) = (1 - \theta_1 B^S - \dots - \theta_q B^{qS})$ è l'operatore ritardo delle componenti stagionali media mobile, ϵ_t è un processo white noise.

In conclusione, dal modello di regressione semplice applicato alle serie storiche, con le opportune estensioni, si ottiene una famiglia di modelli in grado di trattare gli aspetti più frequenti delle serie storiche, come la non stazionarietà e la stagionalità.

3.2 Descrizione dei dati

Il periodo considerato per l'analisi si estende dal terzo trimestre 2005 al quarto quadrimestre del 2024. Tale intervallo temporale è stato scelto principalmente in funzione della disponibilità dei dati, che nel caso argentino presenta criticità peculiari. La copertura storica, la coerenza metodologica e la trasparenza dei dati macroeconomici relativi all'Argentina risultano limitate e disomogenee, impedendo, quindi, l'adozione di un periodo di analisi più ampio. Una maggiore disponibilità dei dati, infatti, avrebbe potuto apportare maggiore significatività e precisione all'analisi, considerando anche che l'adozione di modelli che operano sulle differenze contribuisce a limitare ulteriormente il periodo di analisi, a causa delle differenze applicate alle serie non stazionarie e della presenza di termini autoregressivi, che necessitano della disponibilità di dati dei periodi precedenti per poter inizializzare gli algoritmi di massima verosimiglianza, riducendo la grandezza del campione di un fattore $I + \max(p, q)$ (Box, Jenkins, Reinsel, Ljung., 2015).

Una delle principali problematiche concernenti la disponibilità dei dati riguarda l'affidabilità dell'Istituto nazionale di statistica argentino, *l'Instituto Nacional de Estadística y Censos* (INDEC), il cui operato è stato oggetto di accuse di manipolazione dei dati macroeconomici, in particolare nel periodo dell'amministrazione Kirchner

(2007–2015). Diversi studi, tra cui Cavallo e Bertolotto (2016), hanno evidenziato come l'INDEC abbia sottostimato l'inflazione e alterato altri indicatori economici, in risposta a pressioni politiche mirate a sostenere determinati obiettivi di comunicazione governativa. Zanetti et al., applicando la legge di Benford, hanno rilevato deviazioni statisticamente significative nei dati sull'inflazione nel periodo 2007–2015, mentre non si osservano anomalie rilevanti nei dati precedenti (1943–2006).

Le motivazioni alla base di tali distorsioni possono essere ricondotte a tre elementi principali: (i) la consapevolezza che l'indice dei prezzi al consumo (consumer price index, ovvero CPI) influenzi direttamente le aspettative inflazionistiche e il comportamento degli agenti economici, quali consumatori, imprese e investitori; (ii) la riapertura delle trattative salariali annuali da parte del governo Kirchner, in un contesto di rivendicazioni sindacali volte a tutelare il potere d'acquisto; (iii) l'impatto del CPI sulla dinamica di alcuni titoli di Stato indicizzati all'inflazione, emessi in seguito alla ristrutturazione del debito sovrano nel 2005, per i quali un aumento dell'inflazione comportava maggiori oneri per il Tesoro.

A fronte dell'aumento del CPI, il governo mise in atto una strategia di controllo dei prezzi che coinvolse direttamente l'INDEC, richiedendo la trasmissione di dati disaggregati e l'identificazione dei punti vendita da cui venivano raccolte le informazioni sui prezzi. Tali richieste risultavano in contrasto con i principi di riservatezza statistica sanciti dalla normativa vigente, acuendo le tensioni tra il personale tecnico dell'istituto e le autorità politiche (Briones et al., 2020).

A seguito di tali controversie, il *Fondo Monetario Internazionale* (FMI) emise nel 2013 una dichiarazione formale di censura nei confronti dell'Argentina, un provvedimento senza precedenti nella storia dell'istituzione, motivato da gravi perplessità circa l'affidabilità dei dati su inflazione e prodotto interno lordo.

Un'ulteriore fonte di incertezza è costituita dalle frequenti revisioni metodologiche apportate alle principali grandezze macroeconomiche. In particolare, i cambi di anno base per il CPI (ad esempio, dal 1999 al 2004, e successivamente al 2016), le modifiche nelle classificazioni settoriali e nei deflatori del PIL hanno introdotto discontinuità nelle serie storiche, ostacolando l'analisi comparativa e la costruzione di modelli previsionali affidabili nel lungo periodo.

In molti casi, i dati macroeconomici dell'Argentina antecedenti ai primi anni 2000 non risultano digitalizzati oppure sono disponibili unicamente in formati non strutturati (ad esempio, scansioni PDF di rapporti della banca centrale). Anche laddove i dati siano reperibili, essi risultano spesso frammentati tra diverse fonti istituzionali, come l'INDEC, il Ministero dell'Economia o la Banca Centrale dell'Argentina (BCRA). Questa assenza di un archivio centralizzato e in formato leggibile da macchina ostacola la costruzione di dataset macroeconomici di lungo periodo.

Alla luce di tali problematiche, le serie storiche necessarie per l'analisi sono state recuperate tramite Refinitiv-Eikon e allineate per formare un unico dataset composto da 78 osservazioni totali trimestrali:

- Tasso di crescita del PIL annualizzato (YoY), su base trimestrale;
- Tasso di inflazione, ottenuta dal deflatore del PIL argentino osservato trimestralmente⁴⁷;
- Tasso di disoccupazione trimestrale.

Inoltre, è stata costruita una variabile dummy trimestrale per catturare gli effetti derivanti dalla pandemia del COVID-19, la quale assume valore 1 durante l'anno 2020.

Come mostrato nella Tabella 2, il tasso medio di disoccupazione si attesta intorno all'8,21%, con una deviazione standard di circa 1,53%. Il PIL mostra un tasso medio di crescita positivo pari al 2,70%, accompagnato da una deviazione standard relativamente elevata, pari al 6,03%. L'inflazione, invece, presenta un valore medio del 9,44%, con una deviazione standard di 8,63%, segnalando una notevole variabilità nel periodo osservato. Un'analisi più attenta del valore mediano dell'inflazione rivela come la media sia stata significativamente influenzata da valori estremi registrati nel corso del 2023.

⁴⁷ $\pi_t = \left(\frac{D_t}{D_{t-1}} - 1 \right) \cdot 100$, dove D_t è il deflatore del PIL nell'anno t e D_{t-1} è il deflatore del PIL nell'anno precedente.

Tabella 2: statistiche descrittive delle variabili incluse nel modello

	unem	gdp	inf
Media	8,21%	2,70%	9,44%
Dev. Std.	1,53%	6,03%	8,63%
Osservazioni	76	76	76
0.25	7,10%	-0,79%	4,39%
0.5	7,85%	2,40%	6,82%
0.75	9,10%	7,98%	10,94%

Fonte: *Elaborazione propria su dati Refinitiv*

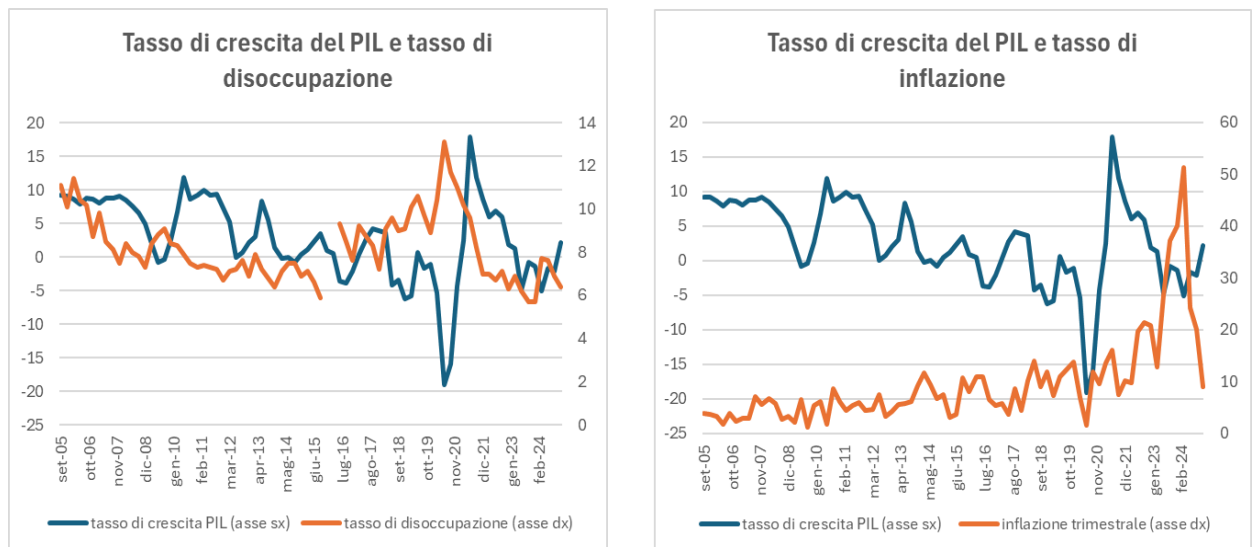
Al fine di rappresentare graficamente l'andamento delle principali variabili macroeconomiche dell'economia argentina, la Figura 14 mostra l'evoluzione congiunta del tasso di disoccupazione, dell'inflazione e della crescita del PIL dal 2005 al 2024.

L'analisi visiva suggerisce una relazione più marcata tra il tasso di disoccupazione e le variazioni del PIL, evidenziando una possibile correlazione negativa tra i due indicatori, coerente con l'andamento tipico del ciclo economico: nei periodi di espansione, la disoccupazione tende a diminuire, mentre nei periodi recessivi si osserva un peggioramento del mercato del lavoro.

Al contrario, l'inflazione sembra esercitare un'influenza comparativamente meno incisiva sull'andamento della crescita economica. Nonostante la sua rilevanza come indicatore macroeconomico, la dinamica dei prezzi non mostra, a livello aggregato, una relazione sistematica altrettanto evidente con le fluttuazioni del PIL nel periodo considerato.

In termini temporali, il tasso di crescita del PIL si caratterizza per un andamento ciclico, all'interno di una tendenza strutturalmente decrescente dal 2005 al 2019. A questa fase ha fatto seguito un forte rimbalzo nel biennio post-pandemico, verosimilmente determinato da un effetto base e da misure espansive temporanee. Tuttavia, a partire dal 2023 – in concomitanza con l'insediamento del Presidente Javier Milei e l'avvio di un'agenda di riforme economiche restrittive – la crescita è tornata in territorio negativo. Entro il 2024, emergono i primi segnali di una ripresa graduale, che potrebbe riflettere gli effetti ritardati delle riforme strutturali introdotte dal nuovo esecutivo, come approfondito nel Capitolo 2.

Figura 14: Tasso di crescita del PIL e tasso di disoccupazione; Tasso di crescita del PIL e tasso di inflazione



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

3.3 Preparazione delle variabili

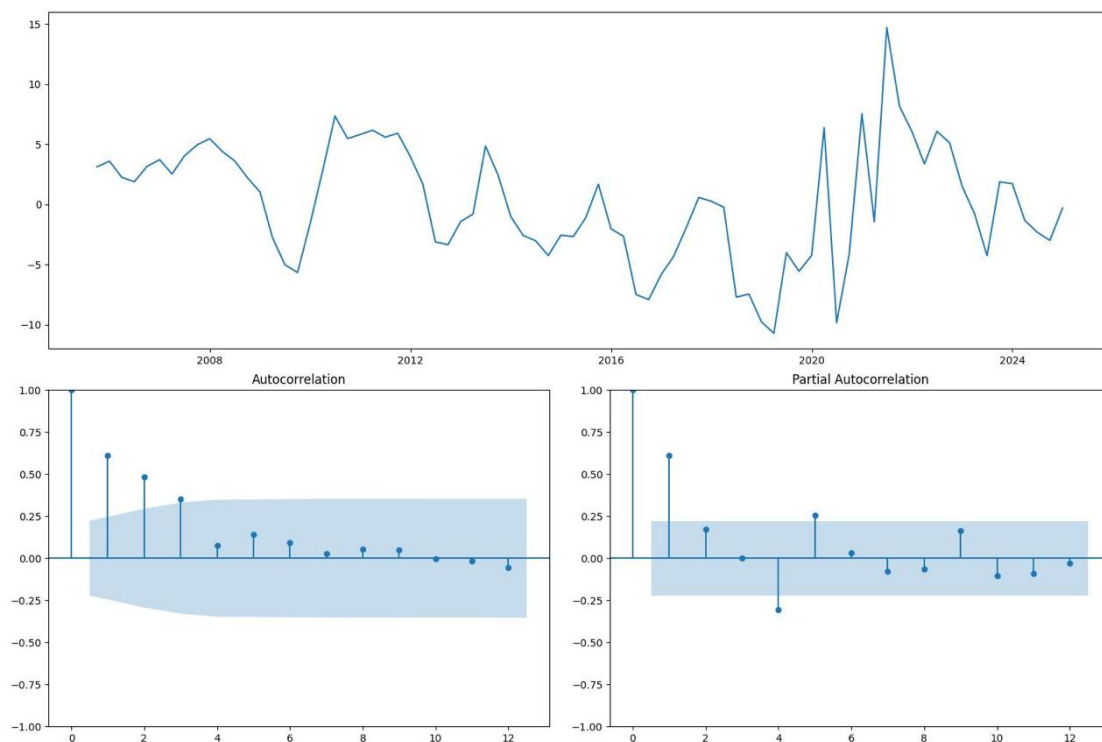
Per una corretta analisi delle serie storiche, garantire la stazionarietà delle variabili incluse nel modello è un prerequisito fondamentale per evitare il problema della regressione spuria (Granger & Newbold, 1974). I modelli di regressione stimati con serie non stazionarie possono mostrare valori dell'R quadro ingiustificatamente elevati e coefficienti notevolmente significativi – nonostante, quindi, non esista una vera relazione tra le variabili indipendenti e la dipendente –, a meno che le variabili non presentino una relazione di equilibrio di lungo periodo, nota come cointegrazione (Engle & Granger, 1987). In assenza di cointegrazione, è essenziale trattare le serie storiche in modo da renderle stazionarie.

Per verificare la presenza di cointegrazione tra la variabile dipendente (il tasso di crescita del PIL, da ora in avanti *gdp*) e la variabile indipendente (il tasso di disoccupazione, da ora *unem*), è stata eseguita una regressione tramite il metodo dei Minimi Quadrati Ordinari (OLS). I residui di questa regressione sono stati poi testati per la stazionarietà utilizzando il test ADF.

I risultati indicano che i residui sono non stazionari, poiché il test ADF non riesce a rifiutare l'ipotesi nulla di radice unitaria nemmeno al livello di significatività del 10% (p-value 0.2494). Questo risultato suggerisce che *gdp*, *unem* e *inf* non sono cointegrati e che,

pertanto, è necessario differenziare i dati per garantirne la stazionarietà. Ulteriori evidenze della presenza di una radice unitaria si osservano nei grafici della Funzione di Autocorrelazione (ACF) e della Funzione di Autocorrelazione Parziale (PACF), che mostrano una persistente correlazione seriale, in particolare nell'ACF, confermando il comportamento non stazionario dei residui. I risultati sono presentati in Figura 15.

Figura 15: Grafico, ACF e PACF dei residui del test di cointegrazione



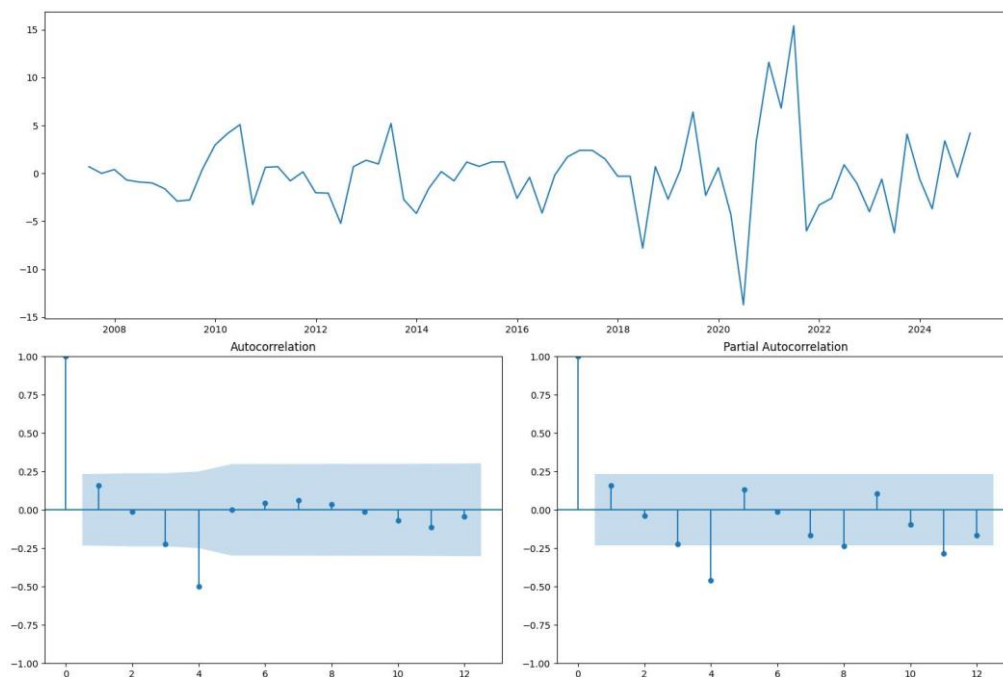
Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

A seguito della assenza di cointegrazione, è stata effettuata una valutazione delle proprietà di stazionarietà delle singole serie. Come menzionato sopra, se una variabile mostra una radice unitaria, viene differenziata per raggiungere la stazionarietà. Una volta resa stazionaria, la stagionalità viene diagnosticata tramite un'ispezione visiva dei grafici ACF e PACF, cercando picchi ripetuti a intervalli regolari (es. ogni 4 trimestri).

Partendo dalla variabile dipendente *gdp*, la serie dei livelli mostra una autocorrelazione persistente dell'ACF e il test ADF non rifiuta l'ipotesi nulla di presenza di una radice unitaria (p-value: 0.1197), confermando la non stazionarietà della serie (si veda **Figura A.1 in Appendice**).

Dopo l'applicazione della prima differenziazione, il test ADF rifiuta fortemente l'ipotesi nulla di radice unitaria al livello di significatività dell'1% (p-value = 0.0039), indicando che la serie è integrata di ordine uno $I(1)$. I grafici ACF e PACF dopo l'applicazione della differenza prima mostrano la presenza di correlazione seriale significativa al lag 4, mentre altri lag risultano debolmente significativi (Vedi successiva Figura 16).

Figura 16: Grafico, ACF e PACF della differenza prima del tasso di crescita del PIL

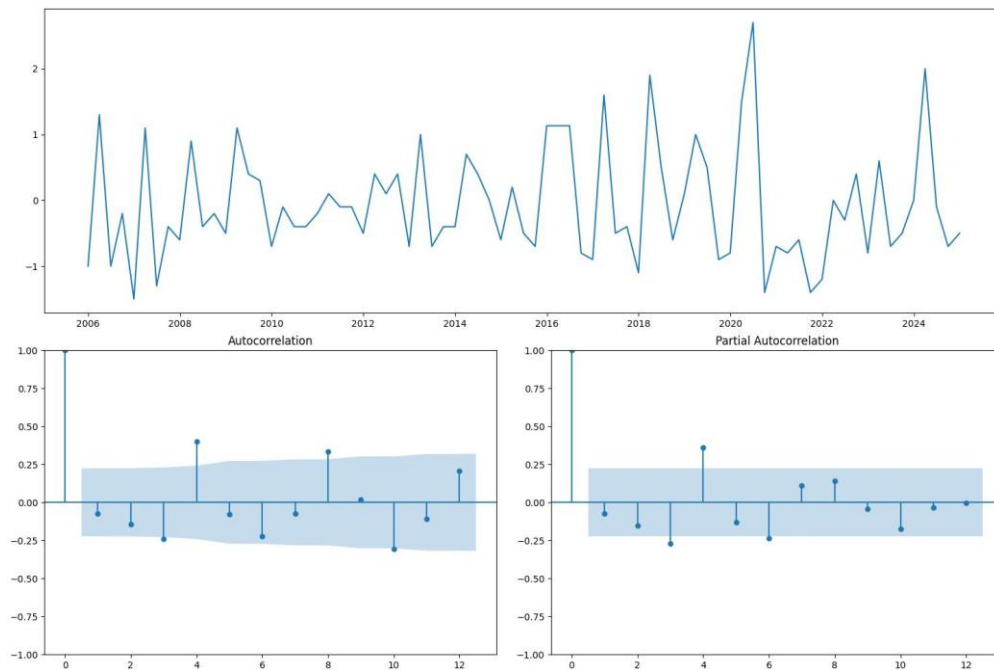


Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

Per quanto riguarda il tasso di disoccupazione, le evidenze di non stazionarietà sono ancora più marcate. Il test ADF non riesce nuovamente a rifiutare l'ipotesi nulla al livello del 10% (p-value: 0.3743) e il grafico ACF indica livelli di correlazione seriale elevati (si veda **Figura A.2 in Appendice**).

Dopo la prima differenziazione, il test ADF fornisce una forte evidenza di stazionarietà (p-value < 0.01) e l'autocorrelazione si riduce sostanzialmente. Tuttavia, persiste una lieve correlazione seriale al lag 4 ed al lag 8, che potrebbe riflettere una lieve componente stagionale (Vedi successiva Figura 17).

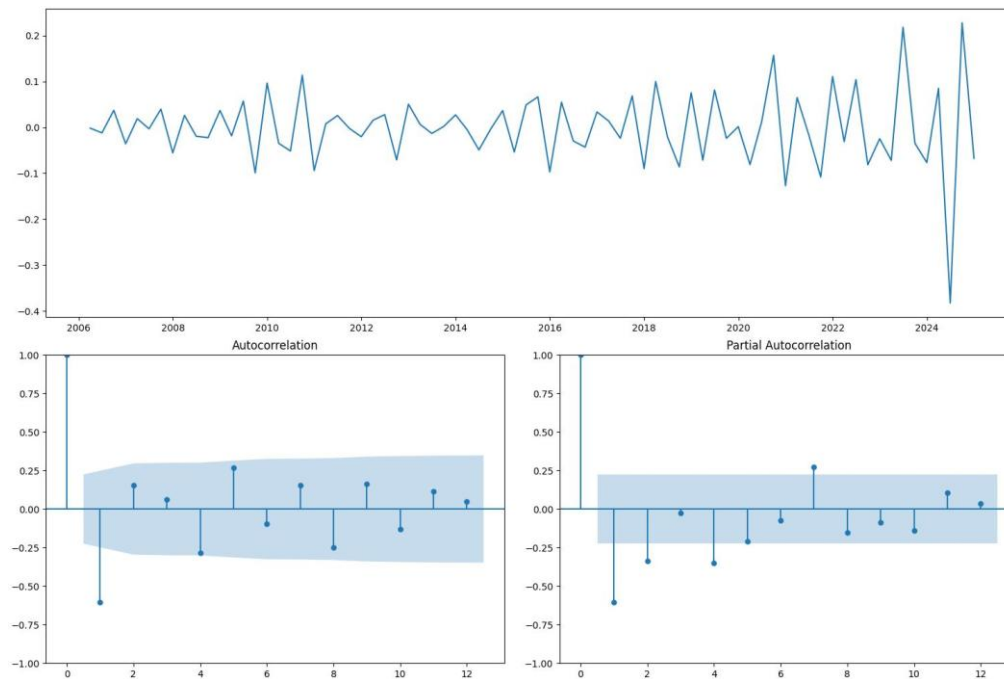
Figura 17: Grafico, ACF e PACF della differenza prima del tasso di disoccupazione



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

L'ultima variabile utilizzata è il tasso di inflazione trimestrale, rappresentato in **Figura A.3 in Appendice**. L'origine riferimento non è stata trovata., che non risulta stazionario sui livelli, come confermato dal test ADF, il quale non rigetta l'ipotesi nulla di assenza di una radice unitaria (p-value: 0.7397). Di conseguenza, la variabile *inf* deve essere resa stazionaria prima del suo impiego all'interno del modello. Dopo una doppia differenziazione il test ADF rigetta l'ipotesi nulla con un p-value pari a 0.0001. La serie, quindi, risulta integrata di ordine 2, $I(2)$. Le funzioni ACF e PACF mostrano la presenza di correlazione significativa e moderatamente elevata ai lag 1, 2 e 4. I risultati della serie in differenza sono visibili nella Figura 18.

Figura 18: Grafico, ACF e PACF della differenza seconda dell'inflazione



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

In sintesi, tutte le variabili non risultano essere stazionarie sui livelli, e, pertanto, vengono applicate le differenze prime al fine di renderle stazionarie, risultando, quindi, integrati di ordine uno $I(1)$; il tasso di inflazione risulta, invece, integrato di ordine 2.

Nella Tabella 3 è riportato il riepilogo dei test ADF effettuati sulle variabili.

Tabella 3: Riepilogo ADF test delle variabili

Variabile	Statistica ADF	P Value
inf	-1,725	0,7397
inf_diff2	-5,053	0,0002
gdp	-3,255	0,0739
gdp_diff	-4,494	0,0015
unem	-2,410	0,3744
unem_diff	-4,280	0,0034

Fonte: Elaborazione propria

3.4 Stima del modello

Dopo l'analisi preliminare delle variabili, viene effettuata la stima del modello più adeguato alla spiegazione del tasso di crescita mensile del PIL (*gdp*). La valutazione dell'adeguatezza del modello viene effettuata tramite il confronto dei criteri AIC e BIC, oltre che dalla diagnostica dei residui ed una analisi visiva del fitting del modello. In particolare, nel caso di un modello *time series*, ai fini della produzione di stimatori non distorti, è importante accertarsi dell'assenza di residui autocorrelati, ed a questo proposito viene utilizzato il test di Ljung-Box; inoltre, dalla valutazione visiva dei residui deve risultare l'assenza di pattern riconoscibili che possono indicare la presenza di variabili omesse, ma essi devono avere le caratteristiche di un processo "white noise", con valore atteso nullo. È ammissibile invece la presenza di residui non distribuiti normalmente, che rende l'inferenza valida in grandi campioni, per il teorema del limite centrale.

Dalla valutazione delle variabili del modello, emerge la presenza di una forte correlazione del 4 lag sia della variabile dipendente che delle variabili indipendenti selezionate, che pertanto verrà incluso nei modelli ARIMAX. In particolare, si provvederà all'applicazione di modelli di tipo ARIMAX (4, 1, 0)⁴⁸, che implicano una differenza prima sulla variabile dipendente, come spiegato nei paragrafi precedenti.

Il primo modello stimato utilizzando come variabili indipendenti sia il tasso di disoccupazione che il tasso di inflazione è riportato nella Tabella 4. Dai risultati si evince che il termine autoregressivo del 4° lag risulta significativo e permette di catturare efficacemente la correlazione evidenziata sopra. Il regressore dell'inflazione, invece, non risulta significativo a nessun livello di confidenza accettabile. Infine, il regressore del tasso di disoccupazione risulta significativo solo tramite il suo lag, evidenziando un forte effetto ritardato della disoccupazione sul PIL; il segno negativo dei coefficienti, in linea con le attese, rispetta in un certo senso la *Legge di Okun* (Okun, 1962), secondo cui un aumento del tasso di disoccupazione è associato a una riduzione del prodotto interno lordo reale. La dummy del covid invece risulta non significativa.

⁴⁸ Si precisa che il parametro p , il quale indica l'ordine dei termini autoregressivi, non indica che il modello contiene tutti i ritardi fino al quarto (che risulta significativo), ma che, data la correlazione non significativa dei ritardi tra 1 e 3, questi ultimi vengono omessi dal modello.

Tabella 4: Modello completo con inflazione

	Coefficiente	Errore standard	z	P value	CI 0.025	CI 0.975
unem_diff	-0,2158	0,304	-0,709	0,478	-0,812	0,38
unem_diff_lag	-0,6513***	0,218	-2,993	0,003	-1,078	-0,225
inf_3m_diff	-5,1637	3,151	-1,639	0,101	-11,34	1,013
covid	-5,2369	4,167	-1,257	0,209	-13,405	2,931
ar.L4	-0,4461***	0,053	-8,43	0,000	-0,55	-0,342
					BIC	405,452
					AIC	391,627

Fonte: *Elaborazione propria*

Dalla diagnostica del modello (si veda **Figura B.1 in Appendice**), non si evincono autocorrelazioni significative dei residui, e questi ultimi sembrano assumere le caratteristiche di un processo white noise. In particolare, il test di Ljung-Box non rigetta l'ipotesi nulla (cioè, che non vi è autocorrelazione nei residui) con un p-value pari a 0.64. Il test di normalità di Jarque-Bera, invece, rigetta l'ipotesi nulla (cioè, che i residui sono distribuiti normalmente) ad un livello di significatività del 5%, ma non al 1% (p-value: 0.01).

Ai fini del miglioramento della stima precedente, viene effettuato un tentativo di stima rimuovendo l'inflazione dalle variabili indipendenti. I risultati sono riportati nella Tabella 5. È possibile osservare un p-value più basso del tasso di disoccupazione ritardato, con un effetto negativo sul tasso di crescita del PIL leggermente maggiore. La variabile dummy della pandemia COVID-19, continua ad essere non significativa a nessun livello critico rilevante, ma viene mantenuta per continuare ad isolare gli effetti sul PIL verificatisi durante la pandemia.

Tabella 5: Modello senza inflazione

	Coefficiente	Errore standard	z	P value	CI 0.025	CI 0.975
unem_diff	-0,2178	0,324	-0,673	0,501	-0,852	0,416
unem_diff_lag	-0,6483***	0,192	-3,37	0,001	-1,025	-0,271
covid	-4,4694	4,887	-0,915	0,36	-14,047	5,108
ar.L4	-0,4673***	0,053	-8,859	0	-0,571	-0,364
					BIC	404,767
					AIC	393,247

Fonte: *Elaborazione propria*

Dalla diagnostica del modello (si veda **Figura B.2 in Appendice**), non si evincono autocorrelazioni significative dei residui, e questi ultimi sembrano assumere le caratteristiche di un processo white noise. In particolare, il test di Ljung-Box non rigetta l'ipotesi nulla con un p-value pari a 0.74. Il test di normalità di Jarque-Bera, invece, rigetta l'ipotesi nulla a qualsiasi livello di significatività. Un'ulteriore verifica della stazionarietà dei residui, condotta tramite il test Augmented Dickey-Fuller (ADF Test), rigetta con forza l'ipotesi nulla di presenza di radici unitarie. Il p-value risulta infatti prossimo allo zero, suggerendo un'evidenza statistica robusta a favore della stazionarietà della serie. Come noto, nel contesto delle serie storiche, la presenza di una radice unitaria implica che il processo sia non stazionario, ovvero che media, varianza e autocorrelazione varino nel tempo.

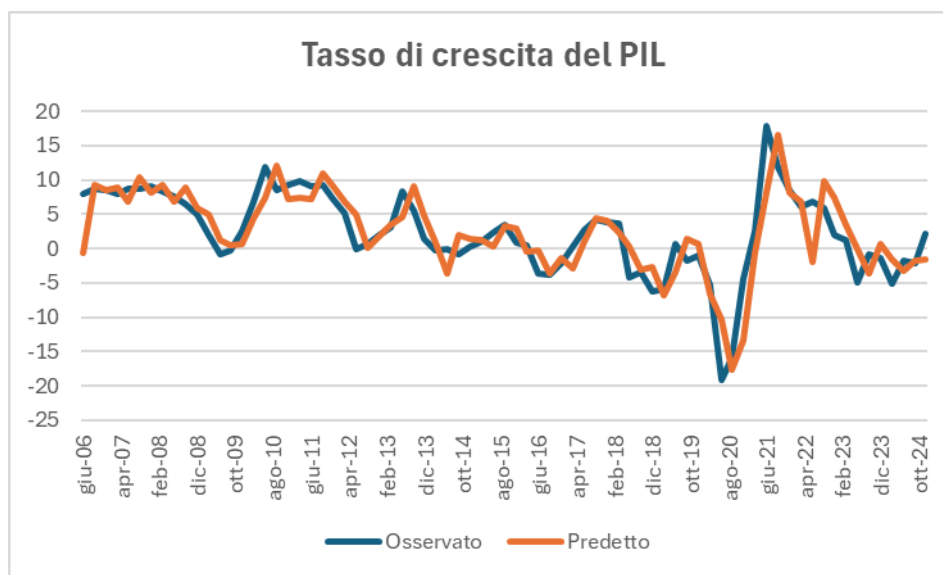
Infine, alla luce dei criteri informativi AIC e BIC, che nei due modelli selezionati forniscono indicazioni contrastanti — l'AIC tende ad aumentare con la rimozione dell'inflazione, mentre il BIC si riduce — si è scelto di privilegiare il BIC. Quest'ultimo, infatti, applica una penalizzazione più severa all'inclusione di variabili che non apportano un contributo informativo significativo, suggerendo quindi che il modello ristretto rappresenti l'opzione preferibile.

Inoltre, considerando la complessità della variabile dell'inflazione, che risulta stazionaria applicando una differenza seconda alla serie storica, risulta preferibile favorire un modello più semplice e, di conseguenza, facilmente interpretabile.

Nella Figura 19 di seguito è rappresentato il confronto tra i dati osservati di crescita del PIL e quelli predetti dal modello scelto. Il modello riesce a catturare con buona precisione le fluttuazioni del PIL, compresi shock esogeni rilevanti come la crisi da COVID-19 e la successiva ripresa. Questo risultato fornisce una base solida per le previsioni successive almeno nella fase di *in-sample fitting* (cioè, nel periodo storico su cui è stato stimato). Tuttavia, per parlare di effettiva capacità previsionale *out-of-sample*, bisognerebbe valutare le previsioni su dati non utilizzati nella stima⁴⁹.

⁴⁹ Tali concetti verranno meglio approfonditi nell'ultimo paragrafo sulle limitazioni del modello.

Figura 19: Predizioni del modello selezionato



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

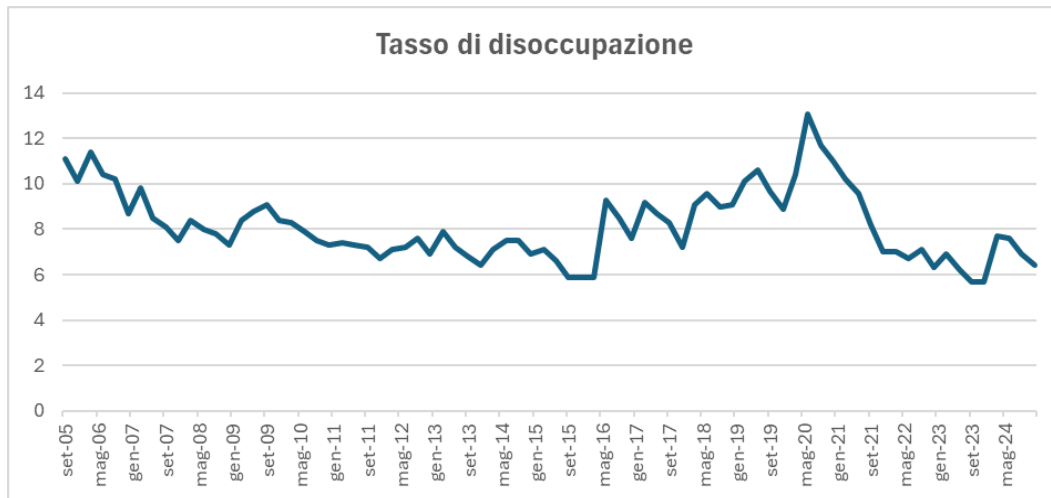
3.5 Scenari di previsione

In questo paragrafo vengono illustrate le previsioni *out-of-sample* del modello, ottenute ipotizzando due scenari alternativi sull'evoluzione del tasso di disoccupazione nei prossimi otto trimestri. Il primo scenario, definito *baseline*, riflette un andamento regolare del tasso di disoccupazione, in linea con gli effetti attesi delle politiche economiche restrittive introdotte dal governo Milei. Il secondo scenario, invece, simula una situazione di *stress*, caratterizzata da un forte aumento della disoccupazione, ipotizzando che le riforme strutturali abbiano un impatto negativo e prolungato sul mercato del lavoro, con ripercussioni sull'intera economia.

L'intervallo temporale di previsione è limitato a 8 trimestri, coerentemente con la natura del modello adottato, che consente di catturare principalmente relazioni di breve periodo. Il modello non è infatti concepito per identificare relazioni strutturali di lungo termine tra le variabili, ma piuttosto per cogliere le dinamiche cicliche e le risposte dell'economia nel breve-medio periodo.

Nella Figura 20 è rappresentato l'andamento storico del tasso di disoccupazione dell'Argentina.

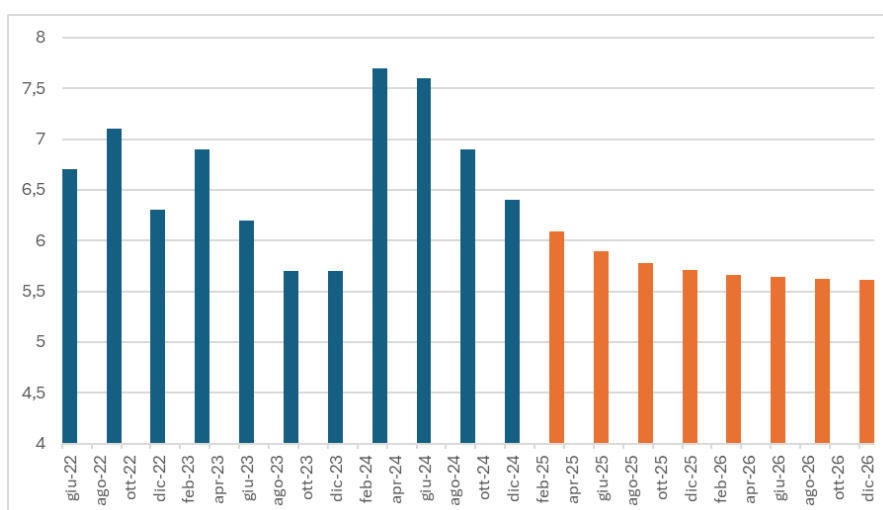
Figura 20: Tasso di disoccupazione



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

Lo scenario baseline è basato sull'andamento recente del tasso di disoccupazione, il quale risulta in discesa durante il 2024. In questo scenario si ipotizza un andamento decrescente esponenziale del tasso di disoccupazione come visibile nel dettaglio in Figura 21. In particolare, si ipotizza che gli effetti delle politiche di Milei, le quali hanno già avuto degli effetti positivi durante la fine del 2024, continuino a manifestare tali effetti nei successivi 8 trimestri, dalla data di stima.

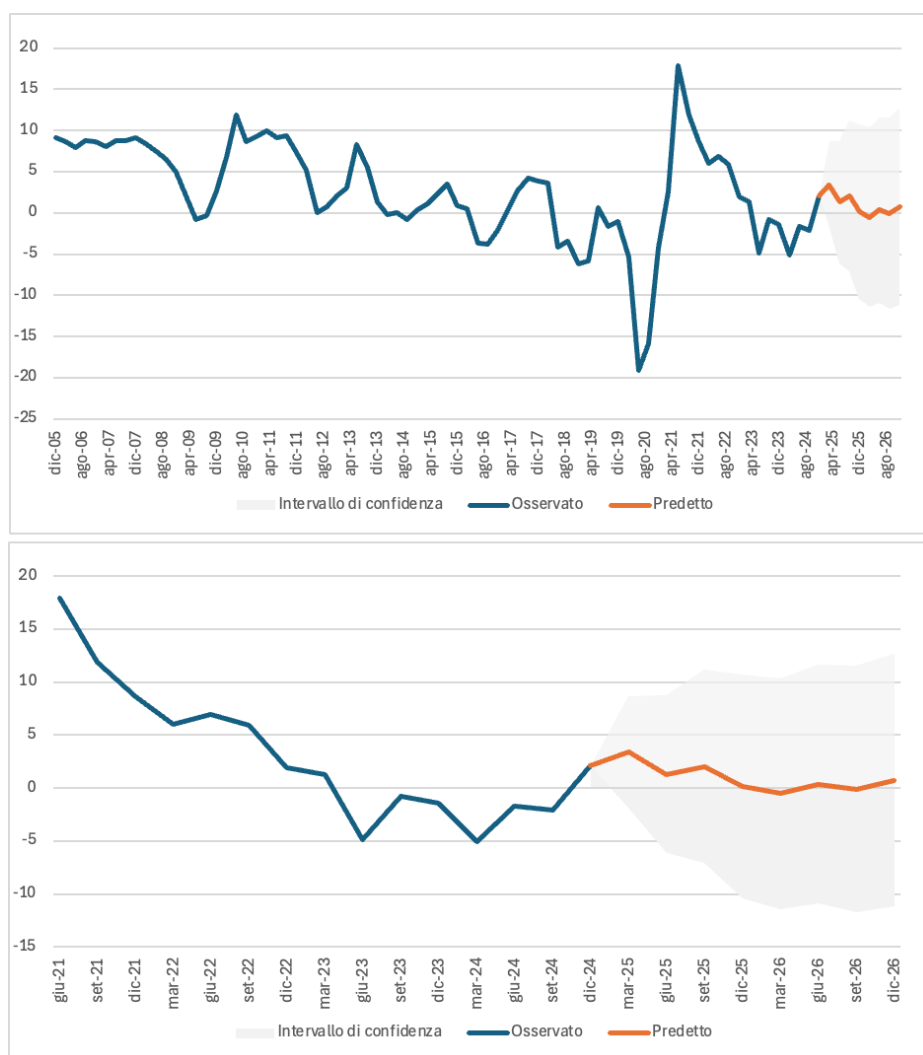
Figura 21: Andamento del tasso di disoccupazione nello scenario base



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

In tale scenario, il modello prevede per l'Argentina una crescita sostenuta nei primi tre trimestri del 2025, in continuità con l'espansione registrata nell'ultimo trimestre del 2024. Successivamente, emerge una fase di rallentamento ciclico della crescita, con due trimestri leggermente negativi. Tuttavia, a partire dall'ottavo trimestre, il modello stima un nuovo impulso di crescita del PIL, come illustrato nella Figura 22. Gli intervalli di confidenza, rappresentati dall'area grigia, risultano inizialmente contenuti, a indicare una maggiore precisione delle stime nei trimestri immediatamente successivi. Tali intervalli si allargano progressivamente nel tempo, riflettendo l'aumento fisiologico dell'incertezza previsiva man mano che si allunga l'orizzonte temporale.

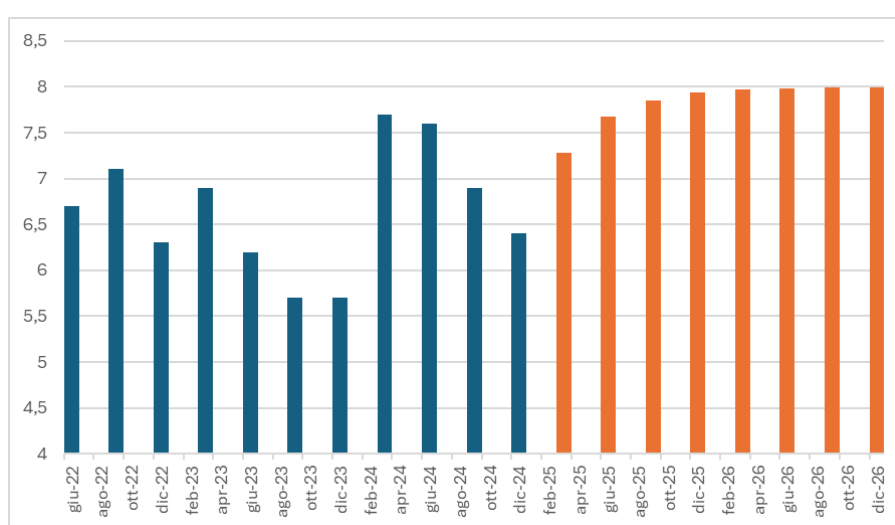
Figura 22: Proiezione del tasso di crescita del PIL nello scenario base



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

Lo scenario di stress si basa sull'ipotesi di un progressivo peggioramento del mercato del lavoro, con un ritorno del tasso di disoccupazione ai livelli registrati all'inizio del mandato di Milei, attorno all'8%. Come mostrato in Figura 23, la traiettoria del tasso di disoccupazione assume un profilo esponenziale crescente, opposto rispetto allo scenario baseline. La dinamica simulata riflette uno scenario in cui le politiche del governo non producono gli effetti attesi o incontrano ostacoli strutturali tali da annullarne l'impatto sul mercato del lavoro.

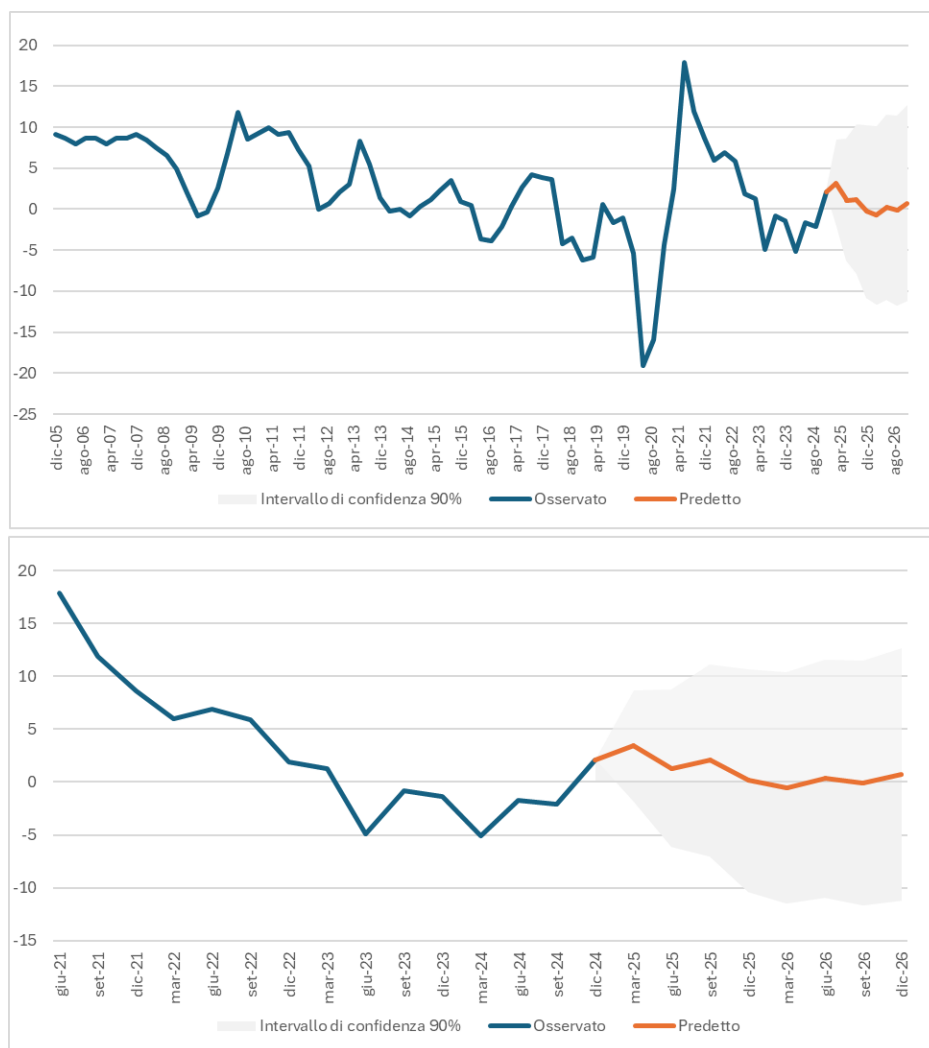
Figura 23: Andamento del tasso di disoccupazione nello scenario di stress



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

Relativamente alle previsioni, invece, il tasso di crescita del PIL, dopo un iniziale proseguimento della ripresa osservata a fine 2024, subisce una brusca decelerazione dalla fine del 2025, culminando in due trimestri consecutivi di crescita negativa (ultimo trimestre del 2025 e il primo trimestre del 2026), con una contrazione massima di circa -0,75%. Il profilo previsto dal modello riflette una dinamica ciclica più fragile rispetto allo scenario base. Nonostante ciò, le stime non indicano un crollo dell'attività economica: la fase recessiva appare contenuta e temporanea, seguita anche in questo caso da una ripresa durante l'ultimo trimestre del 2026.

Figura 24: Proiezione del tasso di crescita del PIL nello scenario di stress



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

Nella Tabella 6 è riportato il riepilogo dell'andamento dei tassi di crescita e del Prodotto interno lordo in entrambi gli scenari. Inoltre, come illustrato in Figura 25, il confronto tra i due scenari evidenzia una dinamica più favorevole nello scenario baseline, in cui il PIL argentino mostra una crescita più costante, seppur contenuta. In particolare, il tasso di crescita annuale composto (CAGR) nel periodo 2024–2026 risulta pari allo 0,916% nello scenario baseline, contro lo 0,662% nello scenario di stress⁵⁰. Sebbene la differenza possa apparire contenuta, essa riflette l'effetto cumulato di una maggiore tenuta del mercato del

⁵⁰ Il CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) rappresenta il tasso di crescita medio annuale di una variabile lungo un periodo di tempo, tenendo conto dell'effetto dell'interesse composto. È calcolato come: $\left(\frac{V_f}{V_i}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$, dove V_f è il valore finale, V_i quello iniziale e n il numero di anni.

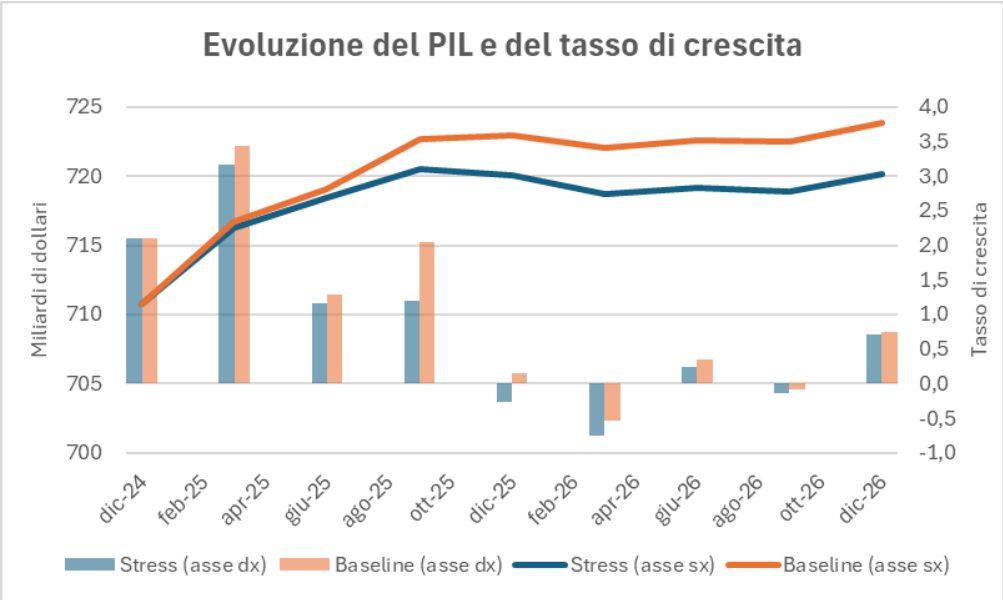
lavoro nel primo scenario, con un conseguente impatto positivo sull'attività economica complessiva. Il livello del PIL, infatti, raggiunge quota 723 miliardi di dollari nello scenario baseline e 720 miliardi in quello di stress, partendo da un valore comune di 710 miliardi nel quarto trimestre del 2024.

Tabella 6: Riepilogo delle predizioni negli scenari ipotizzati

Date	Tasso di crescita		Prodotto interno lordo (in miliardi di dollari)	
	Baseline (asse dx)	Stress (asse dx)	Baseline (asse sx)	Stress (asse sx)
31/12/2026	0,744	0,714	723.819.192.860	720.176.146.598
30/09/2026	-0,085	-0,141	722.478.671.618	718.895.883.810
30/06/2026	0,348	0,242	722.632.615.494	719.149.659.946
31/03/2026	-0,544	-0,752	722.005.143.272	718.715.970.472
31/12/2025	0,152	-0,261	722.991.063.747	720.073.266.534
30/09/2025	2,044	1,205	722.715.927.658	720.543.461.459
30/06/2025	1,296	1,168	719.069.766.130	718.389.878.855
31/03/2025	3,434	3,173	716.758.577.905	716.306.930.401
31/12/2024	2,100	2,100	710.734.700.202	710.734.700.203

Fonte: Elaborazione propria su dati Refintiv⁵¹

Figura 25: Riepilogo grafico delle predizioni negli scenari ipotizzati



Fonte: Elaborazione propria su dati Refintiv

⁵¹ La serie per il PIL reale (a prezzi costanti) è: *Gross Domestic Product, At market prices, Constant Prices, AR, 2004 prices*

3.6 Limitazioni del modello

Le limitazioni del modello possono essere analizzate sia sotto il profilo metodologico che sotto quello dei dati utilizzati. Dal punto di vista metodologico, il modello ARIMAX impiegato è stimato sulle differenze delle serie, il che impedisce la cattura di eventuali relazioni di lungo periodo tra le variabili. Di conseguenza, le previsioni risultano affidabili solo nel breve termine e non possono essere considerate valide per orizzonti temporali più estesi.

Inoltre, il test di Jarque-Bera applicato ai residui standardizzati rigetta l'ipotesi nulla di normalità, indicando possibili criticità nella validità dell'inferenza statistica, in particolare nella costruzione degli intervalli di confidenza e nella significatività dei coefficienti. Una possibile causa di tale anomalia risiede nella marcata instabilità macroeconomica dell'Argentina, nei cambiamenti metodologici nelle misurazioni delle variabili economiche e nell'impatto del COVID-19. Tali fattori hanno verosimilmente generato valori anomali (definiti in termini tecnici *outliers*), visibili anche nei QQ-plot di diagnostica dei modelli, nei quali i valori dei residui nelle code si discostano sensibilmente dalla distribuzione normale teorica. L'applicazione di tecniche di rimozione degli *outliers* – tra le quali potrebbe essere citata la differenza interquartile –, potrebbe contribuire a migliorare la precisione del modello, in particolare riducendo gli *standard errors* degli stimatori.

Infine, la limitata disponibilità dei dati riduce la precisione delle stime e limita la capacità del modello di cogliere dinamiche strutturali più complesse. L'inclusione di una base dati più estesa potrebbe migliorare significativamente le performance previsive e la stabilità dei coefficienti stimati. Inoltre, un campione di maggiori dimensioni consentirebbe di implementare in modo più robusto una strategia di validazione *in-sample* e *out-of-sample*. In particolare, la valutazione *in-sample* consiste nel confrontare le previsioni del modello con i dati utilizzati per stimarlo, permettendo di verificare quanto bene esso riesca a riprodurre l'andamento passato. Tuttavia, un buon *fitting in-sample* non è di per sé garanzia di affidabilità predittiva, poiché un'eccessiva aderenza ai dati storici può tradursi in overfitting e perdita di generalizzabilità. Per questo motivo, è buona prassi testare la capacità del modello anche fuori campione (*out-of-sample*), confrontando le previsioni con dati futuri non utilizzati nella fase di stima. La bontà di tali previsioni può essere valutata attraverso metriche come il Root Mean Squared Error (RMSE), il Mean Squared

Error (MSE) o il Mean Absolute Error (MAE), che misurano lo scarto medio tra valori osservati e valori previsti⁵².

Nel caso in esame, la disponibilità di sole osservazioni trimestrali — legata alla frequenza di rilevazione del PIL da parte dell'INDEC —riduce drasticamente il numero di osservazioni utili per un test *out-of-sample* robusto, rendendo poco affidabile la valutazione della capacità predittiva del modello. Tale criticità è ulteriormente accentuata dalla vicinanza temporale della pandemia di COVID-19, la cui esclusione dal campione *in-sample* e inclusione nel campione *out-of-sample* introdurrebbe un bias significativo nelle metriche di validazione di cui sopra, in quanto le forti oscillazioni osservate in quel periodo non potrebbero essere spiegate da nessuna variabile esplicativa presente nel modello. Infatti, il Mean Absolute Error (MAE) verrebbe calcolato su una serie di variazioni che riflettono anche gli effetti eccezionali della pandemia, gonfiando in modo artificioso il valore dell'errore e falsando la diagnosi delle capacità predittive del modello. La variabile dummy utilizzata nell'analisi assume infatti valore 1 durante il periodo della pandemia, consentendo al modello — se tale periodo è incluso nel campione *in-sample* — di isolare l'effetto del COVID-19 sul PIL.

In conclusione, il modello *ARIMA* (4, 1, 0), contenente solamente i termini autoregressivi significativi, calibrato sui dati utilizzando il tasso di disoccupazione come regressore esogeno, prevede in entrambi gli scenari una moderata crescita del PIL argentino. Data la relativa somiglianza dei risultati ottenuti in entrambi gli scenari, non risulta fortemente sensibile alle dinamiche del tasso di disoccupazione, ma più legato alle dinamiche catturate dal termine autoregressivo.

⁵² Valori bassi di tali metriche indicano una buona capacità predittiva del modello

CONCLUSIONI

Il presente elaborato ha approfondito le principali dinamiche macroeconomiche dell'Argentina, mettendo in luce le fragilità strutturali che hanno alimentato un ciclo sistematico di crisi nel tempo. Attraverso un percorso articolato in tre capitoli, si è cercato di comprendere le cause storiche di queste vulnerabilità, valutare la portata delle recenti misure economiche introdotte dal governo Milei, provando a stimarne l'impatto sulla crescita economica.

Il primo capitolo ha posto le basi interpretative, individuando le cause profonde della ciclicità e dell'instabilità economica argentina. In particolare, sono emerse tre criticità fondamentali. La prima riguarda il ricorso sistematico alla monetizzazione del deficit pubblico, che ha alimentato spirali inflazionistiche e sfiducia nei confronti della moneta nazionale. La seconda criticità è legata a politiche fiscali eccessivamente pro-cicliche, incapaci di generare avanzi durante le fasi espansive e quindi inadeguate a costruire margini di resilienza. Infine, si è osservata una forte discontinuità politico-istituzionale, con la frequente alternanza di governi ideologicamente opposti, i quali hanno dato vita a strategie economiche incoerenti nel tempo spesso orientate al consenso di breve termine, piuttosto che alla stabilità di lungo periodo.

Il secondo capitolo ha analizzato le risposte adottate dall'amministrazione Milei, che si distinguono per un approccio più deciso, strutturale e sistemico rispetto alle riforme adottate dai governi precedenti, inclusi quelli di orientamento liberale. Il nuovo governo ha attivato un processo disinflazionistico tramite tre canali principali: un severo consolidamento fiscale, con l'obiettivo dichiarato del pareggio di bilancio e l'abbandono della monetizzazione del deficit; un allineamento delle aspettative di inflazione, favorito dalla credibilità del piano di riforma, dal rigore comunicativo e dall'annuncio di una possibile dollarizzazione; e una riduzione della pressione sui costi delle imprese, attraverso la moderazione salariale interna e la stabilizzazione del cambio e dei prezzi dei beni importati. Questi elementi hanno contribuito a interrompere la spirale salari-prezzi, storicamente difficile da contenere nei contesti iperinflazionistici argentini. Particolare attenzione è stata dedicata all'annuncio di una possibile dollarizzazione dell'economia, misura che, seppur controversa, ha rappresentato un ulteriore ancoraggio delle aspettative. Si sono evidenziati pro e contro di questa strategia: da un lato la

stabilizzazione monetaria e la fiducia dei mercati, dall'altro la perdita di strumenti di politica monetaria e rischi di rigidità macroeconomica.

Nel capitolo 3 è stato sviluppato un modello ARIMAX per prevedere l'andamento del tasso di crescita del Prodotto Interno Lordo (PIL) dell'Argentina, prendendo come riferimento metodologico il lavoro di Hossain (2024). Tale studio, incentrato sul Regno Unito, ha confrontato diversi approcci previsivi, individuando il modello ARIMAX come particolarmente efficace nell'incorporare informazioni esogene ai fini delle previsioni del PIL su base trimestrale. La prima fase dell'analisi ha riguardato la verifica della stazionarietà delle variabili candidate a fungere da regressori esogeni nel modello, in particolare il tasso di disoccupazione e il tasso di inflazione su base trimestrale. I risultati del test di Dickey-Fuller aumentato (ADF) hanno evidenziato la non stazionarietà delle serie sui livelli, e di conseguenza, l'impossibilità di impiegarle senza una preventiva manipolazione nel modello. Per questo motivo, si è proceduto con la trasformazione delle serie attraverso il calcolo delle differenze: una differenza prima per il tasso di disoccupazione e una differenza seconda per l'inflazione. Successivamente, l'analisi delle funzioni di autocorrelazione (ACF) e autocorrelazione parziale (PACF) ha mostrato una significativa persistenza di autocorrelazione al quarto ritardo in tutte le variabili prese in esame, giustificando la scelta di una componente autoregressiva di ordine quattro. Tuttavia, secondo il principio di parsimonia del modello e in assenza di significatività statistica per i ritardi intermedi, è stato adottato un modello ARIMA (4,1,0) con esclusione dei termini autoregressivi di primo, secondo e terzo ordine, utilizzando come regressori esogeni:

- Il tasso di disoccupazione in forma differenziata (prima differenza);
- Una variabile dummy volta a isolare gli effetti straordinari della pandemia da COVID-19 sul PIL, al fine di evitare che distorsioni eccezionali compromettano la qualità delle previsioni.

Il modello così specificato è stato impiegato per la previsione del tasso di crescita del PIL argentino per un orizzonte di otto trimestri futuri. A tal fine, sono stati simulati due scenari evolutivi del tasso di disoccupazione:

1. Scenario baseline (ottimistico): si ipotizza che le politiche economiche introdotte dal Presidente Milei, caratterizzate da un approccio strutturale piuttosto che temporaneo,

producano effetti favorevoli sul mercato del lavoro e sul contesto macroeconomico. In tale scenario, il tasso di disoccupazione segue un percorso decrescente fino a raggiungere un livello intorno al 6%, sostenendo così una crescita progressiva del PIL, nonostante la previsione di tassi di crescita negativi per il primo e terzo trimestre 2026;

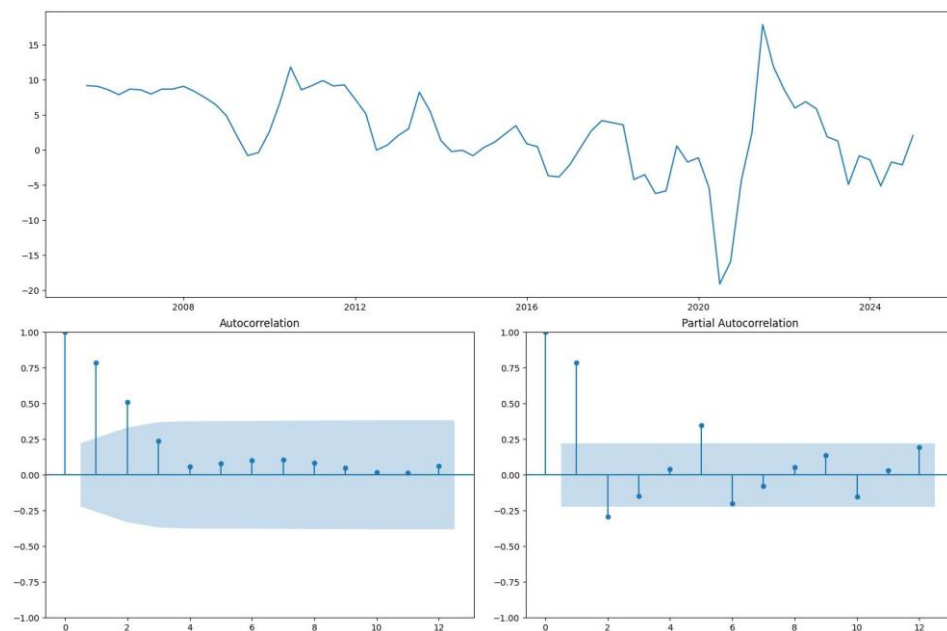
2. Scenario di stress (pessimistico): si assume un contesto macroeconomico sfavorevole che vanifica parzialmente gli effetti delle riforme strutturali, riportando il tasso di disoccupazione verso valori precedenti all'entrata in carica di Milei, fino a circa l'8%. Anche in questo caso, il modello prevede una moderata crescita del PIL, ad un ritmo inferiore rispetto allo scenario baseline, con un ulteriore trimestre, ovvero il quarto del 2025, in cui si registrerà un tasso di crescita negativo. Tuttavia, anche in questo caso il modello segnala una ripresa nel medio termine, confermando che l'impatto delle riforme resta positivo anche in condizioni meno favorevoli.

Tali risultati empirici forniscono un riscontro quantitativo al quadro teorico e istituzionale delineato nei primi due capitoli. In particolare, suggeriscono che le politiche economiche introdotte da Milei abbiano attivato un cambiamento significativo nella traiettoria macroeconomica del Paese, non solo nel breve periodo, ma soprattutto in ottica strutturale. A differenza delle riforme transitorie e spesso populiste del passato – orientate ad accontentare il consenso sociale con interventi temporanei – l'attuale approccio sembra puntare a una trasformazione duratura e sistemica, come dimostrato dal miglioramento simultaneo delle principali variabili economiche: riduzione del deficit, contenimento della disoccupazione e progressivo ritorno alla crescita, quest'ultima evidenziata proprio attraverso il modello stimato.

APPENDICI

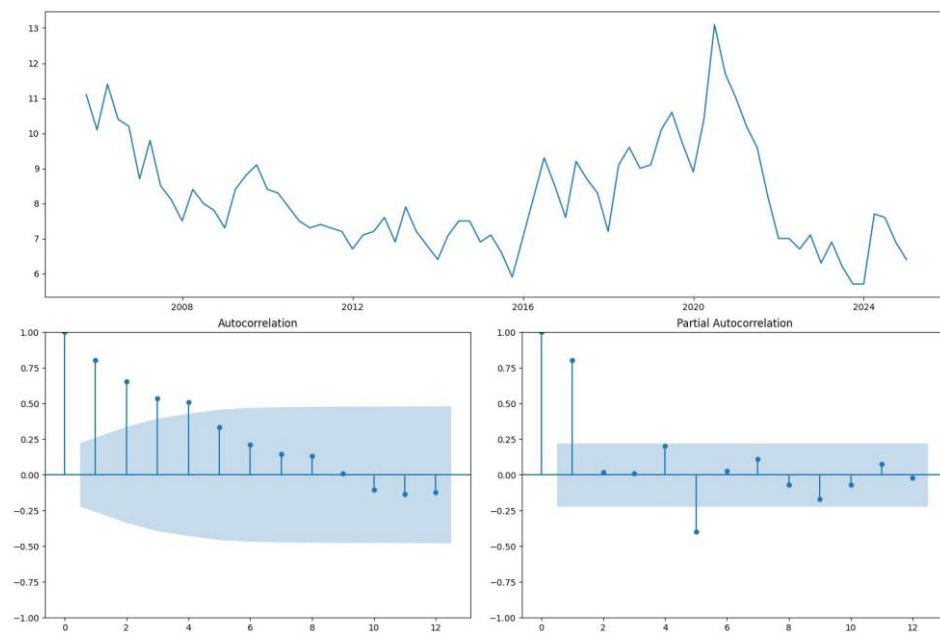
Appendice A – ACF, PACF e andamenti storici di PIL, inflazione e disoccupazione

Figura A.1: Grafico, ACF e PACF del tasso di crescita del GDP



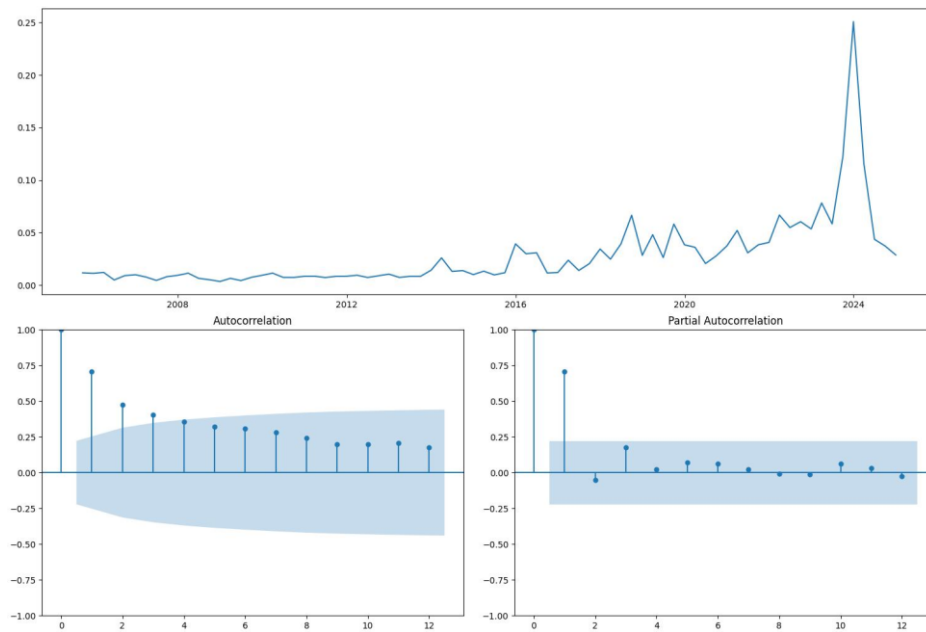
Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

Figura A.2: Grafico, ACF e PACF del tasso di disoccupazione



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

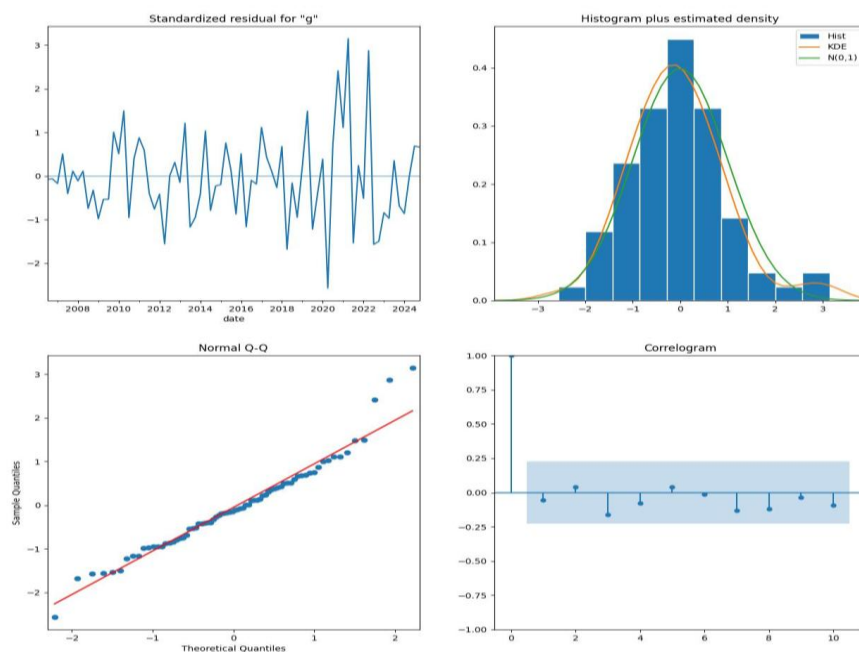
Figura A.3: Grafico, ACF e PACF del tasso di inflazione



Fonte: Elaborazione propria su dati Refinitiv

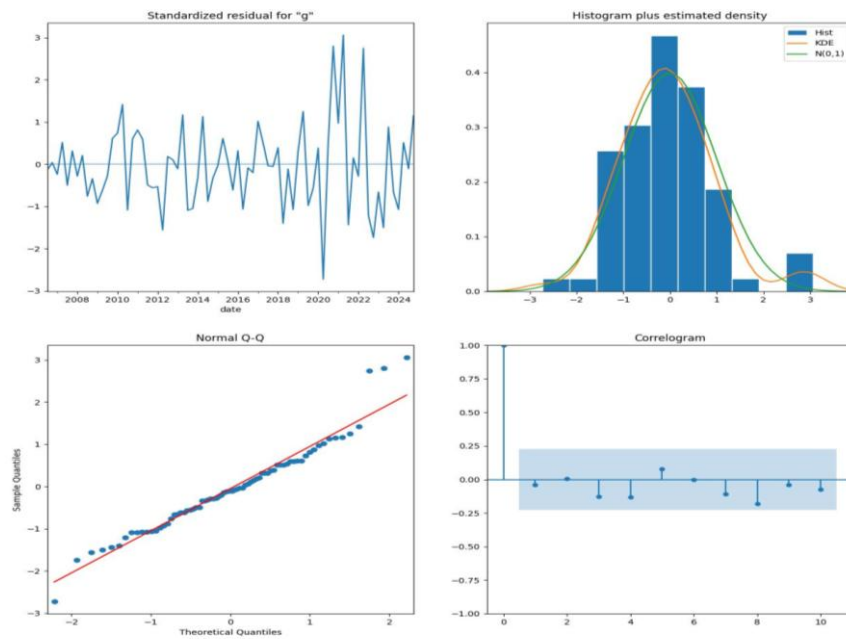
Appendice B – Grafici di diagnostica del modello

Figura B.1: Diagnostica del modello completo



Fonte: Elaborazione propria a partire dai residui del modello completo

Figura B.2: Diagnostica del modello ristretto (togliendo l'inflazione)



Fonte: Elaborazione propria a partire dai residui del modello ristretto

BIBLIOGRAFIA

- ALLEN, M., et al., 2003. *The Crisis That Was Not Prevented*. Lessons for Argentina, the IMF, and Globalisation. FONDAD.
- Balsamo, C. M. (2023). *Le 10 ricette di Milei per salvare l'Argentina: svalutazione, sospensione lavori pubblici, assegni e...* Il Sussidiario. <https://www.ilsussidiario.net/news/le-10-ricette-di-milei-per-salvare-largentina-svalutazione-sospensione-lavori-pubblici-assegni-e/2632994/>
- Banca Centrale della Repubblica Argentina (BCRA). (2025). *Boletín diario de reservas*. Buenos Aires: BCRA.
- Berg, A. & Borensztein, E. (2000). *The Dollarization Debate - Finance & Development* Bloomberg. (2025, 22 gennaio). *Milei Would Leave Mercosur If Needed for US-Argentina Trade Deal*. Recuperato da: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-01-22/milei-would-leave-mercotur-if-needed-for-us-argentina-trade-deal>
- Box, G. E. P., & Jenkins, G. M. (1976). *Time Series Analysis: Forecasting and Control*. Holden-Day.
- Box, G.E.P., Jenkins, G.M. and Reinsel, G.C. (1994) *Time Series Analysis; Forecasting and Control*. 3rd Edition, Prentice Hall, Englewood Cliff, New Jersey.
- Briones, I., Droller, F., & Martín, G. (2020). *Political influence and statistical independence: Evidence from Argentina*. Journal of Development Economics, 147, 102521. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2020.102521>
- Burnham & Anderson (2002), *Model Selection and Multimodel Inference*
- Cachanosky, N. (2024). *Milei's new monetary regime for Argentina*. The Daily Economy. <https://thedayeconomy.org/article/mileis-new-monetary-regime-for-argentina/>
- Calvo, G. & Vegh, C. (1992). *Currency Substitution in Developing Countries*. IMF Working Paper.
- Canavese, A. (2001). *Convertibilidad en Argentina: Funcionamiento de una Caja de Conversión Anclada al Dolar*. Department of Economics Working Papers 006, Universidad Torcuato Di Tella
- CAPPIELLO, A., 2006. *I currency board come strumento di stabilizzazione economica: come funzionano e dove sono adottati*. Quaderni di Studi Europei.

- Cavallo, A., & Bertolotto, M. I. (2016). *Argentina's Inflation Statistics: Myths and Measurement*. MIT Sloan.
- Cavallo, A., & Bertolotto, C. (2016). *Fighting inflation with manipulated statistics*. NBER Working Paper No. 22073. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w22073>
- Cecilia T. Lanata Briones., & Claudia Daniel. (2020). *Inflation in Argentina: A Controversial Figure*, Volume 17, Issue 4, Pages 30–35, <https://doi.org/10.1111/1740-9713.01423>
- Cembalest, M. (2025). *Argentina Economic Strategy Report*. JPMorgan Private Bank.
- Colucci, Federico (2024). *Dalla Crisi all'Equilibrio: Analisi dell'Iperinflazione in Argentina negli Anni '90 e il Ruolo della Dollarizzazione come Risposta*. Tesi di laurea Luiss. Disponibile su: [LuissThesis](#)
- Damill, M., Frenkel, R., & Rapetti, M. (2005). *La deuda argentina: Historia, default y reestructuración*. *Desarrollo Económico*, 45(178), 187–233. <https://doi.org/10.2307/3655857>
- Da Rold Vittorio. Il Sole 24 Ore (2014). “L'Argentina non può pagare i bond e rischia il default tecnico”.
- De Mier, M., & Delbianco, F. (2023). *Cuánto es demasiada inflación? Una clasificación de regímenes inflacionarios*. [De Mier, M., & Delbianco, F. \(2023\). Cuánto es demasiada... - Google Scholar](#)
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). *Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root*. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), 427–431. <https://doi.org/10.2307/2286348>
- Di Matteo, L. (2011). *EL CORRALITO: Así se gestò la mavor estafa de la historia Argentina*. s.l Sudamericana. [Di Matteo, L. \(2011\). EL CORRALITO: Así se gestò... - Google Scholar](#)
- Donghi, T.H., Eidt, R.C., Calvert, P.A. (2025). *Argentina*. Encyclopedia Britannica. <https://www.britannica.com/place/Argentina>
- Dornbusch, R., & de Pablo, J. C. (1988). *The Austral Plan: Stabilization and Beyond*. In *NBER Working Paper No. 2743*. National Bureau of Economic Research.
- Dorn, J. A. (2024). *Money Still Matters: The Case of Argentina*. <https://www.cato.org/blog/money-still-matters-case-argentina>

- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002, February). *The regulation of entry*. *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 1–37. https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/reg_entry.pdf
- Elliot, L. (2025, January 29). Argentina deregulation tsar: Milei's "chainsaw" cuts to go deeper in 2025. <https://www.reuters.com/world/americas/argentina-deregulation-tsar-mileis-chainsaw-cuts-go-deeper-2025-2025-01-29/>
- Enders, W. (2010). *Applied Econometric Time Series* (3rd ed.). Wiley.
- Feige, Edgar. (2003). *Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De facto Dollarisation and Euroisation in Transition Countries*. *Comparative Economic Studies*. 45. 358-383. Disponibile su: <https://www.researchgate.net/publication/5218869>
- Fudge, E. (2010). *Determinants of Hyperinflation: An Analysis of Argentina*. *Empirical Economic Bulletin*, 3(1), Articolo 16. Disponibile su Bryant University Digital Commons: <https://digitalcommons.bryant.edu/eeb/vol3/iss1/16/>
- Gambato, N. (2021). *La crisi economica argentina del 2001 e l'intervento del Fondo Monetario Internazionale* (Tesi di laurea magistrale, Università degli Studi di Padova). <https://thesis.unipd.it/handle/20.500.12608/22260>
- Guidotti, P. E., & Rodriguez, C. A. (1992). *Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse?* *IMF Staff Papers*, 39(3), 518–544.
- Hamilton, J. D. (1994). *Time series analysis*. Princeton University Press.
- Hanke, S. H. (2003). *Money and the Rule of Law in Ecuador*. *Journal of Economic Policy Reform*, 6(3), 131–145.
- Hornbeck, J. F. (2013). *Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts"*. Congressional Research Service, Report R41029. Recuperato da <https://sgp.fas.org/crs/row/R41029.pdf>
- Hossain, M. J. (2024). *Comparative Analysis of ARIMA, SARIMAX, and Random Forest Models for Forecasting Future GDP of the UK in Relation to Unemployment Rate*. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 10(11), 924–937. <https://doi.org/10.5281/zenodo.10473611>
- IMF (2013). IMF Executive Board Reviews Argentina's Data Provision. Press Release No. 13/33.

- Kaminsky, G., Reinhart, C., & Végh, C. A. (2004). *When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies*. In *NBER Macroeconomics Annual*, 19, 11–53.
- Lucernoni, M. (2019, Giugno 16). *Gli anni '90 in Argentina. Tra crescita economica, neoliberalismo e default*. Pandora Rivista.
- Ljung, G. M., & Box, G. E. P. (1978). On a measure of lack of fit in time series models. *Biometrika*, 65(2), 297–303. <https://doi.org/10.1093/biomet/65.2.297>
- Marcellino, M. (2006). *A Survey of Nowcasting Models for GDP*. CEPR Discussion Paper No. 5638.
- MATEOS, I., et al., 2004. *The IMF and Argentina, 1991-2001*. Evaluation Report of the Independent Evaluation Office, IEO, Washington DC.
- Maximilano Miranda-Zanetti et.al (2019). *Tampering with inflation data: A Benford law-based analysis of national statistics in Argentina*. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, Volume 525, Pages 761-770. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2019.04.042>.
- Miller, M., García Fronti, J. I., & Zhang, L. (2002). *Sovereign default by Argentina: 'slow motion train crash' or self-fulfilling crisis?* Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 339. Disponibile su: <https://wrap.warwick.ac.uk/1697>
- Mishkin, F. (2000). *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*. NBER Working Paper.
- Molina, R. F., (2025, 2 marzo). *Milei amenaza con sacar a Argentina del Mercosur: "Solo benefició a los empresarios brasileños"*. El País. Recuperato da: <https://elpais.com/argentina/2025-03-02/milei-asegura-que-esta-dispuesto-a-sacar-a-argentina-de-mercosur.html>
- Ocampo E. & Cachanosky N. (2022). *Dolarización: Una solución para la Argentina*
- Oner, C., (2019). *Inflation: Prices on the rise*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/Series/Back-to-Basics/Inflation>
- Okun, A. M. (1962). *Potential GNP: Its Measurement and Significance*. Proceedings of the Business and Economic Statistics Section of the American Statistical Association, 98–104.

- Orgaz, Cristina. *Asume Alberto Fernández en Argentina: cómo heredó Macri la economía del país y cómo la deja*. BBC News Mundo, 10 diciembre 2019. Disponible su: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-50715189>
- PIZZUTO, F. (2020). *La ristrutturazione del debito pubblico: il caso dell'Argentina* (Tesi di laurea magistrale, LUISS). <https://tesi.luiss.it/28430/>
- Retamozo, M., & Trujillo Salazar, L. (2025). *El gobierno de Alberto Fernández en Argentina: La política y las políticas en tiempos de crisis (2019-2023)*. Estudios Políticos, (64), 26–45.
- Rodríguez, A. (2023). *Panorama socioeconómico de Argentina durante el gobierno de Alberto Fernández (2019–2023)*
- Rogoff, K. (1998). *Blessing or Curse? Foreign and Underground Demand for Euro Notes*. *Economic Policy*.
- Savastano, M. A. (1996). *Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues* (IMF Working Paper No. 96/4). International Monetary Fund.
- Schwarz, G. (1978) Estimating the Dimension of a Model. *Annals of Statistics*, 6, 461-464. <http://dx.doi.org/10.1214/aos/1176344136>
- Stefanoni, P. (2023). *¿La rebeldía se volvió de derecha?. Siglo XXI Editores*.
- Sturzenegger, F. (2020), *Macri's Macro: The Elusive Road to Stability and Growth*, Brookings Institution.
- Sturzenegger, F. (2024). *La lógica del equilibrio forzado*. Ministerio de Desregulación y Transformación del Estado, Buenos Aires.
- Tanzi, V. (1977). *Inflation, Lags in Collection, and the Real Value of Tax Revenue*. IMF Staff Papers, 24(1), 154–167. <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/1977/001/article-A007-en.xml>
- Trufation. (2024). *Pre-Milei: The Historic Inflation of Argentina – Causes, Impact, and Numbers*.
- Tsay, R. S. (2010). *Analysis of financial time series* (3rd ed.). Wiley.
- Vásquez (2025). *Deregulation in Argentina: Milei Takes “Deep Chainsaw” to Bureaucracy and Red Tape*. Cato Institute.
- Ventura, L. (2025, January 2). *Milei Ends Argentina's Deficit After 123 Years*. Global Finance Magazine. <https://gfmag.com/economics-policy-regulation/argentina-milei-administration-eliminates-deficit/>

Zanetti, D., Cavallo, A., & Rigobon, R. (2016). *Using Benford's Law to detect fraud in economic data: Evidence from Argentina*. MIT Sloan School of Management, Working Paper.

Zilla, C. (2024). *Argentina's President Milei: A libertarian with authoritarian traits*. SWP Comment No. 37, Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin. Disponibile su: https://www.swp-berlin.org/publications/products/comments/2024C37_Milei_Argentina.pdf

Sitografia:

AGL.IT. (2020). *"L'Argentina va verso un nuovo default, appello ai creditori"*. [https://www.agi.it/economia/news/2020-07-26/argentina-nuovo-default-appello-creditori 9260404/](https://www.agi.it/economia/news/2020-07-26/argentina-nuovo-default-appello-creditori-9260404/)

ARGENTINA.GOB.AR. (2020). Ministero dell'Economia dell'Argentina. *"Argentina y tres grupos de acreedores alcanzan acuerdo de reestructuración de deuda"*.

EL PAIS., Ares C. (2002). *"El 'corralito' asfixia la economía argentina"*.

IL POST.IT. (2020). *"L'Argentina rischia il fallimento, di nuovo"*.

IL SOLE 24 ORE. Da Rin Roberto. (2020). *"Argentina, accordo sulla ristrutturazione del debito di 67miliardi di dollari"*.

IL SOLE 24 ORE Radiocor (2025), *FMI: prima tranche di 12 miliardi all'Argentina, riserve a 36,7 mld*. Disponibile su: [Argentina: ricevuta prima tranche prestito Fmi da 20 mld dollari - Borsa Italiana](#)

International Monetary Fund. (2024). *Argentina: Staff Report for the 2024 Article IV Consultation*. https://www.imf.org//media/Files/Publications/CR/2024/English/1ARGE_A2024002.ashx

La Repubblica (2016) *"Tango bond, un bilancio: chi ha vinto con la ristrutturazione?"* Recuperato da: [Tango bond, un bilancio: chi ha vinto con la ristrutturazione? - la Repubblica](#)

LaVoce.info (2020), *Argentina all'ennesima ristrutturazione del debito*

La Voce.info (2024). *Il "piano Milei" funziona*. Recuperato da: <https://lavoce.info/archives/106510/il-piano-milei-funziona/>

Michigan Journal of Economics (2025). *Inflation and Economic Health: A Case Study of Javier Milei's Plan for Economic Recovery*

Milano Finanza. (2014). *Default argentino, ma di chi è la colpa?*.
<https://www.milanofinanza.it/news/default-argentino-ma-di-chi-e-la-colpa-201408011547184059>Milano Finanza

Página/12. (2023). *Qué son las Leliq y cómo funcionan en Argentina*. [Qué son las Leliq y cómo funcionan en Argentina Por qué preocupan a Javier Milei | Página/12](#)

Reuters. (2025). *Milei's Argentina: An economic miracle, but not everyone's a winner*. Recuperato da <https://www.reuters.com/world/americas/mileis-argentina-economic-miracle-not-everyones-winner-2025-05-05/>

The Daily Economy (2024). *Milei's New Monetary Regime for Argentina*