



Corso di laurea in
Economia e Finanza, Banche e Intermediari Finanziari

Cattedra di Teoria e Politica Monetaria

Efficacia delle politiche monetarie in contesti di crisi: Il caso argentino (2015-2025)

Prof. Giorgio Di Giorgio

RELATORE

Prof. Francesco Maria Drudi

CORRELATORE

Stefano Miozzi – 781361

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

Indice

| | |
|--|-----------|
| Capitolo I..... | 5 |
| Introduzione..... | 5 |
| 1.1 Motivazioni della ricerca e rilevanza del tema | 6 |
| 1.2 Domanda di ricerca e obiettivi del lavoro | 8 |
| 1.3 Quadro concettuale di riferimento..... | 9 |
| 1.4 Metodologia e struttura della tesi..... | 10 |
| Capitolo II..... | 12 |
| <i>La politica monetaria in Argentina (2015-2025)</i>..... | 12 |
| 2.1 Governo Macri..... | 15 |
| 2.1.1 Liberalizzazione del mercato valutario | 16 |
| 2.1.2 Introduzione del regime di inflation targeting..... | 17 |
| 2.1.3 Crisi valutaria e finanziaria..... | 18 |
| 2.2 Governo Fernández..... | 21 |
| 2.2.1 Ristrutturazione del debito..... | 22 |
| 2.2.2 Shock pandemico | 24 |
| 2.2.3 Distorsioni del mercato valutario | 27 |
| 2.2.4 Limiti operativi..... | 28 |
| 2.3 Governo Milei..... | 33 |
| 2.3.1 Obiettivo antinflazione..... | 34 |
| 2.3.2 Ruolo delle aspettative inflazionistiche | 35 |
| 2.3.3 La dollarizzazione | 36 |
| Capitolo III..... | 41 |
| <i>Evidenza empirica sulla dinamica macroeconomica Argentina</i>..... | 41 |
| 3.1 Dati utilizzati | 42 |
| 3.2 Analisi e confronto tra regimi di politica monetaria..... | 42 |
| 3.2.1 Dinamica dell'inflazione | 43 |
| 3.2.2 Tasso di cambio e brecha cambiaria..... | 46 |
| 3.2.3 Riserve internazionali e vincolo esterno..... | 51 |

| | |
|--|-----------|
| 3.2.4 Base monetaria e instabilità nominale | 55 |
| 3.3 Sintesi delle evidenze empiriche | 58 |
| <i>Capitolo IV</i> | <i>61</i> |
| <i>Discussione dei risultati empirici</i> | <i>61</i> |
| 4.1 Metodo di valutazione | 61 |
| 4.2 Inflation targeting e limiti strutturali | 62 |
| 4.3 Regime di controlli valutari e coordinamento monetario-fiscale | 65 |
| 4.4 Stabilizzazione monetaria..... | 67 |
| 4.5. Valutazione comparata dell'efficacia nei tre regimi | 70 |
| <i>Capitolo V</i> | <i>74</i> |
| <i>Conclusioni e Implicazioni</i> | <i>74</i> |
| 5.1 Condizioni di efficacia della politica monetaria..... | 74 |
| 5.2 Politica monetaria, trilemma e dominanza fiscale..... | 76 |
| 5.3 Implicazioni di policy | 78 |
| 5.4 Conclusioni | 80 |
| <i>Appendice A</i> | <i>82</i> |
| <i>Analisi econometrica delle relazioni macroeconomiche</i> | <i>82</i> |
| A.1 Dati, definizioni e trasformazioni..... | 83 |
| A.2 Specificazione dei modelli econometrici | 85 |
| A.3 Risultati delle stime OLS..... | 87 |
| A.4 Modello VAR..... | 89 |
| A.5 Sintesi dei risultati econometrici..... | 95 |
| <i>Bibliografia</i> | <i>97</i> |

Capitolo I

Introduzione

Negli ultimi anni l'Argentina è stata al centro del dibattito economico internazionale a causa di un marcato deterioramento delle condizioni macroeconomiche, culminato in livelli di inflazione tra i più elevati, persistente instabilità del tasso di cambio e crescente perdita di fiducia nella moneta nazionale. Tali dinamiche hanno riportato l'attenzione sul ruolo della politica monetaria come strumento di stabilizzazione in economie caratterizzate da fragilità strutturali e bassa credibilità istituzionale.

Tra il 2015 e il 2025 il paese ha attraversato una fase di profonda discontinuità nelle strategie di politica economica, passando dall'introduzione di un regime di *inflation targeting* e apertura finanziaria sotto il governo Macri, a un approccio più interventista fondato su controlli valutari e finanziamento monetario del deficit durante l'amministrazione di Fernández, fino alla svolta radicale impressa dal governo Milei, orientata alla stabilizzazione tramite disciplina fiscale e restrizione monetaria.

Questa successione di regimi offre un contesto particolarmente adatto per analizzare i limiti operativi della politica monetaria in presenza di inflazione persistente, vincolo esterno e aspettative disancorate. La presente tesi si inserisce in questo quadro e mira a esaminare l'evoluzione della politica monetaria argentina nel periodo 2015-2025, valutando l'impatto delle diverse strategie adottate sull'andamento dell'inflazione, del tasso di cambio e della stabilità macroeconomica complessiva.

Dopo aver inquadrato le motivazioni della ricerca, il capitolo chiarisce la domanda di fondo e gli obiettivi del lavoro, introducendo i principali concetti utilizzati nell'analisi. In chiusura viene illustrato l'approccio metodologico adottato e viene delineata la struttura complessiva della tesi.

1.1 Motivazioni della ricerca e rilevanza del tema

L'efficacia della politica monetaria come strumento di stabilizzazione macroeconomica dipende in larga misura dal grado di credibilità istituzionale e dalla presenza di vincoli strutturali. In molte economie emergenti, la combinazione di instabilità del tasso di cambio, dipendenza dai flussi di capitale estero e fragilità fiscale limita la capacità delle banche centrali di perseguire simultaneamente la stabilità dei prezzi e del tasso di cambio, riducendo l'efficacia dei tradizionali framework di policy.

La letteratura classica sul vincolo operativo delle politiche macroeconomiche nelle economie aperte definisce il cosiddetto impossibile trinity o policy trilemma.

Secondo Obstfeld, Shambaugh e Taylor (2005), *“Policymakers in open economies face a macroeconomic trilemma. Typically they are confronted with three typically desirable, yet contradictory objectives:*

- *To stabilize the exchange rate;*
- *To enjoy free international capital mobility;*
- *To engage in a monetary policy oriented toward domestic goals.*

Because only two out of the three objectives can be mutually consistent.”¹

In altre parole, una banca centrale non può perseguire simultaneamente libertà dei movimenti di capitale, stabilità del tasso di cambio e indipendenza della politica monetaria senza rinunciare ad almeno uno di questi. Tale risultato è una conseguenza del modello di economia aperta di Mundell-Fleming e trova riscontro empirico nelle economie caratterizzate da conti di capitale relativamente aperti.

Nei paesi emergenti, questo vincolo si traduce in una tensione strutturale tra obiettivi nominali, come il controllo dell'inflazione e del tasso di cambio, e stabilità macroeconomica. In presenza di elevata mobilità dei capitali e di scarsità strutturale di valuta estera, le autorità monetarie affrontano un trade-off permanente tra stabilità dei prezzi e stabilità del tasso di cambio, che limita l'efficacia della politica monetaria e rende l'economia particolarmente vulnerabile agli shock sui flussi finanziari internazionali. In tale

¹ Shambaugh & Taylor (2005)

contesto, l'inflazione non può essere interpretata esclusivamente come fenomeno monetario in senso stretto, ma emerge come il risultato dell'interazione tra squilibri fiscali, fragilità esterne e aspettative disancorate.

Un ulteriore limite operativo è rappresentato dalla cosiddetta dominanza fiscale², ossia la condizione in cui la politica monetaria risulta subordinata alle esigenze di finanziamento del settore pubblico. Nei paesi caratterizzati da disavanzi strutturali e accesso limitato ai mercati internazionali dei capitali, la banca centrale è frequentemente chiamata a sostenere il bilancio pubblico attraverso l'emissione monetaria o l'acquisto dei titoli di stato. Questo meccanismo compromette l'autonomia dell'autorità monetaria e indebolisce la credibilità del suo impegno nel controllo dell'inflazione, contribuendo al disancoraggio delle aspettative.

All'interno di questo quadro teorico, l'Argentina rappresenta un caso di studio particolarmente rilevante. La storia economica recente del paese è caratterizzata da inflazione persistentemente elevata, instabilità valutaria, ricorrenti crisi del debito e frequenti cambiamenti di regime di politica monetaria³. La moneta nazionale ha progressivamente perso la funzione di riserva del valore, favorendo comportamenti di dollarizzazione dei portafogli e amplificando la sensibilità dell'economia agli shock esterni. Come evidenziato da diversi contributi istituzionali, la combinazione di vincolo esterno, fragilità fiscale e bassa credibilità della banca centrale ha ridotto in modo significativo l'efficacia degli strumenti tradizionali di politica monetaria.⁴

Il periodo 2015–2025 risulta particolarmente rilevante per analizzare tali dinamiche, poiché concentra in un arco temporale relativamente breve tentativi di stabilizzazione fondati su assetti di politica monetaria profondamente differenti. Questa discontinuità consente di osservare come variazioni nel grado di credibilità, nella gestione del tasso di cambio e nel rapporto tra politica monetaria e politica fiscale influenzino l'andamento dell'inflazione e la stabilità macroeconomica in presenza di un vincolo esterno stringente. Il caso argentino

² Bianchi & Melosi, 2017

³ Reinhart, C., & Trebesch, C. (2016)

⁴ IMF, 2018; IMF, 2021

offre pertanto un contesto empirico privilegiato per valutare il ruolo delle aspettative e dei meccanismi di trasmissione monetaria in un'economia caratterizzata da elevata inflazione inerziale e fragilità strutturali persistenti.

1.2 Domanda di ricerca e obiettivi del lavoro

Alla luce del quadro concettuale delineato, il lavoro si concentra sull'analisi dell'evoluzione della politica monetaria argentina recente, con l'obiettivo di valutare in che misura le diverse strategie adottate siano riuscite a contenere l'inflazione e a stabilizzare il tasso di cambio in un contesto caratterizzato da vincolo esterno stringente, bassa credibilità istituzionale e persistenti fragilità fiscali.

Il contributo si concentra sull'analisi dell'impatto delle differenti impostazioni di politica monetaria adottate dai governi Macri, Fernández e Milei sull'andamento dell'inflazione e sulla stabilità macroeconomica complessiva, ponendo particolare attenzione al ruolo della scarsità di valuta estera, delle aspettative e dell'interazione tra politica monetaria e politica fiscale.

Da questo, il lavoro persegue tre obiettivi specifici. In primo luogo, analizzare le caratteristiche dei diversi regimi di politica monetaria adottati nel periodo considerato, con particolare attenzione all'inflation targeting alla gestione amministrata del mercato dei cambi e, più recentemente, a un approccio di stabilizzazione basato su disciplina fiscale e restrizione monetaria. In secondo luogo, valutare l'impatto di tali strategie sull'evoluzione delle principali variabili macroeconomiche, in particolare inflazione, tasso di cambio e crescita economica. Infine, interpretare i risultati alla luce del ruolo svolto dalle aspettative e dai meccanismi di trasmissione monetaria, al fine di comprendere se le politiche adottate abbiano contribuito a mitigare le fragilità strutturali dell'economia argentina o se, al contrario abbiano amplificato gli effetti.

1.3 Quadro concettuale di riferimento

In contesti caratterizzati da alta inflazione, instabilità valutaria e limitata credibilità istituzionale, l'efficacia degli strumenti monetari tradizionali risulta fortemente condizionata da fattori strutturali che alterano il funzionamento dei meccanismi di trasmissione e amplificano gli effetti degli shock esterni.

Un elemento centrale è rappresentato dal ruolo del tasso di cambio. In economie con elevato grado di apertura commerciale e finanziaria, e con una storia inflazionistica prolungata, la trasmissione delle variazioni del cambio ai prezzi interni (Exchange rate pass-through) tende a essere particolarmente elevata. Ciò implica che le oscillazioni del tasso di cambio si riflettono rapidamente sull'inflazione, rendendo difficile per la banca centrale perseguire una disinflazione stabile senza affrontare tensioni sul mercato valutario. In presenza di aspettative disancorate, anche pressioni parziali sui mercati dei cambi possono tradursi in aumenti generalizzati dei prezzi, rafforzando l'inerzia inflazionistica.

Un secondo aspetto rilevante riguarda il canale delle aspettative. La credibilità dell'autorità monetaria svolge un ruolo determinante nel processo di formazione dei prezzi e dei salari: se famiglie e imprese ritengono poco credibile l'impegno della banca centrale nel controllo dell'inflazione, tendono ad anticipare futuri aumenti dei prezzi, incorporandoli nei contratti e nei listini. Questo meccanismo riduce l'efficacia delle politiche restrittive e contribuisce a rendere l'inflazione più persistente nel tempo.

Un ulteriore vincolo è rappresentato dall'interazione tra politica monetaria e politica fiscale. In presenza di disavanzi pubblici strutturali e accesso limitato ai mercati internazionali dei capitali, la banca centrale può essere chiamata a sostenere indirettamente il finanziamento del settore pubblico, dando luogo a fenomeni di dominanza fiscale. In tali circostanze, l'autonomia della politica monetaria risulta compromessa e l'espansione della base monetaria tende ad alimentare pressioni inflazionistiche e svalutative, soprattutto in economie caratterizzate da bassa domanda di moneta nazionale.

Infine, il vincolo esterno e la disponibilità di riserve internazionali costituiscono un elemento cruciale per la stabilità macroeconomica. Nei paesi con scarsità strutturale di

valuta estera, la gestione del tasso di cambio assume un ruolo centrale nella politica economica, poiché la perdita di riserve può rapidamente innescare crisi valutarie e disancorare le aspettative. In questo contesto, le autorità monetarie si trovano spesso a dover bilanciare obiettivi contrastanti di stabilizzazione dei prezzi, difesi dal cambio e sostegno all'attività economica.

Nel loro insieme, questi elementi delineano un quadro in cui la politica monetaria opera sotto vincoli stringenti e in cui l'inflazione emerge come fenomeno sistemico, legato non solo all'offerta di moneta ma anche alla dinamica del tasso di cambio, alle aspettative e alla sostenibilità fiscale. Questo schema interpretativo costituisce la base concettuale per l'analisi del caso argentino sviluppata nel capitolo successivo, che esamina l'evoluzione delle strategie di politica monetaria adottate dai diversi governi alla luce di tali meccanismi.

1.4 Metodologia e struttura della tesi

L'analisi sviluppata in questo lavoro adotta un approccio storico-macroeconomico, combinando l'esame qualitativo delle scelte di politica economica con l'analisi quantitativa delle principali variabili macroeconomiche. In particolare, vengono utilizzati dati relativi a inflazione, tasso di cambio, riserve internazionali, aggregati monetari e finanza pubblica, provenienti da fonti ufficiali quali la Banca Centrale della Repubblica Argentina (BCRA), l'Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) ed il Fondo Monetario Internazionale.

Il periodo di osservazione comprende gli anni 2015–2025, consentendo di confrontare assetti di politica monetaria differenti e di valutarne gli effetti nel tempo. L'analisi si concentra sull'evoluzione delle principali variabili macroeconomiche in corrispondenza dei cambi di regime, al fine di evidenziare il ruolo svolto dalla credibilità, dalle aspettative e dal vincolo esterno nel determinare l'esito delle strategie di stabilizzazione adottate.

La struttura della tesi è articolata come segue. Il Capitolo 2 esamina l'evoluzione della politica monetaria argentina nel periodo considerato, analizzando le scelte dei governi

Macri, Fernández e Milei e il loro impatto sul quadro macroeconomico. Il Capitolo 3 presenta l'analisi empirica dei dati, mentre il Capitolo 4 discute i risultati alla luce del quadro concettuale introdotto nel Capitolo 1. Infine, il Capitolo 5 riassume le principali conclusioni del lavoro e propone alcune considerazioni di carattere più generale sui limiti operativi della politica monetaria nelle economie emergenti.

Capitolo II

La politica monetaria in Argentina (2015-2025)

Per comprendere l'evoluzione della politica monetaria argentina nel periodo 2015–2025 è necessario analizzare il contesto macroeconomico e istituzionale entro cui essa si è sviluppata. Le scelte adottate a partire dal 2015 non possono infatti essere interpretate come decisioni isolate, ma devono essere lette alla luce delle fragilità strutturali e degli squilibri accumulati nel corso dei decenni precedenti⁵.

Prima del 2015, l'economia argentina era caratterizzata da una combinazione persistente di inflazione elevata, bassa credibilità della politica economica, instabilità del tasso di cambio e limitato accesso ai mercati finanziari internazionali. Tali elementi hanno fortemente condizionato la capacità delle autorità monetarie di perseguire in modo efficace gli obiettivi tradizionali della politica monetaria, come la stabilità dei prezzi e la stabilizzazione del ciclo economico, secondo quanto discusso nel capitolo precedente⁶.

Uno dei principali problemi strutturali dell'economia argentina era rappresentato dalla cronica instabilità inflazionistica. Già prima del 2015, l'inflazione si attestava su livelli elevati e volatili: secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, il tasso di inflazione annuo in Argentina è rimasto stabilmente sopra il 20% tra il 2010 e il 2014, raggiungendo circa il 38% nel 2014⁷, valori nettamente superiori agli standard delle economie emergenti e incompatibili con un stabile ancoraggio delle aspettative. L'assenza di un ancoraggio credibile delle aspettative inflazionistiche ha contribuito a rafforzare meccanismi di indicizzazione e comportamenti difensivi da parte di famiglie e imprese, riducendo l'efficacia degli strumenti monetari.

⁵ World Bank (2018), *Argentina: Escaping Crises, Sustaining Growth, Sharing Prosperity (Systematic Country Diagnosis)*, World Bank Group.

⁶ IMF (2014), *Argentina: Economic Developments; February 27, 2014*, International Monetary Fund.

⁷ IMF, World Economic Outlook Database, April 2015. Nel periodo 2010–2014 l'inflazione argentina è stimata tra il 20% e oltre il 35% annuo, livelli considerati elevati in quanto significativamente superiori agli obiettivi tipici di stabilità dei prezzi (2–5%) e alla media delle economie emergenti.

Un secondo elemento rilevante era la fragilità delle finanze pubbliche. Il bilancio dello Stato presentava squilibri ricorrenti e un disavanzo fiscale strutturale, che veniva frequentemente coperto tramite emissione monetaria o strumenti di finanziamento interno. Questo ha generato una forte interdipendenza tra politica fiscale e politica monetaria: la banca centrale si è spesso trovata nella condizione di sostenere le esigenze di finanziamento del settore pubblico, limitando la propria capacità di perseguire in modo coerente l'obiettivo di stabilità dei prezzi⁸.

Sul piano istituzionale, ciò si rifletteva in un grado limitato di indipendenza dell'autorità monetaria. La credibilità della banca centrale risultava indebolita dalla difficoltà di mantenere nel tempo un'impostazione di policy stabile e prevedibile, elemento particolarmente rilevante in un'economia in cui aspettative e fiducia nella valuta svolgono un ruolo determinante⁹.

L'instabilità del tasso di cambio costituiva un ulteriore vincolo strutturale. Prima del 2015, il paese aveva adottato forme di controllo sui movimenti di capitale e sul mercato dei cambi, con l'obiettivo di limitare la fuga di capitali e contenere le pressioni sul peso argentino. Tuttavia, tali misure hanno spesso generato distorsioni nei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, favorendo la formazione di mercati paralleli dei cambi e accentuando la perdita di fiducia nella valuta nazionale¹⁰.

⁸ IMF (2014), *Argentina: Economic Developments; February 27, 2014*, International Monetary Fund.

⁹ World Bank (2018), *Argentina: Escaping Crises, Sustaining Growth, Sharing Prosperity (Systematic Country Diagnosis)*, World Bank Group

¹⁰ IMF (2016), *Argentina: Selected Issues*, IMF Country Report No. 16/347, International Monetary Fund.

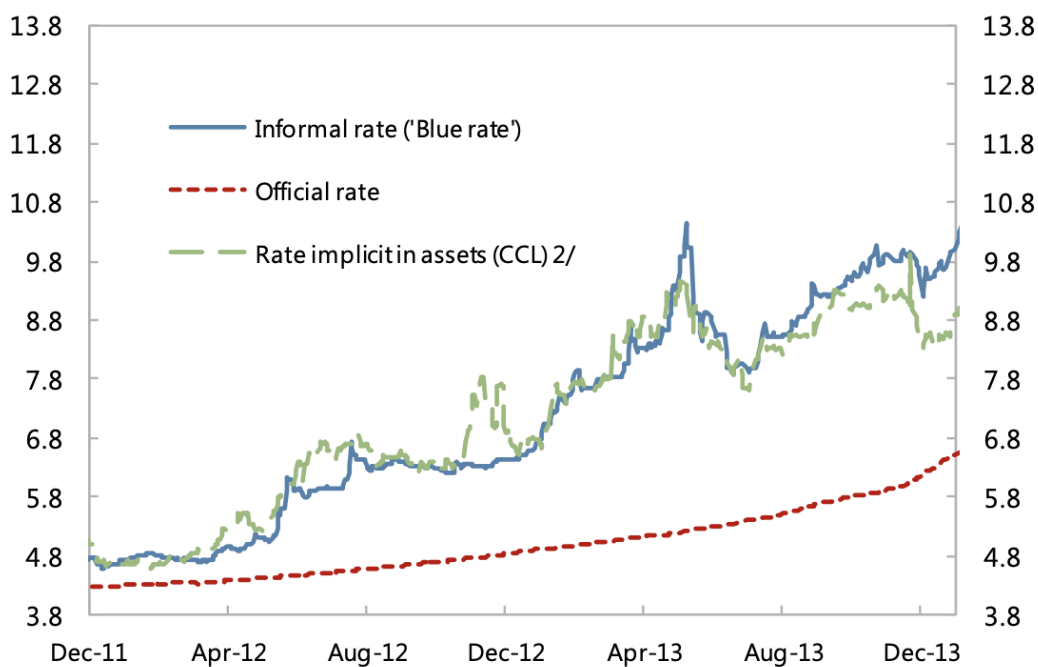


Figura 1: Tasso di cambio nel mercato ufficiale e parallelo¹¹

Come evidenziato nella Figura 1, nel periodo 2011-2013 il regime dei controlli valutari ha prodotto una marcata segmentazione del mercato dei cambi. Accanto al tasso ufficiale, mantenuto artificialmente basso dalle autorità, si sono sviluppati un mercato informale (“*dolar blue*”)¹² e un tasso finanziario implicito (*contado con liquidación*), entrambi sistematicamente più elevati. Il crescente differenziale tra cambio ufficiale e tassi alternativi riflette una perdita di fiducia nel peso argentino e aspettative persistenti di svalutazione. Tale frammentazione del mercato valutario ha generato distorsioni nei meccanismi di trasmissione della politica monetaria e contribuito a disancorare le aspettative inflazionistiche, indebolendo l’efficacia degli strumenti tradizionali di stabilizzazione.

Infine, l’economia argentina presentava una struttura produttiva vulnerabile, fortemente dipendente dalle esportazioni di materie prime e soggetta a shock esterni legati

¹¹ Fondo Monetario Internazionale, *Argentina: Economic Developments*, IMF Country Report, dati BCRA e staff IMF calculations.

¹² Il *Dolar Blue* è il tasso di cambio informale e parallelo del dollaro statunitense in Argentina, utilizzato per aggirare le restrizioni governative sull’acquisto di valuta estera. Solitamente più elevato di quello ufficiale.

all'andamento dei mercati internazionali. Questa dipendenza ha accentuato la volatilità del ciclo economico e reso più complessa la gestione della politica monetaria in presenza di shock negativi sui termini di scambio o sulle condizioni finanziarie globali.

In sintesi, alla vigilia del 2015 l'Argentina si trovava in una situazione caratterizzata da profondi squilibri macroeconomici e istituzionali, che limitavano l'efficacia degli strumenti tradizionali di politica monetaria. L'elevata inflazione, la fragilità fiscale, l'instabilità valutaria e la debole credibilità della banca centrale hanno costituito il punto di partenza su cui si sono innestate le politiche economiche dei governi successivi. L'analisi delle strategie adottate a partire dal 2015 richiede pertanto di tenere conto di questo contesto strutturale, che ha fortemente condizionato sia gli obiettivi perseguiti sia i risultati effettivamente ottenuti.

2.1 Governo Macri

L'elezione di Mauricio Macri alla presidenza nel dicembre 2015 rappresentò una svolta significativa rispetto all'impostazione economica precedente. Il nuovo governo avviò un programma di riforme orientato al ripristino della fiducia degli investitori e al reinserimento dell'Argentina nel circuito finanziario internazionale, puntando su un modello di stabilizzazione fondato su maggiore apertura economica, riduzione graduale degli squilibri fiscali e riforma del quadro monetario.

In questo contesto, due interventi risultarono centrali nel disegno macroeconomico del periodo 2015–2019: da un lato, la liberalizzazione del mercato valutario, con il superamento dei controlli sui movimenti di capitale e sul cambio; dall'altro, l'introduzione di un regime di inflation targeting quale nuovo ancoraggio nominale della politica monetaria. Tuttavia, l'esperienza argentina con tale assetto si rivelò fragile e di breve

durata, culminando nella crisi valutaria del 2018 e nella richiesta di assistenza finanziaria al Fondo Monetario Internazionale¹³.

2.1.1 Liberalizzazione del mercato valutario

Uno dei primi provvedimenti del governo Macri fu la rimozione del cosiddetto *cepo cambiario*¹⁴, ossia il sistema di controlli sui cambi che limitava l'accesso alla valuta estera e aveva favorito la nascita di mercati paralleli, il cosiddetto *dólar blue*. La liberalizzazione determinò un'immediata correzione del tasso di cambio, in particolare, tra il 16 e il 18 dicembre 2015 il cambio ufficiale passò da circa 9.8 a oltre 13 pesos per dollaro, con una svalutazione prossima al 30-40% in pochi giorni, evidenziando l'entità della sopravvalutazione accumulata durante il periodo del *cepo cambiario*¹⁵. In concreto, la misura mirava a eliminare i principali vincoli di acquisto di valuta estera, favorire funzionamento più libero del mercato dei cambi e cercare di unificare il tasso ufficiale e il mercato reale.

Il superamento dei controlli fu accompagnato da una strategia di "normalizzazione" macrofinanziaria, volta a ripristinare l'accesso dell'Argentina ai mercati internazionali dei capitali: già nel 2016 l'Argentina tornò a collocare debito sui mercati esteri con una maxi-emissione pari a circa 16,5 miliardi di dollari, segnando un ritorno rilevante al finanziamento internazionale¹⁶. Tale impostazione, tuttavia, aumentò la dipendenza dell'economia argentina dai flussi di capitale estero e dall'evoluzione delle condizioni finanziarie internazionali, rendendo il paese più vulnerabile a shock esterni e a improvvise inversioni della fiducia degli investitori.

¹³ Banco Central de la República Argentina (BCRA), *2017 Targets and Programs for the Development of Monetary, Financial, Credit and Exchange Policy*, Buenos Aires, 2016/2017.

¹⁴ International Monetary Fund (IMF), *Argentina: Selected Issues*, IMF Country Report No. 16/347, November 2016

¹⁵ Reuters (2015), *Argentina peso plunges after Macri scraps currency controls, 17 December 2015*; Banco Central de la República Argentina (BCRA), *series históricas del tipo de cambio oficial*.

¹⁶ Reuters, "Argentina returns to global debt markets after 15-years", 19 April 2016.

In altri termini, la strategia ridusse la dipendenza della monetizzazione del deficit ma introdusse una forma diversa di fragilità, legata alla sostenibilità del debito e alla volatilità dei flussi di capitale¹⁷.

2.1.2 Introduzione del regime di inflation targeting

Nel 2016, contestualmente al processo di liberalizzazione del mercato valutario, la Banca Centrale della Repubblica Argentina (BCRA) adottò formalmente un regime di inflation targeting, con l'obiettivo di ridurre progressivamente l'inflazione e ancorare le aspettative di famiglie, imprese e mercati. L'avvio del nuovo framework fu accompagnato dall'annuncio di obiettivi numerici di inflazione per gli anni successivi e dall'individuazione del tasso di interesse di policy come principale strumento operativo. In particolare, la BCRA fissò un obiettivo di inflazione annuale compreso tra il 12% e il 17% per il 2017, tra l'8% e il 12% per il 2018 e pari al 5% per il 2019 (BCRA)¹⁸.

In linea teorica, un regime di inflation targeting richiede un'elevata coerenza tra strumenti monetari, disciplina fiscale e un adeguato grado di indipendenza della banca centrale. Nel caso argentino, tuttavia, l'applicazione del modello avvenne in un contesto strutturalmente fragile, caratterizzato da un livello di inflazione ancora elevato al momento dell'introduzione del regime, vulnerabilità delle finanze pubbliche e credibilità non pienamente consolidata dell'autorità monetaria.

Il Fondo Monetario Internazionale evidenziò che l'Argentina adottò l'inflation targeting quando i livelli di inflazione erano alti e la credibilità della banca centrale non risultava pienamente consolidata, rendendo complesso l'ancoraggio delle aspettative: "*Argentina adopted inflation targeting at a time when inflation rates were high and the central bank's credibility had not yet been fully entrenched*" (IMF Country Report No. 18/219)¹⁹.

¹⁷ Calvo, G. A. (2019)

¹⁸ BCRA (2016), "This week, the BCRA launched the inflation targeting regime...", Press release, Banco Central de la República Argentina.

¹⁹ IMF (2018), *Argentina — IMF Country Report No. 18/219*, International Monetary Fund

In effetti, al momento dell'introduzione del regime di inflation targeting nel 2016, l'inflazione annua superava il 40%, per poi rimanere sopra il 20% anche nel 2017²⁰. L'elevato livello iniziale dei prezzi, unito alla debole credibilità istituzionale della BCRA, rese particolarmente difficile il processo di ancoraggio delle aspettative inflazionistiche.

Per contenere l'inflazione e stabilizzare il cambio, la BCRA fu costretta a portare i tassi di interesse a livelli eccezionalmente elevati, puntando a frenare la domanda e rendere più attraenti gli investimenti in pesos. Al tempo stesso, l'economia risultò esposta al rischio di improvvisi deflussi di capitale: con l'apertura finanziaria, il mantenimento della stabilità macroeconomica divenne dipendente da un delicato equilibrio tra fiducia degli investitori, afflusso di capitali e sostenibilità del debito pubblico.

Nel corso del periodo emerse inoltre un problema di coerenza interna del regime: la disinflazione risultava difficile da perseguire in modo stabile in presenza di persistenti squilibri fiscali e ricorrenti shock valutari. Diversi contributi in letteratura hanno infatti analizzato le difficoltà (e il successivo fallimento) dell'*inflation targeting* argentino, evidenziando l'incoerenza nell'implementazione del framework e il deterioramento della credibilità dell'autorità monetaria, accentuato da shock politici e istituzionali tra il 2017 e il 2018.

2.1.3 Crisi valutaria e finanziaria

Nel corso del 2018 il quadro macroeconomico argentino entrò in una fase di rapido deterioramento, culminando in una severa crisi valutaria e finanziaria che segnò un punto di svolta nell'intero programma economico del governo Macri. L'episodio si sviluppò in un contesto già fragile, caratterizzato da inflazione elevata, vulnerabilità esterna, dipendenza dai flussi di capitale estero e credibilità monetaria non ancora pienamente consolidata.

²⁰ IMF (2018), Argentina: First Review Under the Stand-By Arrangement, IMF Country Report No. 18/219; INDEC, Índice de Precios al Consumidor, series históricas.



Figura 2 – Evoluzione del tasso di cambio peso argentino / dollaro USA (gennaio–ottobre 2018)²¹

Uno dei segnali più evidenti della crisi fu il forte deprezzamento del peso argentino. Nel corso del 2018 la valuta nazionale perse oltre il 50% del proprio valore rispetto al dollaro, in particolare, il tasso di cambio passò da circa 18,6 pesos per dollaro all’inizio del 2018 oltre 41 pesos nell’ottobre dello stesso anno (Figura 2), alimentando pressioni inflazionistiche e intensificando la perdita di fiducia degli investitori. Lo shock valutario mise in luce l’elevata trasmissione del tasso di cambio ai prezzi interni (exchange rate pass-through), rendendo particolarmente complesso il raggiungimento degli obiettivi di disinflazione previsti dal regime di inflation targeting.

In tale contesto, la dinamica inflazionistica accelerò in modo marcato. Le analisi istituzionali indicano che l’inflazione raggiunse il 47,6% su base annua nel 2018, mantenendosi su livelli ancora più elevati nel 2019 (circa 53,8%)²². L’aumento dell’inflazione non solo erodeva il reddito reale e la domanda interna, ma contribuiva anche

²¹ Banco Central de la República Argentina (BCRA), serie storiche del tipo di cambio ufficiale; IMF (2018), Argentina: Request for Stand-By Arrangement, Country Report No. 18/219.

²² IMF (2021), “Argentina: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2018 Stand-By Arrangement”, IMF eLibrary

a compromettere ulteriormente la credibilità della BCRA, indebolendo l'efficacia del canale delle aspettative.

Per fronteggiare la crisi e tentare di stabilizzare il cambio, la Banca Centrale intervenne con misure drastiche sul tasso di policy. A partire dal maggio 2018 la BCRA avviò una forte stretta monetaria, innalzando ripetutamente i tassi fino a livelli eccezionalmente elevati. Tra agosto e settembre 2018, il tasso di interesse fu portato su valori prossimi al 60% annuo, con un impegno formale a non ridurlo sotto tale soglia fino a dicembre.²³ L'obiettivo di questa strategia era contenere la dollarizzazione dei portafogli e rallentare i deflussi di capitale, rendendo più remunerative le attività denominate in pesos. Tuttavia, tassi così elevati produssero effetti recessivi significativi, peggiorando l'accesso al credito e comprimendo investimenti e produzione.

La crisi del 2018 fu inoltre amplificata dalla rapida perdita di fiducia dei mercati nella sostenibilità complessiva del quadro macroeconomico. Tra le principali determinanti si possono includere: il peggioramento delle condizioni finanziarie internazionali, la fragilità interna legata a deficit fiscale e squilibrio delle partite correnti, e l'instabilità delle aspettative circa la capacità del governo e della banca centrale di mantenere una strategia coerente di stabilizzazione.

In questo scenario, il governo argentino decise di ricorrere all'assistenza finanziaria del Fondo Monetario Internazionale. Il 20 giugno 2018, il Consiglio Esecutivo dell'IMF approvò un accordo Stand-By triennale da 50 miliardi di dollari, finalizzato a sostenere un programma basato su consolidamento fiscale, rafforzamento dell'autonomia della banca centrale e stabilizzazione del settore esterno. Successivamente, nell'ottobre 2018, l'accordo venne ampliato: secondo la valutazione ex post pubblicata dal Fondo, l'accesso complessivo raggiunse i 57 miliardi di dollari, configurandosi come il più grande Stand-By Arrangement nella storia dell'IMF²⁴. La stessa valutazione evidenzia tuttavia che il programma non riuscì a raggiungere pienamente gli obiettivi di ripristino della fiducia e

²³ BCRA (2018), "New Monetary Policy Scheme" (minimum LELIQ rate 60%), Banco Central de la República Argentina.

²⁴ IMF (2018), "IMF Executive Board Approves US\$50 Billion Stand-By Arrangement for Argentina", Press Release, 20 June 2018.

stabilizzazione macroeconomica, registrando un numero limitato di revisioni completate rispetto a quanto pianificato.

Sul piano operativo, l'accordo con il Fondo determinò anche una modifica significativa della strategia monetaria. Nel pieno della crisi, la BCRA adottò un regime transitorio maggiormente orientato al controllo delle quantità, abbandonando di fatto l'impostazione originaria di inflation targeting. Nei documenti relativi alle revisioni dell'accordo, viene evidenziata l'adozione di un framework quantity-based con crescita della base monetaria pari a zero, concepito come schema di transizione verso un eventuale ritorno a un regime di inflation targeting una volta ristabilite condizioni macroeconomiche più stabili.

In sintesi, la crisi del 2018 rappresentò un passaggio cruciale nella valutazione della politica monetaria del governo Macri. Il deprezzamento del cambio, l'accelerazione dell'inflazione e il ricorso a tassi di interesse estremamente elevati mostrarono come, in presenza di credibilità fragile e vulnerabilità esterna, i canali di trasmissione della politica monetaria possano diventare instabili e amplificare gli shock. Il ricorso al Fondo Monetario Internazionale evidenziò infine la fragilità del modello di stabilizzazione basato su apertura finanziaria e inflation targeting, sottolineando i limiti operativi della politica monetaria in economie emergenti caratterizzate da elevato rischio paese.

2.2 Governo Fernández

Quando Alberto Fernández entra in carica a dicembre 2019, l'Argentina non si trova in condizioni ordinarie di stabilità macroeconomica, bensì in un contesto già fortemente compromesso dalla crisi valutaria del 2018 e dalle tensioni finanziarie persistenti nel 2019. Il nuovo governo eredita quindi un'economia instabile, con inflazione elevata pari a

53,8%²⁵, un tasso di cambio fragile e una forte sfiducia dei mercati verso la capacità del paese di rispettare i propri impegni finanziari.

L'elemento più urgente da gestire all'inizio del mandato è rappresentato dal debito pubblico. Dopo il programma con il Fondo Monetario Internazionale avviato nel 2018, l'Argentina continuava a incontrare forti difficoltà nell'accesso ai mercati internazionali dei capitali. Il paese era percepito come altamente rischioso e, di conseguenza, il finanziamento esterno risultava limitato o possibile soltanto a condizioni particolarmente onerose. In sostanza, lo Stato argentino disponeva di margini di manovra ridotti per coprire le proprie esigenze di spesa e rifinanziare il debito in scadenza.²⁶

2.2.1 Ristrutturazione del debito

Nei primi mesi di governo Fernández, la priorità divenne la gestione e la ristrutturazione del debito pubblico. Si trattava di un passaggio decisivo: qualora gli investitori avessero ritenuto probabile un mancato rimborso, la sfiducia sarebbe aumentata, con conseguente intensificazione dei deflussi di capitale e crescita delle pressioni sul tasso di cambio. Nel settembre 2020 il governo concluse una ristrutturazione di circa 65 miliardi di dollari di debito in valuta estera, nel tentativo di ripristinare la sostenibilità finanziaria e migliorare l'accesso ai mercati internazionali ²⁷. In Argentina questo meccanismo risulta particolarmente critico, poiché la svalutazione del peso tende a trasmettersi rapidamente ai prezzi interni (exchange rate pass-through ²⁸ elevato), alimentando ulteriormente l'inflazione.

Accanto al problema del debito, il governo deve affrontare un secondo vincolo fondamentale: il cosiddetto vincolo esterno, ossia la scarsità di valuta estera disponibile nell'economia. Alla fine del 2019, le riserve internazionali nette della Banca Centrale

²⁵ INDEC (2019), Índice de Precios al Consumidor (IPC), inflación interanual, Buenos Aires.

²⁶ IMF (2021), *Argentina: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2018 Stand-By Arrangement*, International Monetary Fund.

²⁷ International Monetary Fund (2020), *Argentina: Staff Report for the 2020 Article IV Consultation and Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility*

²⁸ L'exchange rate pass-through è il fenomeno per cui le variazioni del tasso di cambio si riflettono sui prezzi dei beni importati

risultavano già fortemente deteriorate, collocandosi su livelli prossimi allo zero secondo le stime dell'IMF²⁹, limitando significativamente la capacità delle autorità di stabilizzare il tasso di cambio e alimentando le aspettative. Per l'Argentina, la disponibilità di dollari è essenziale, poiché consente di finanziare le importazioni, onorare i pagamenti del debito in valuta e contenere l'instabilità del cambio. Quando la disponibilità di dollari diminuisce e le riserve internazionali della banca centrale si riducono, aumentano le aspettative di svalutazione e cresce la domanda di valuta estera da parte di famiglie e imprese, generando ulteriori tensioni sul mercato dei cambi e nuove pressioni inflazionistiche.³⁰

In tale contesto, la politica monetaria non poteva operare come in economie caratterizzate da stabilità e credibilità istituzionale, nelle quali la banca centrale può concentrarsi prevalentemente su obiettivi tradizionali quali stabilità dei prezzi e stabilizzazione del ciclo economico. Al contrario, nel caso argentino la politica monetaria risultava fin dall'inizio condizionata da vincoli stringenti: contenimento delle pressioni valutarie, gestione delle riserve e sostegno indiretto alla sostenibilità fiscale. In altre parole, l'autorità monetaria non agiva in piena autonomia, ma operava in un quadro fortemente influenzato dalla situazione finanziaria dello Stato.

In sintesi, il governo Fernández inizia il suo mandato in un quadro caratterizzato da due priorità immediate: ridurre l'instabilità legata al debito pubblico e contenere le pressioni sul mercato dei cambi dovute alla scarsità di valuta estera. Questo scenario costituisce il punto di partenza che spiega molte delle scelte successive in materia monetaria e valutaria, e rende più comprensibile l'impatto che avrà, poco dopo, lo shock pandemico del 2020.

In un contesto già caratterizzato da vincoli finanziari e pressioni valutarie, l'arrivo della pandemia di COVID-19 nel 2020 accentuò la vulnerabilità macroeconomica del paese, costringendo il governo e la banca centrale ad adottare misure emergenziali di natura fortemente espansiva.

²⁹ International Monetary Fund (2020)

³⁰ World Bank (2018), *Argentina: Escaping Crises, Sustaining Growth, Sharing Prosperity (Systematic Country Diagnosis)*, World Bank Group

2.2.2 Shock pandemico

L'arrivo della pandemia di COVID-19 nel 2020 colpì duramente l'economia argentina in una fase già caratterizzata da elevata fragilità macroeconomica. Le misure di contenimento sanitario determinarono una contrazione dell'attività economica, portando la crescita del PIL reale a -9,9% (Figura 3), oltre ad un peggioramento delle condizioni occupazionali e un aumento dell'incertezza. In questo scenario, l'obiettivo immediato della politica economica divenne quello di evitare un collasso del reddito e sostenere famiglie e imprese durante l'emergenza.

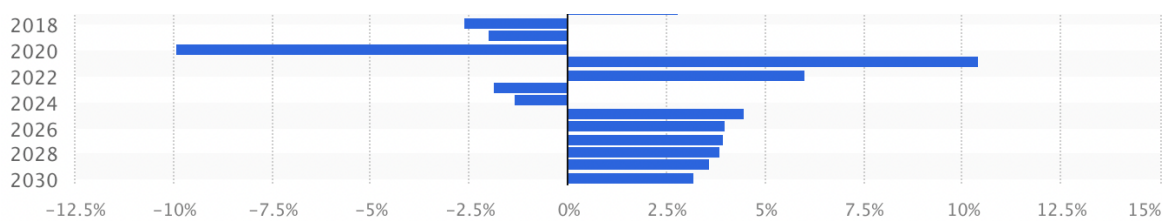


Figura 3 – Crescita del PIL reale in Argentina (2018–2030, variazione % annua)³¹

Come evidenziato dalla Figura 3, la contrazione del PIL nel 2020 (-9,9%) rappresenta una delle recessioni più profonde della storia recente argentina, riflettendo l'impatto combinato delle restrizioni sanitarie e della debolezza strutturale pre-esistente.

Dal lato fiscale, il governo ampliò la spesa pubblica attraverso programmi di assistenza sociale, trasferimenti a favore delle fasce più vulnerabili e misure di sostegno ai lavoratori e ai settori produttivi maggiormente colpiti. L'aumento della spesa, unito alla riduzione delle entrate tributarie dovuta alla recessione, determinò un marcato peggioramento del saldo di bilancio e un incremento del disavanzo pubblico. Tuttavia, a differenza di quanto accade in economie con accesso stabile ai mercati internazionali dei capitali, l'Argentina non poteva

³¹ World Bank (2024)

finanziare agevolmente il deficit tramite emissione di debito estero, a causa dell'elevato rischio paese e della limitata fiducia degli investitori.³²

Di conseguenza, una parte rilevante del finanziamento del disavanzo ricadde sulla Banca Centrale della Repubblica Argentina. L'autorità monetaria sostenne infatti lo Stato attraverso strumenti di emissione monetaria e acquisto di titoli pubblici, contribuendo all'espansione della liquidità e della base monetaria. Nel breve periodo, tale scelta permise di finanziare la spesa emergenziale e attenuare l'impatto recessivo della pandemia. Al tempo stesso, essa rafforzò un tratto strutturale dell'esperienza argentina: la forte interdipendenza tra politica fiscale e politica monetaria.³³

Dal punto di vista monetario, la gestione dell'emergenza comportò quindi un significativo aumento dell'offerta di moneta. In condizioni ordinarie, un'espansione monetaria può essere assorbita se accompagnata da un corrispondente aumento della domanda di moneta. Nel caso argentino, tuttavia, la domanda di pesos risultava strutturalmente debole: famiglie e imprese tendevano a ridurre la detenzione di moneta nazionale e a ricercare protezione in attività reali o denominate in valuta estera, nel timore di inflazione e svalutazione. Tale comportamento ridusse l'efficacia delle misure monetarie e contribuì a mantenere elevate le pressioni sul mercato dei cambi.

Un ulteriore elemento rilevante del periodo 2020–2021 fu la gestione dei tassi di interesse. La banca centrale mantenne livelli di tassi nominali che, in diversi momenti, si tradussero in tassi reali negativi, ossia inferiori al tasso d'inflazione. Questa scelta mirava a sostenere il credito e ridurre il costo del finanziamento interno durante la crisi, ma produsse anche effetti collaterali: rese meno conveniente detenere attività finanziarie denominate in pesos e rafforzò la tendenza alla dollarizzazione dei portafogli, alimentando aspettative di svalutazione.

Nel complesso, durante la pandemia la politica economica argentina seguì un approccio emergenziale: espansione fiscale per sostenere reddito e occupazione, accompagnata da un

³² IMF (2021), *Argentina: 2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report*, International Monetary Fund.

³³ BCRA (2021), *Informe de Política Monetaria*.

ruolo decisivo della banca centrale nella fornitura di liquidità e nel finanziamento indiretto dello Stato. Tale strategia contribuì a limitare l’impatto sociale della crisi nel breve periodo, ma aumentò la vulnerabilità macroeconomica negli anni successivi, poiché l’espansione monetaria, unita a bassa credibilità e scarsità di valuta estera, rese più complessa la gestione dell’inflazione e della stabilità del cambio.³⁴

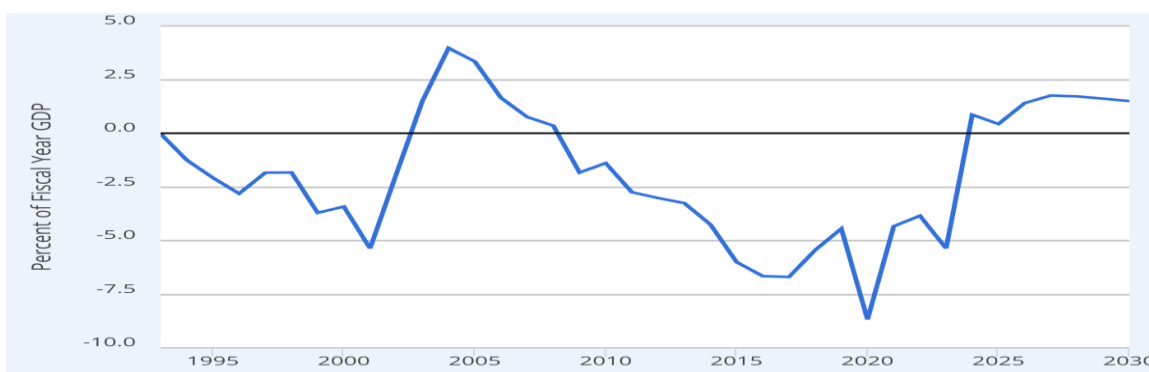


Figura 4 - Saldo fiscale dell'Argentina come percentuale del PIL³⁵

Il grafico evidenzia un marcato peggioramento del saldo fiscale nel 2020, quando il deficit pubblico supera l’8% del PIL, riflettendo l’espansione della spesa emergenziale legata alla pandemia e il crollo delle entrate tributarie dovuto alla recessione. Rispetto al 2019, in cui il disavanzo si attestava intorno al 4-5% del PIL, il deterioramento risulta particolarmente significativo. Negli anni successivi si osserva un parziale rientro del deficit, che tuttavia rimane strutturalmente elevato, segnalando la persistenza fragilità fiscali. Questa dinamica contribuisce a spiegare il ruolo centrale assunto dalla Banca Centrale nel finanziamento del settore pubblico e il rafforzamento della dominanza fiscale, con implicazioni rilevanti per l’andamento dell’inflazione e per la stabilità macroeconomica complessiva.

³⁴ IMF (2021), *Argentina: 2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report*, International Monetary Fund.

³⁵ IMF e World Bank, dati riprodotti da TheGlobalEconomy.com

2.2.3 Distorsioni del mercato valutario

Durante il governo Fernández, uno dei pilastri della strategia macroeconomica fu il rafforzamento del controllo dei capitali e delle restrizioni sul mercato dei cambi. In un contesto caratterizzato da scarsità di valuta estera, ridotte riserve internazionali e persistente sfiducia nella moneta nazionale, l'obiettivo principale delle autorità economiche era evitare una perdita accelerata di dollari e contenere l'instabilità del tasso di cambio.

In Argentina, infatti, la domanda di dollari tende ad aumentare rapidamente quando cresce l'incertezza economica e finanziaria. Famiglie e imprese tendono spesso a tutelare il proprio potere d'acquisto convertendo risparmi e attività in valuta estera, fenomeno che riduce la domanda di pesos e intensifica le pressioni di svalutazione. In assenza di un adeguato livello di riserve e di accesso stabile ai mercati internazionali, tale dinamica può generare una crisi valutaria e trasformarsi rapidamente in un aumento dell'inflazione, data l'elevata trasmissione del cambio ai prezzi interni.

Per contrastare questo meccanismo, il governo e la BCRA limitarono l'accesso alla valuta estera tramite misure amministrative: restrizioni per l'acquisto di dollari da parte dei privati, controlli sui movimenti di capitale, vincoli per le imprese nelle operazioni di pagamento verso l'estero e maggiore regolamentazione delle transazioni finanziarie. L'intenzione era quella di ridurre deflussi di capitale e difendere le riserve internazionali, mantenendo una certa stabilità sul cambio ufficiale.

Tuttavia, queste politiche generarono effetti collaterali rilevanti. In primo luogo, le restrizioni favorirono l'espansione di mercati alternativi: oltre al tasso di cambio ufficiale, emersero canali paralleli (formali e informali) utilizzati per ottenere valuta estera al di fuori delle regole imposte dal governo. Di conseguenza, si sviluppò una marcata differenza tra il cambio ufficiale e quello parallelo, fenomeno noto come *brecha cambiaria*³⁶.

La presenza di una *brecha* elevata creò distorsioni significative nell'economia. Da un lato, il cambio ufficiale tendeva a risultare artificialmente "basso" rispetto ai valori determinati

³⁶ *Brecha cambiaria*, ovvero, la differenza percentuale tra il tasso di cambio ufficiale di una valuta fissato dal governo e il suo valore sui mercati paralleli. In Argentina c'è una sostanziale differenza tra il cambio ufficiale ed il cambio "blue"

dal mercato, riducendo gli incentivi a esportare e incoraggiando comportamenti di ricerca di rendite e arbitraggio. Dall'altro, l'esistenza di più tassi di cambio contribuiva a rendere opaco il sistema dei prezzi relativi e ad aumentare l'incertezza nelle decisioni di produzione e investimento. La frammentazione del regime valutario diventò quindi un elemento strutturale della fase 2019–2023.

Dal punto di vista della politica monetaria e dei meccanismi di trasmissione, i controlli valutari influenzarono in modo diretto soprattutto due canali. Il primo fu il canale del tasso di cambio, poiché i vincoli non eliminarono la pressione svalutativa ma la spostarono su mercati paralleli, mantenendo elevata l'inflazione attesa. Il secondo fu il canale delle aspettative, in quanto la *brecha* cambiaria rafforzava l'idea che una correzione del cambio ufficiale fosse inevitabile nel medio periodo. Questo contribuiva a disancorare le aspettative inflazionistiche e a rendere più difficile il controllo dell'inflazione.³⁷

Pertanto, il controllo dei capitali durante il governo Fernández fu una risposta alla scarsità di dollari e alla fragilità delle riserve, e contribuì nel breve periodo a rallentare l'emorragia di valuta estera. Tuttavia, nel medio periodo, la moltiplicazione dei tassi di cambio e la formazione di mercati paralleli aumentarono le distorsioni macroeconomiche e indebolirono ulteriormente la credibilità della politica monetaria, rendendo più complesso il raggiungimento di stabilità dei prezzi e del tasso di cambio.

2.2.4 Limiti operativi

Nel periodo 2019–2023, la dinamica inflazionistica rappresentò uno dei principali elementi di instabilità macroeconomica dell'Argentina e il problema più difficile da gestire per il governo Fernández e per la BCRA. Nonostante gli interventi sul fronte monetario e valutario, l'inflazione rimase persistentemente elevata, contribuendo a erodere il potere d'acquisto dei salari reali, ad aumentare la povertà e a ridurre la prevedibilità del quadro economico. In tale contesto, la politica monetaria si trovò a operare in condizioni

³⁷ IMF (2021), *Argentina: 2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report*, International Monetary Fund.

particolarmente complesse, con margini di manovra limitati e strumenti spesso poco efficaci rispetto alle finalità tradizionali di stabilizzazione.³⁸

Per comprendere la persistenza dell'inflazione in Argentina è necessario considerare che essa non dipende esclusivamente da fattori monetari in senso stretto, ma deriva dall'interazione di vari elementi strutturali: instabilità del tasso di cambio, vincolo esterno, bassa credibilità della politica economica e meccanismi di indicizzazione diffusi. Questi fattori amplificano gli shock e rendono difficile stabilizzare le aspettative, impedendo la costruzione di un ancoraggio nominale credibile. Un primo elemento fondamentale riguarda la relazione tra inflazione e tasso di cambio. Nel caso argentino, la trasmissione delle variazioni del cambio ai prezzi interni (*exchange rate pass-through*) è generalmente elevata. Ciò avviene perché una parte significativa dei beni consumati incorpora componenti importate, e perché i prezzi di molte attività economiche tendono a essere influenzati direttamente o indirettamente dal valore del dollaro. Ne consegue che anche pressioni parziali sul mercato dei cambi — ad esempio sui mercati paralleli — possono tradursi rapidamente in aumenti dei prezzi interni, soprattutto quando imprese e operatori economici anticipano possibili svalutazioni del cambio ufficiale.

In questo quadro, la presenza di una marcata *brecha cambiaria*, sviluppatasi come conseguenza delle restrizioni valutarie, contribuì a rafforzare l'incertezza. Il differenziale persistente tra cambio ufficiale e cambio parallelo segnalava infatti un disequilibrio strutturale e rafforzava le aspettative di un aggiustamento futuro del tasso ufficiale. In un'economia in cui le aspettative svolgono un ruolo decisivo, tale dinamica tende a produrre comportamenti difensivi: aumento dei prezzi per proteggere i margini, anticipazione degli acquisti da parte delle famiglie e riduzione della detenzione di moneta nazionale. Questo processo alimenta ulteriormente l'inflazione e rende più difficile il controllo dei prezzi.

Un secondo motivo per cui l'inflazione in Argentina è così difficile da ridurre è legato alla cosiddetta inflazione inerziale. Quando per anni i prezzi aumentano rapidamente, famiglie e

³⁸ IMF (2021), *Argentina: 2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report*, International Monetary Fund.

imprese iniziano a comportarsi come se l'inflazione fosse destinata a continuare. Di conseguenza, nella determinazione di prezzi e salari viene incorporata l'inflazione attesa: le imprese aumentano i prezzi in anticipo per non perdere margini, mentre i lavoratori richiedono aumenti salariali per difendere il potere d'acquisto. Questo genera un meccanismo che tende ad autoalimentarsi, perché l'inflazione passata diventa un riferimento per quella futura, anche in assenza di nuovi shock. In queste condizioni, la disinflazione non dipende solo dagli strumenti tradizionali della politica monetaria (come l'aumento dei tassi di interesse), ma richiede anche che la banca centrale riesca a creare un ancoraggio credibile delle aspettative. Se tale credibilità manca, anche politiche restrittive possono produrre effetti limitati, perché salari e prezzi continuano ad adeguarsi rapidamente mantenendo elevata la dinamica inflazionistica.

Un terzo elemento riguarda la credibilità istituzionale e il canale delle aspettative. Nel periodo 2019–2023 la fiducia nel peso argentino rimase debole, anche a causa della storia di instabilità economica del paese e della percezione che la politica monetaria potesse essere subordinata a esigenze fiscali. In presenza di aspettative disancorate, la politica monetaria perde parte della propria efficacia: gli operatori economici non interpretano le misure adottate come un impegno credibile a ridurre l'inflazione, e tendono quindi a mantenere comportamenti orientati alla protezione del valore reale della ricchezza, spesso attraverso la domanda di dollari o beni reali.

Infine, occorre considerare i limiti pratici dello strumento principale della politica monetaria: il tasso di interesse. In teoria, aumentando i tassi la banca centrale può contenere l'inflazione rendendo più costoso il credito, rallentando consumi e investimenti e contribuendo alla stabilizzazione del cambio. Nel caso argentino, tuttavia, questo canale risulta spesso indebolito. Con livelli di inflazione molto elevati, infatti, diventa difficile mantenere nel tempo tassi reali positivi: anche quando i tassi nominali aumentano, l'inflazione tende a eroderne rapidamente l'effetto. Inoltre, una stretta monetaria troppo intensa può comportare costi macroeconomici significativi, riducendo l'attività economica,

aggravando la recessione e aumentando l'onere finanziario su famiglie, imprese e settore pubblico.³⁹

Di conseguenza, la banca centrale si trova spesso davanti a un trade-off: adottare una politica monetaria molto restrittiva per provare a contenere l'inflazione, con il rischio di peggiorare la crisi economica, oppure mantenere condizioni monetarie più accomodanti per sostenere l'economia, accettando però un livello di inflazione più elevato.

Argentina's Exchange Rate Gap Surges Past 100%

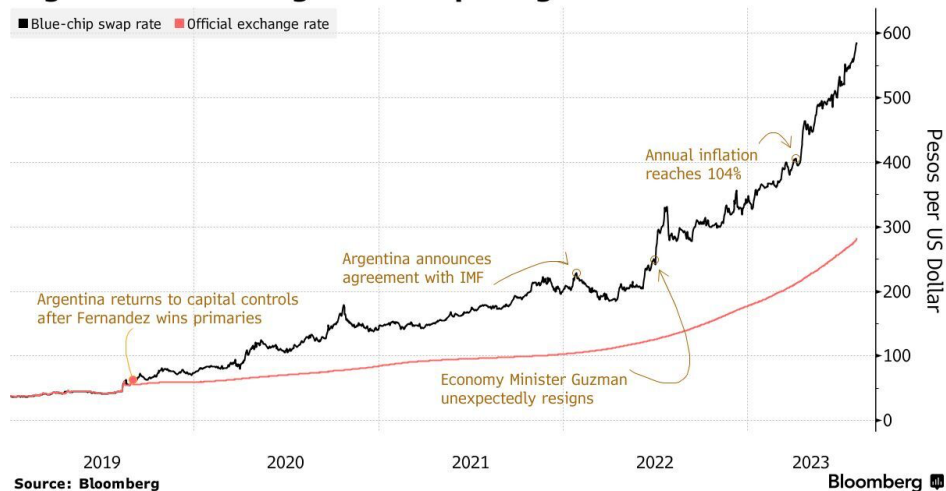


Figura 5 - Differenziale tra tasso di cambio ufficiale e tasso di cambio alternativo in Argentina (2019-2023)⁴⁰

La Figura 5 offre una rappresentazione sintetica di questi meccanismi, mostrando l'evoluzione del differenziale tra il tasso di cambio ufficiale e il tasso di cambio alternativo nel periodo 2019–2023. L'ampliamento progressivo della brecha segnala il deterioramento della fiducia nella moneta nazionale e l'emergere di aspettative diffuse di aggiustamento del cambio ufficiale, coerentemente con quanto discusso sopra. In particolare, la dinamica divergente tra le due serie evidenzia come le restrizioni valutarie abbiano spostato una quota crescente della domanda di valuta verso i mercati paralleli, rafforzando comportamenti difensivi da parte di famiglie e imprese. In questo senso, il grafico fornisce un riscontro empirico al ruolo della brecha come canale di trasmissione delle tensioni valutarie all'inflazione interna,

³⁹ IMF (2021), *Argentina: 2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report*, International Monetary Fund.

⁴⁰ Bloomberg (2023)

contribuendo a spiegare perché, nel periodo considerato, le misure di politica monetaria abbiano incontrato limiti significativi nel ristabilire un ancoraggio nominale credibile.

Nel periodo 2019-2023, il governo Fernández ha operato in un contesto macroeconomico particolarmente complesso, ereditando una situazione già fragile dopo la crisi valutaria del 2018 e affrontando successivamente lo shock eccezionale della pandemia. In questa fase la politica economica si è concentrata principalmente sul contenimento dell'emergenza sociale e sulla gestione di vincoli strutturali, in particolare la scarsità di valuta estera e la limitata capacità di finanziarsi sui mercati internazionali.

Dal punto di vista della politica monetaria, la Banca Centrale Argentina ha svolto un ruolo centrale nel sostenere l'economia, soprattutto durante la fase pandemica, contribuendo indirettamente al finanziamento del deficit pubblico e garantendo liquidità al sistema. Tuttavia, tali misure, pur giustificate nel breve periodo, hanno alimentato le pressioni inflazionistiche e reso ancora più difficile stabilizzare le aspettative.

Per difendere le riserve e limitare la fuga di capitali, il governo ha mantenuto e rafforzato i controlli valutari, che hanno permesso di rallentare l'uscita di dollari ma hanno anche generato distorsioni rilevanti, tra cui l'aumento della brecha cambiaria e la proliferazione di tassi di cambio alternativi. Questi fattori hanno aumentato l'incertezza e indebolito ulteriormente la credibilità della politica economica.

Nel complesso, il periodo 2019–2023 mostra come, in un'economia con bassa fiducia nella moneta nazionale e forte vincolo esterno, la politica monetaria abbia margini limitati per ottenere una disinflazione stabile. L'inflazione elevata e persistente, alimentata da instabilità del cambio, aspettative disancorate e indicizzazione dei prezzi, ha continuato a rappresentare la principale fonte di instabilità economica e sociale.

Di conseguenza, alla fine del mandato di Fernández l'Argentina si trovava ancora in una situazione di fragilità monetaria e valutaria. Questo spiega perché nel periodo successivo — con l'elezione di Javier Milei — la stabilizzazione dell'inflazione e il ripristino della

credibilità monetaria diventeranno il fulcro dell'intero programma economico, con un cambio di approccio più radicale rispetto agli anni precedenti.

2.3 Governo Milei

L'elezione di Javier Milei alla presidenza il 10 dicembre 2023 segna una fase di netta discontinuità nella politica economica argentina. Dopo anni caratterizzati da inflazione elevata, instabilità del tasso di cambio e perdita di credibilità del peso come riserva di valore, il nuovo governo avvia un programma esplicitamente orientato alla stabilizzazione macroeconomica. L'approccio adottato si distingue da quelli precedenti per il carattere radicale: forte riduzione del disavanzo pubblico, restrizione monetaria e ricerca di un nuovo ancoraggio nominale, anche attraverso l'ipotesi di un cambiamento di regime.

Il punto di partenza del 2023 era estremamente critico. L'inflazione aveva raggiunto livelli eccezionalmente elevati: secondo l'INDEC, l'inflazione annua del 2023 si è attestata al 211,4%⁴¹, il livello più alto dai primi anni '90. Al tempo stesso, il mercato valutario risultava fortemente distorto: la presenza di un cambio ufficiale e di mercati paralleli rifletteva una perdita di fiducia nel peso e alimentava aspettative di svalutazione. Un'analisi sul contesto macroeconomico argentino evidenzia che nel 2023 il differenziale tra cambio ufficiale e parallelo si è ampliato fino a valori molto elevati.

Il contesto risultava ulteriormente aggravato dalla condizione delle riserve. La Banca Centrale argentina (BCRA), nel proprio Informe Anual al Congreso 2023, evidenzia che l'economia è giunta a fine 2023 con riserve internazionali nette negative⁴², insieme a forti squilibri fiscali ed esterni e ad ampie distorsioni nei prezzi relativi. In tale scenario, la capacità dell'autorità monetaria di difendere la stabilità valutaria risulta limitata e l'efficacia della politica monetaria tradizionale si riduce, poiché gli operatori economici tendono a formare aspettative inflazionistiche disancorate e a cercare protezione nella

⁴¹ INDEC (2024), *Índice de precios al consumidor (IPC). Diciembre de 2023*, Informes de prensa, Buenos Aires, 11 gennaio 2024.

⁴² Banco Central de la República Argentina (BCRA), *Informe al Congreso 2023* (Informe Anual al Congreso), Buenos Aires, 2023/2024

valuta estera o in beni reali. Di conseguenza, il programma del nuovo governo si inserisce in un contesto in cui la stabilizzazione richiede non soltanto interventi monetari convenzionali, ma un cambiamento percepito come strutturale dagli operatori economici, capace di ripristinare credibilità e ridurre le pressioni su inflazione e cambio.

2.3.1 Obiettivo antinflazione

Il programma economico del governo Milei si fonda su un obiettivo prioritario: la rapida riduzione dell'inflazione, considerata la principale causa della perdita di potere d'acquisto, dell'aumento della povertà e dell'instabilità macroeconomica. In questa prospettiva, l'esecutivo interpreta l'inflazione soprattutto come il risultato di una dinamica monetaria legata al deficit pubblico, ossia alla creazione di moneta utilizzata per finanziare la spesa dello Stato. Di conseguenza, la strategia di stabilizzazione si basa su due pilastri: disciplina fiscale e restrizione monetaria, con l'obiettivo di ricostruire credibilità e ridurre le aspettative inflazionistiche.

Sul piano operativo, il governo ha avviato un aggiustamento rapido dei conti pubblici, concentrandosi sulla riduzione della spesa e sul miglioramento del saldo fiscale. Questo aspetto è centrale poiché mira a eliminare la cosiddetta dominanza fiscale⁴³, ovvero la condizione in cui la politica monetaria risulta subordinata alle esigenze di finanziamento dello Stato. In questa logica, anche la Banca Centrale della Repubblica Argentina modifica il proprio ruolo rispetto agli anni precedenti: non viene più utilizzata come strumento di supporto al Tesoro tramite emissione monetaria, ma viene orientata verso un obiettivo di stabilità nominale.

La politica monetaria viene quindi impostata secondo un approccio coerente con una stabilizzazione di tipo "shock", basata su drastica riduzione dell'espansione monetaria, limitazione del finanziamento monetario al settore pubblico e contrazione della liquidità. L'idea di fondo è che solo una rottura credibile con il passato possa ristabilire fiducia nella moneta e rendere possibile una disinflazione duratura. In definitiva, la strategia di Milei

⁴³ OECD, *OECD Economic Surveys: Argentina 2025*, Paris, 2025

mira a ridurre l'inflazione non attraverso un percorso graduale, ma tramite un cambio netto di regime, fondato sul contenimento dell'offerta di moneta e sulla correzione degli squilibri fiscali.⁴⁴

Uno dei primi passaggi del governo Milei riguarda il sistema dei cambi. Il nuovo esecutivo eredita un regime valutario estremamente distorto, con più tassi di cambio e una brecha elevata che alimenta aspettative di svalutazione e incertezza. Una normalizzazione del sistema richiede almeno una correzione del cambio ufficiale, inevitabile per ridurre le distorsioni e ristabilire incentivi corretti per esportazioni e importazioni. Tuttavia, in Argentina una svalutazione ha tipicamente effetti inflazionistici immediati. A causa dell'elevato pass-through del cambio ai prezzi, la correzione iniziale del tasso di cambio produce un aumento dei prezzi nel breve periodo, prima che gli effetti della politica restrittiva e della riduzione della liquidità inizino a manifestarsi⁴⁵. In altre parole, la strategia di stabilizzazione di Milei presenta una dinamica tipica delle “shock stabilizations”: un aumento iniziale del livello dei prezzi (per via della svalutazione e dell'aggiustamento dei prezzi relativi), seguito da una possibile riduzione dell'inflazione se il programma risulta credibile e sostenibile.

2.3.2 Ruolo delle aspettative inflazionistiche

Dal punto di vista teorico, la strategia di Milei può essere interpretata come un tentativo di riancorare le aspettative inflazionistiche. In Argentina questo passaggio è particolarmente rilevante, poiché l'inflazione non dipende soltanto dagli shock correnti, ma in larga misura anche dalle aspettative degli operatori economici: se famiglie e imprese si attendono aumenti dei prezzi, tendono a incorporare tali aumenti nei contratti e nei listini, contribuendo a rendere l'inflazione più persistente.

Per raggiungere questo obiettivo, il programma si fonda su due elementi principali: disciplina fiscale e restrizione monetaria. In concreto, ciò implica ridurre drasticamente

⁴⁴ OECD, *OECD Economic Surveys: Argentina 2025*, Paris, 2025

⁴⁵ Taylor, J. B. (2000)

l'emissione monetaria e limitare il finanziamento monetario del deficit pubblico. L'idea di fondo è spezzare la dinamica tipica dell'economia argentina, in cui disavanzi elevati vengono coperti tramite creazione di moneta, generando aumento della liquidità, svalutazione del peso e accelerazione dell'inflazione. In un contesto in cui la domanda di moneta nazionale risulta strutturalmente debole, infatti, ogni incremento dell'offerta di moneta tende a trasformarsi rapidamente in pressioni sul tasso di cambio e sui prezzi.

L'efficacia di questa strategia dipende tuttavia in modo cruciale dalla credibilità del programma. Se famiglie e imprese percepiscono l'aggiustamento come duraturo e non reversibile, le aspettative inflazionistiche possono ridursi, rallentando l'aumento di prezzi e salari. In tale scenario, la disinflazione risulta più rapida e meno costosa in termini di output e occupazione.

Viceversa, se il programma non viene considerato credibile, l'economia può rimanere intrappolata in un clima di sfiducia. In tal caso, anche una politica monetaria restrittiva rischia di produrre soprattutto effetti recessivi, riducendo consumi e investimenti senza riuscire a stabilizzare pienamente prezzi e tasso di cambio.

2.3.3 La dollarizzazione

Uno degli aspetti più distintivi della fase Milei è la centralità del tema della dollarizzazione e, più in generale, dell'idea di un cambio di regime monetario. A differenza di governi precedenti, che hanno cercato di gestire l'instabilità attraverso strumenti tradizionali, Milei ha proposto fin dall'inizio una soluzione più radicale: ridurre l'inflazione eliminando alla radice la possibilità di finanziare il deficit pubblico tramite emissione monetaria.

Dal punto di vista teorico, la dollarizzazione consiste nell'adozione di una valuta estera come moneta legale⁴⁶, sostituendo la valuta nazionale. Questo implica un cambiamento profondo nell'assetto di politica economica: lo Stato perde la possibilità di condurre una politica monetaria autonoma, poiché non può più emettere moneta e non può determinare

⁴⁶ IMF, *Official Dollarization: A Last Resort?* (nota/analisi di riferimento su definizione, pro/contro: perdita di politica monetaria e lender of last resort).

tassi di interesse indipendenti. In un paese come l'Argentina, dove la credibilità del peso è stata ripetutamente compromessa da alta inflazione e svalutazioni, l'idea alla base della dollarizzazione è "importare" credibilità dall'esterno e ancorare le aspettative in maniera permanente.

Uno dei vantaggi teorici della dollarizzazione è infatti l'effetto sul canale delle aspettative: se famiglie e imprese credono che la moneta nazionale non esisterà più, si riduce il rischio di svalutazione e, di conseguenza, diminuiscono le aspettative di inflazione futura. In questo senso, la dollarizzazione rappresenta un meccanismo di commitment credibile: eliminando la discrezionalità della politica monetaria, riduce la probabilità che lo Stato ricorra nuovamente alla monetizzazione del deficit.

Tuttavia, la dollarizzazione presenta anche vari limiti e costi elevati. Il primo riguarda la perdita di sovranità monetaria, che impedisce di utilizzare la politica monetaria come strumento di stabilizzazione in presenza di shock economici. Inoltre, la banca centrale perderebbe la possibilità di agire pienamente come prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*), rendendo più fragile la gestione di eventuali crisi bancarie. Un secondo problema riguarda il vincolo macroeconomico: in assenza di politica monetaria, l'aggiustamento dell'economia avviene principalmente tramite prezzi e salari, con possibili effetti recessivi soprattutto in economie rigide o in presenza di shock.

Oltre ai limiti teorici, nel periodo di Milei la dollarizzazione incontra soprattutto ostacoli pratici. La transizione richiederebbe una disponibilità sufficiente di dollari per convertire almeno una parte delle passività monetarie esistenti (base monetaria e strumenti emessi dalla banca centrale). In un contesto caratterizzato da scarsità di riserve e vincolo esterno, tale operazione risulta estremamente complessa. Di conseguenza, pur essendo un elemento centrale nel discorso politico e nel programma annunciato, la dollarizzazione non viene implementata formalmente nel periodo considerato: il peso non viene sostituito come moneta legale, e l'Argentina mantiene un regime monetario nazionale, sebbene con un'impostazione più restrittiva.

In sostituzione della dollarizzazione immediata, il governo Milei concentra l'azione su misure realizzabili nel breve periodo e coerenti con la stessa logica di fondo: riduzione del deficit, interruzione del finanziamento monetario dello Stato e contrazione della liquidità. In altre parole, la strategia mira a ricostruire credibilità senza un cambio di moneta, puntando a dimostrare che l'inflazione può ridursi grazie alla disciplina fiscale e monetaria. La dollarizzazione resta dunque un elemento di riferimento nel dibattito sul futuro istituzionale della politica economica argentina, ma viene di fatto rinviata, assumendo un ruolo più programmatico che operativo.

Sintetizzando, la dollarizzazione rappresenta uno dei punti più rilevanti del programma Milei poiché evidenzia la volontà di rompere con le cause strutturali dell'inflazione argentina. Tuttavia, nel periodo 2023-2025 essa non si traduce in un cambio immediato di regime monetario; il percorso di stabilizzazione viene perseguito soprattutto attraverso strumenti fiscali e monetari restrittivi, mentre la dollarizzazione rimane una possibile opzione nel lungo periodo e un simbolo della crisi della credibilità del peso.

Nel periodo 2023–2025, sotto il governo Milei, si osserva un miglioramento significativo sul piano della stabilità macroeconomica, in particolare per quanto riguarda la dinamica inflazionistica, pur a fronte di costi sociali rilevanti nel breve periodo. Secondo l'INDEC, l'inflazione nel 2023 era pari al 211,4%, un livello che rifletteva una crisi profonda di credibilità del peso e aspettative inflazionistiche fortemente disancorate.

L'impostazione centrata sulla disciplina fiscale e sulla riduzione del finanziamento monetario del deficit ha contribuito a riportare gradualmente l'inflazione su livelli sensibilmente più contenuti. In particolare, l'OECD Economic Survey: Argentina 2025 evidenzia che l'inflazione è diminuita in modo marcato, passando da oltre 200% a fine 2023 a circa 31% nel novembre 2025⁴⁷. Tale riduzione suggerisce che la strategia di stabilizzazione abbia agito soprattutto attraverso il canale delle aspettative: il taglio del

⁴⁷ INDEC, *Índice de precios al consumidor (IPC)*. Diciembre de 2025, Informes de prensa, Buenos Aires, 13 gennaio 2026

disavanzo e l'interruzione della monetizzazione del deficit hanno rafforzato la credibilità del programma, riducendo la propensione degli operatori economici ad anticipare aumenti di prezzi e salari. In altri termini, il governo Milei sembra aver ottenuto un progresso rilevante proprio sul principale nodo critico della fase precedente: la capacità di contenere l'inflazione e ristabilire un quadro nominale più prevedibile.

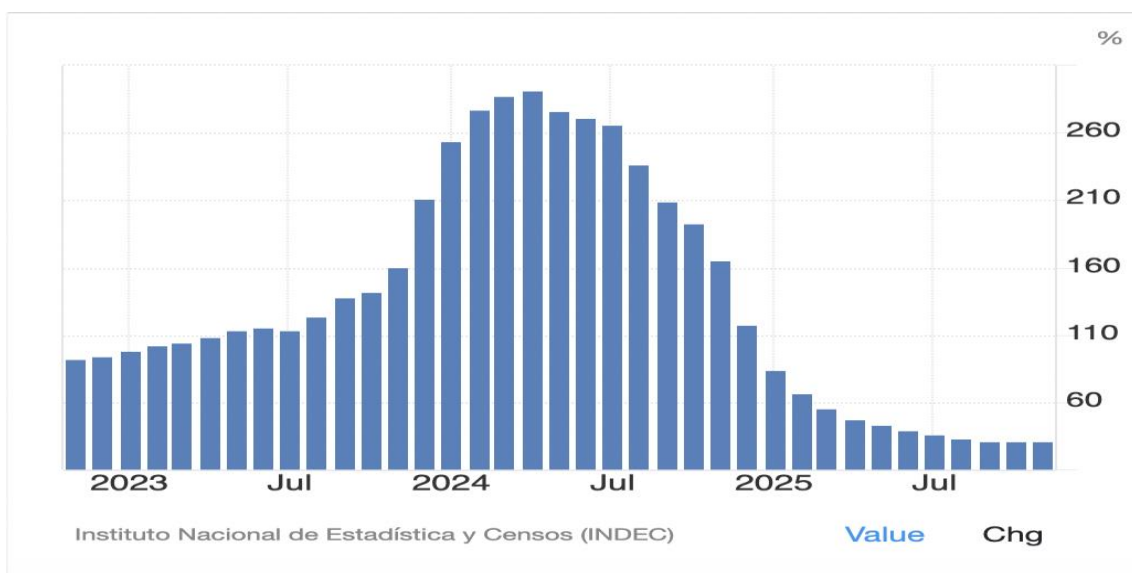


Figura 6 - Inflazione interannuale in Argentina, 2023-2025, INDEC

Il grafico mostra l'evoluzione dell'inflazione interannuale in Argentina nel periodo 2023-2025 sulla base dei dati ufficiali dell'INDEC. La dinamica evidenzia una fase iniziale di accelerazione inflazionistica culminata tra la fine del 2023 e la prima metà del 2024, quando l'inflazione raggiunge valori estremamente elevati, coerenti con una situazione di perdita di credibilità del peso e aspettative fortemente disancorate.

A partire dalla metà del 2024 si osserva invece un'inversione di tendenza netta: l'inflazione interannuale inizia a diminuire progressivamente, fino a rientrare su livelli sensibilmente più contenuti nel corso del 2025. Questo andamento è coerente con un processo di disinflazione che può essere interpretato come risultato combinato di aggiustamento fiscale,

restrizione monetaria e maggiore ancoraggio delle aspettative, elementi che caratterizzano l'impostazione iniziale del programma di stabilizzazione del governo Milei. In termini interpretativi, il grafico rafforza l'idea che il cambiamento di regime e la riduzione della monetizzazione del deficit abbiano avuto un impatto significativo sulla dinamica dei prezzi.

Tuttavia, questi risultati sono stati accompagnati da costi sociali elevati nel breve periodo. La strategia di stabilizzazione di tipo shock, fondata su un aggiustamento rapido della spesa pubblica e su una contrazione monetaria significativa, ha determinato una riduzione della domanda interna e una compressione dei redditi reali, incidendo in misura maggiore sui soggetti a reddito fisso e sulle fasce più vulnerabili. Di conseguenza, mentre gli indicatori di stabilità macroeconomica risultano complessivamente migliorati, l'impatto distributivo dell'aggiustamento appare più critico e costituisce uno degli elementi centrali per valutare questa fase.

Capitolo III

Evidenza empirica sulla dinamica macroeconomica Argentina

Il presente capitolo sviluppa l'analisi empirica della politica monetaria argentina nel periodo 2015-2025, con l'obiettivo di fornire un riscontro quantitativo alle dinamiche e ai meccanismi analizzati nei periodi precedenti. In particolare, l'analisi mira a documentare l'evoluzione delle principali variabili macroeconomiche rilevanti per la stabilità nominale e valutaria, e a confrontarne l'andamento nei diversi assetti di politica monetaria adottati nel periodo considerato.

In coerenza con il quadro concettuale delineato nel Capitolo I e con l'analisi istituzionale sviluppata nel Capitolo II, l'attenzione empirica si concentra su tre dimensioni centrali. In primo luogo, viene analizzata la dinamica dell'inflazione, con riferimento alla sua persistenza, volatilità e alle fasi di accelerazione e disinflazione. In secondo luogo, viene esaminato il ruolo del tasso di cambio, distinguendo tra cambio ufficiale e tassi di cambio alternativi, al fine di cogliere le distorsioni del mercato valutario e il possibile ruolo delle aspettative di svalutazione. Inoltre, l'analisi considera i vincoli operativi della politica monetaria, rappresentati dall'evoluzione delle riserve internazionali, degli aggregati monetari e delle condizioni di liquidità, che riflettono la capacità effettiva dell'autorità monetaria di perseguire gli obiettivi di stabilizzazione.

L'analisi empirica è organizzata secondo una prospettiva comparativa per regimi, distinguendo i sottoperiodi associati ai governi Macri (2015-2019), Fernández (2019-2023) e Milei (2023-2025). Tale articolazione consente di evidenziare eventuali discontinuità e differenze sistematiche nella dinamica delle variabili macroeconomiche in corrispondenza di cambiamenti rilevanti nell'impostazione della politica monetaria e valutaria.

Dal punto di vista metodologico, il capitolo adotta un approccio graduale. In una prima fase, vengono presentate analisi delle serie temporali, attraverso grafici e statistiche riassuntive, con l'obiettivo di individuare tendenze, fasi di instabilità e punti di svolta. In una seconda fase, vengono esaminate le relazioni tra inflazione, tasso di cambio e variabili monetarie mediante strumenti quantitativi di base.

L'interpretazione economica dei risultati e la loro lettura alla luce dei concetti di vincolo esterno, aspettative e dominanza fiscale saranno sviluppate nel Capitolo IV.

3.1 Dati utilizzati

L'analisi empirica si basa su un database con frequenza mensile, poiché consente di cogliere le dinamiche di breve periodo che caratterizzano l'economia argentina, in particolare i periodi di instabilità valutaria e di accelerazione inflazionistica.

Le variabili considerate riflettono i principali canali di trasmissione e i vincoli operativi della politica monetaria argentina. In particolare, l'analisi utilizza i dati sull'inflazione, sul tasso di cambio ufficiale, sui tassi di cambio alternativi, sulle riserve internazionali e sugli aggregati monetari.

Per analizzare le distorsioni del mercato dei cambi e il ruolo delle aspettative, viene costruita una misura del differenziale tra il tasso di cambio ufficiale e i tassi di cambio alternativi, la già citata Brecha cambiaria, calcolata come deviazione percentuale del cambio di mercato rispetto al cambio ufficiale.

3.2 Analisi e confronto tra regimi di politica monetaria

L'analisi delle principali variabili macroeconomiche consente di valutare in che misura le diverse impostazioni di politica monetaria adottate nel periodo 2015-2025 siano associate a risultati differenti in termini di inflazione, stabilità del tasso di cambio e condizioni monetarie. L'analisi è strutturata in modo da evidenziare le discontinuità tra i diversi regimi

e da fornire una base empirica per la valutazione delle politiche adottate. L'esame si concentra sull'andamento dell'inflazione, del tasso di cambio e delle variabili monetarie e finanziarie che rappresentano i principali canali di trasmissione e i vincoli operativi della politica monetaria Argentina.

3.2.1 Dinamica dell'inflazione

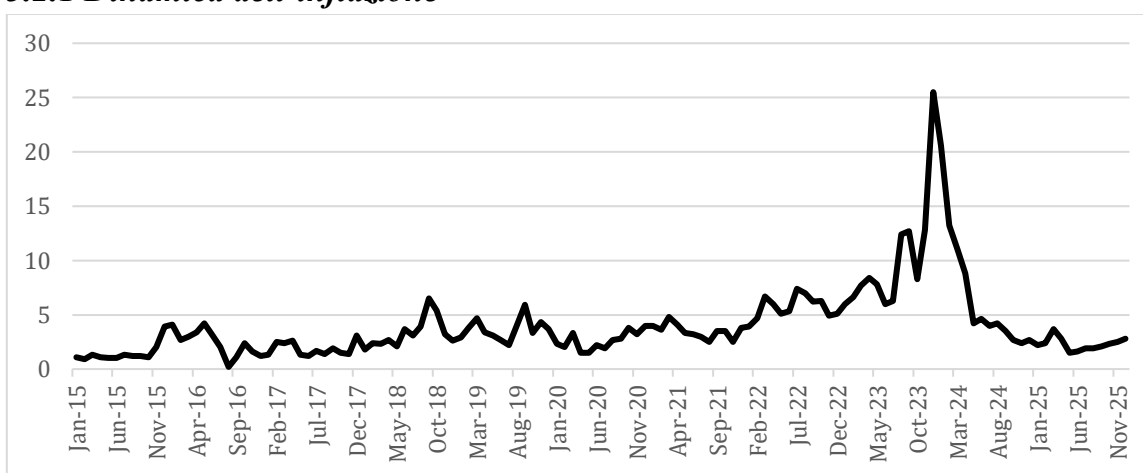


Figura 7 - Inflazione mensile (%); 2015-2025⁴⁸

La Figura 7 riporta l'andamento dell'inflazione mensile in Argentina nel periodo 2015-2025. L'evidenza empirica mostra una dinamica caratterizzata da livelli elevati e da una volatilità significativa lungo l'intero periodo di osservazione, suggerendo che il controllo dell'inflazione abbia rappresentato un obiettivo particolarmente complesso per la politica monetaria, indipendentemente dal regime adottato.

Nel periodo di governo di Mauricio Macri (2015-2019), associato all'introduzione del regime di *inflation targeting*, l'inflazione mensile presenta un valore medio pari al 2,83% con una deviazione standard di 1,29 (Tabella 1). Sebbene tali valori siano inferiori rispetto a quelli osservati nel periodo successivo, l'inflazione rimane relativamente alta e caratterizzata da una volatilità non trascurabile. In particolare, non si osserva una riduzione progressiva e duratura né del livello medio né della variabilità dell'inflazione, suggerendo

⁴⁸ Inflazione mensile, periodo gennaio 2015-dicembre 2025, BCRA

che il nuovo framework di politica monetaria non sia riuscito ad ancorare in modo credibile le aspettative inflazionistiche, elemento centrale per il funzionamento di un regime di *inflation targeting*.

Successivamente con il governo di Alberto Fernández (2019–2023), caratterizzato dai controlli valutari e da un crescente ricorso al finanziamento monetario del deficit, l'inflazione mensile media sale al 5,42% con una deviazione standard pari a 3,98 (Tabella 1). Il confronto con il periodo precedente evidenzia un peggioramento significativo sia del livello sia della stabilità dell'inflazione. In particolare, l'aumento della volatilità indica una marcata persistenza inflazionistica, coerente con un contesto di aspettative disancorate e di dominanza fiscale, in cui la politica monetaria opera con margini fortemente ridotti.

Infine, con Javier Milei (2023-2025), l'inflazione mensile media risulta pari al 5,4%, ma con una deviazione standard molto elevata, ovvero 6.09, riflettendo un processo di aggiustamento rapido e inizialmente instabile. Tuttavia, l'analisi disaggregata per anno mostra una dinamica fortemente asimmetrica: nel 2024 l'inflazione media è pari al 6,8% con una volatilità elevata, mentre nel 2025 si osserva una riduzione significativa sia dell'inflazione media (2,3%), sia della volatilità (0,6). Questo andamento segnala una possibile inversione di tendenza della dinamica inflazionistica, ottenuta attraverso la fase iniziale di forte aggiustamento.

| | Inflazione Mensile Media | Deviazione Standard |
|-------------|-------------------------------------|----------------------------|
| 2015 | 1,4 % | 0,828 |
| 2016 | 2,4 % | 1,237 |
| 2017 | 1,9 % | 0,635 |
| 2018 | 3,3 % | 1,400 |
| 2019 | 3,7 % | 0,990 |

| | | |
|-------------|-------|-------|
| 2020 | 2,6 % | 0,843 |
| 2021 | 3,5 % | 0,659 |
| 2022 | 5,7 % | 1,046 |
| 2023 | 10 % | 5,510 |
| 2024 | 6,8 % | 5,585 |
| 2025 | 2,3 % | 0,604 |

| | | |
|-----------|--------|-------|
| MACRI | 2,83 % | 1,285 |
| FERNANDEZ | 5,42 % | 3,977 |
| MILEI | 5,4 % | 6,09 |

Tabella 1 - Media e Deviazione Standard dell'inflazione mensile Argentina⁴⁹

Nel complesso, il confronto tra regimi riportato nella Tabella 1 mostra che le diverse impostazioni di politica monetaria adottate nel periodo 2015–2025 non si sono tradotte in esiti omogenei in termini di stabilità inflazionistica. Le stime separate per regime riportate nell'Appendice A.3 mostrano che l'intensità del pass-through del cambio varia significativamente tra i governi considerati, risultando più elevata nel periodo Fernández rispetto al periodo Macri, a conferma del diverso grado di instabilità nominale osservato nei dati descrittivi. In particolare, i dati indicano che né l'adozione di un regime di inflation targeting né il ricorso a controlli amministrativi e al finanziamento monetario del deficit sono stati associati a una riduzione congiunta e duratura del livello medio dell'inflazione e della sua volatilità. Al contrario, l'evidenza suggerisce che i risultati osservati siano fortemente influenzati da fattori di contesto, quali la presenza di shock valutari, la persistenza delle aspettative inflazionistiche e i vincoli strutturali dell'economia argentina.

⁴⁹ La tabella riporta la media aritmetica e la deviazione standard dell'inflazione mensile, calcolate su base annua e per sottoperiodi di governo utilizzando la serie storica mensile pubblicata dalla BCRA.

L'esperienza argentina nel periodo 2016–2018 evidenzia le difficoltà operative nell'implementazione di un regime di inflation targeting in presenza di fragilità fiscali (Artana, D., Auguste, S., & Burzaco, M. - 2020).⁵⁰ In questo senso, la dinamica dell'inflazione emerge come un indicatore particolarmente sensibile al regime macroeconomico complessivo, più che al solo framework formale di politica monetaria. Tale evidenza descrittiva trova conferma nell'analisi econometrica riportata nell'Appendice A (cfr. Tabella A.2 e Tabella A.4), dove il coefficiente autoregressivo dell'inflazione risulta elevato e statisticamente significativo in tutte le specificazioni considerate, confermando la presenza di una marcata inerzia inflazionistica. L'esperienza argentina è spesso citata come caso paradigmatico di inflazione ad alta persistenza e instabilità delle aspettative (Heymann & Leijonhufvud, 2018)⁵¹.

3.2.2 Tasso di cambio e brecha cambiaria

L'analisi del tasso di cambio e della *brecha cambiaria* rappresenta un passaggio centrale per valutare l'efficacia della politica monetaria in Argentina, in quanto il mercato dei cambi costituisce uno dei principali canali di trasmissione delle tensioni macroeconomiche. In un contesto caratterizzato da vincolo esterno stringente, limitata credibilità istituzionale e frequenti interventi amministrativi, la dinamica del tasso di cambio e la presenza di una segmentazione persistente tra mercato ufficiale e mercato parallelo forniscono indicazioni dirette sulle aspettative degli operatori economici.

⁵⁰ Artana, D., Auguste, S., & Burzaco, M. (2020)

⁵¹ Heymann, D., & Leijonhufvud, A. (2018)

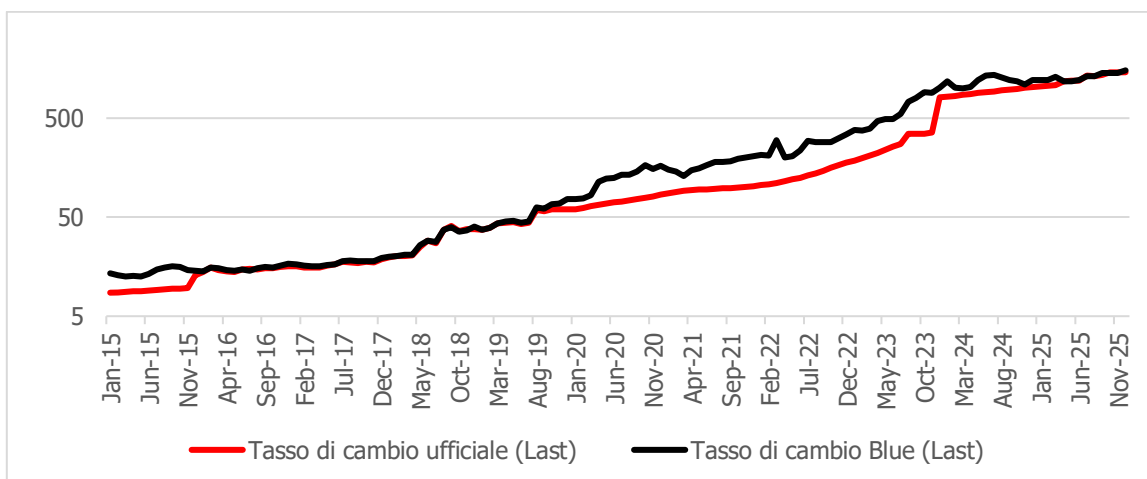


Figura 8 - tasso di cambio ufficiale e parallelo (Scala logaritmica)⁵²

La Figura 8 mostra l'andamento del tasso di cambio ufficiale e del tasso di cambio parallelo nel periodo 2015-2025, rappresentati in scala logaritmica al fine di rendere confrontabili le variazioni percentuali nel tempo. Il grafico evidenzia una tendenza comune di lungo periodo alla svalutazione del peso argentino, ma anche fasi di marcata divergenza tra i due tassi che riflettono differenze sostanziali nel funzionamento dei mercati valutari.

Nel periodo 2015-2019, associato al governo Macri, la distanza tra il tasso di cambio ufficiale e quello parallelo risulta relativamente contenuta per gran parte del periodo, coerentemente con una fase di maggiore liberalizzazione del mercato dei cambi. Tuttavia, a partire dal 2018, in concomitanza con la crisi valutaria, la divergenza tra i due tassi aumenta leggermente, segnalando una revisione delle aspettative di svalutazione.

Con il governo Fernández, l'introduzione di controlli sui capitali e una gestione fortemente amministrata dal mercato dei cambi si accompagnano a una divergenza marcata e persistente tra i due tassi. Come mostrato nella Figura 2, il cambio ufficiale segue un percorso di svalutazione graduale e relativamente regolare, mentre il cambio parallelo incorpora in misura molto più accentuata le aspettative di inflazione e di future correzioni

⁵² Il grafico riporta il tasso di cambio ufficiale e il tasso di cambio parallelo (Blue), espressi in pesos per dollaro e rappresentati in scala logaritmica. Dati con frequenza mensile, periodo gennaio 2015 – dicembre 2025. Fonte: elaborazioni su dati BCRA e mercato parallelo.

del cambio ufficiale. Tale dinamica determina una segmentazione strutturale del mercato valutario, che si riflette in un ampliamento significativo e volatile della *brecha cambiaria*.

A partire dal 2024, con il cambio di governo, si osserva una dinamica differente. La Figura 2 evidenzia una riduzione progressiva della distanza tra cambio ufficiale e parallelo, suggerendo un parziale riallineamento dei due mercati. Questo processo è coerente con l'evidenza riportata nella Figura 3, che mostra una contrazione significativa della *brecha cambiaria* e una riduzione della sua volatilità nel periodo più recente. Dal punto di vista empirico, il confronto tra i due periodi indica che l'elevata divergenza osservata nel governo Fernández non persiste con la stessa intensità sotto il governo Milei, segnalando un cambiamento rilevante nelle aspettative di svalutazione e nel grado di segmentazione del mercato dei cambi.

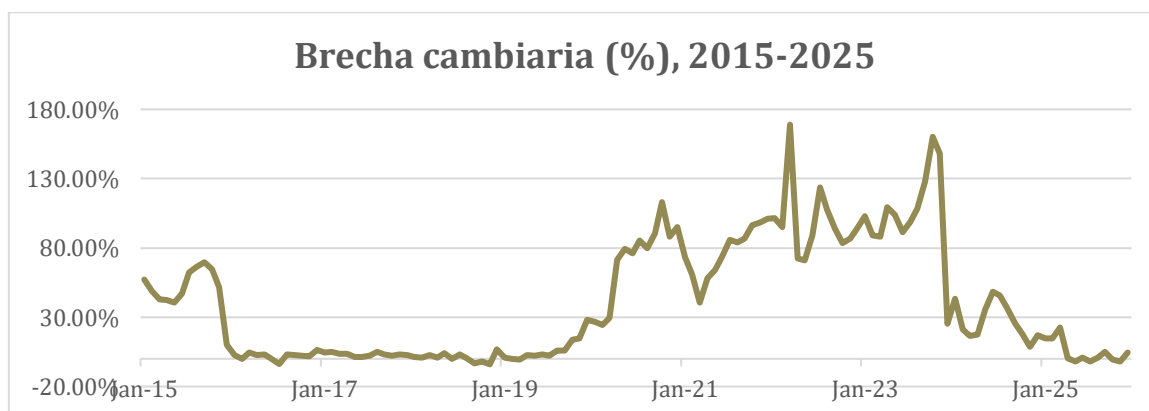


Figura 9 - Brecha cambiaria (%), 2015-2025⁵³

La Figura 9 sintetizza tale dinamica attraverso l'andamento della *brecha cambiaria*.

L'evidenza empirica mostra uno scarto tra i tassi di cambio contenuto nel periodo 2015-2017, seguito da un leggero aumento a partire dal 2018, meno sostenuto nel 2019. Tra il 2021 il 2023 la *brecha* raggiunge livelli particolarmente elevati e mostra un'elevata

⁵³ La brecha cambiaria è calcolata come differenza percentuale tra il tasso di cambio parallelo (Blue) e il tasso di cambio ufficiale. Dati con frequenza mensile, periodo gennaio 2015 – dicembre 2025. Fonte: elaborazioni su dati BCRA e mercato parallelo.

volatilità, con frequenti oscillazioni che riflettono l’instabilità delle aspettative e l’incertezza sulla sostenibilità del regime valutario.

A partire dal 2024 si osserva una riduzione marcata del divario tra mercato ufficiale e parallelo, accompagnata da una diminuzione della sua volatilità. Questo andamento segnala un cambiamento significativo nelle aspettative di svalutazione e suggerisce una parziale ricomposizione del mercato dei cambi, sebbene il processo sia inizialmente caratterizzato da elevata instabilità.

| | Deprezzamento medio del cambio ufficiale (mensile) | Brecha cambiaria Media | Deviazione Standard Brecha cambiaria |
|------------------|---|-------------------------------|---|
| MACRI | 3,131 % | 3,33 % | 5,07 |
| FERNANDEZ | 5,355 % | 86,79 % | 30,97 |
| MILEI | 2,444 % | 16,66 % | 15,79 |

Tabella 2 – Indicatori valutari per regime di politica monetaria⁵⁴

La Tabella 2 consente di quantificare in modo più preciso le differenze tra i regimi di politica monetaria. Nel primo governo analizzato, il deprezzamento medio mensile del cambio ufficiale è pari a circa 3,1%, mentre il gap valutario medio risulta contenuto (3,3%) e caratterizzato da una volatilità relativamente bassa. Questi valori indicano una segmentazione limitata del mercato valutario per gran parte del periodo, pur in presenza di episodi di tensione concentrati nella fase finale del mandato.

Nel periodo 2019-2023, il deprezzamento medio mensile del cambio ufficiale aumenta a circa 5,4%, riflettendo una dinamica di svalutazione più intensa. Tuttavia, l’aspetto più rilevante riguarda il rapporto tra i due tassi, che presenta un valore medio estremamente elevato (circa 86,8%) e una deviazione standard pari a circa 31 punti percentuali. Questi dati indicano non solo una forte segmentazione del mercato dei cambi, ma anche un’elevata

⁵⁴ La tabella riporta il deprezzamento medio mensile del tasso di cambio ufficiale e la media e deviazione standard della brecha cambiaria, calcolate su dati con frequenza mensile per ciascun sottoperiodo di governo. Il deprezzamento del cambio ufficiale è espresso come variazione percentuale media mensile. Periodo di riferimento: gennaio 2015 – dicembre 2025. Fonte: elaborazioni su dati BCRA e mercato parallelo

instabilità delle aspettative, coerente con un contesto di controlli valutari, monetizzazione del deficit e limitata credibilità della politica economica.

Con il governo Milei, il deprezzamento medio mensile del cambio ufficiale si riduce al 2,45%, la *brecha* media scende a circa 16,7%, con una deviazione standard pari a 15,79 punti percentuali.

Sebbene quest'ultima rimanga non trascurabile, questi valori indicano una riduzione significativa sia del livello sia dell'instabilità dello "spread valutario" rispetto al periodo precedente, suggerendo un cambiamento rilevante nelle condizioni del mercato valutario.

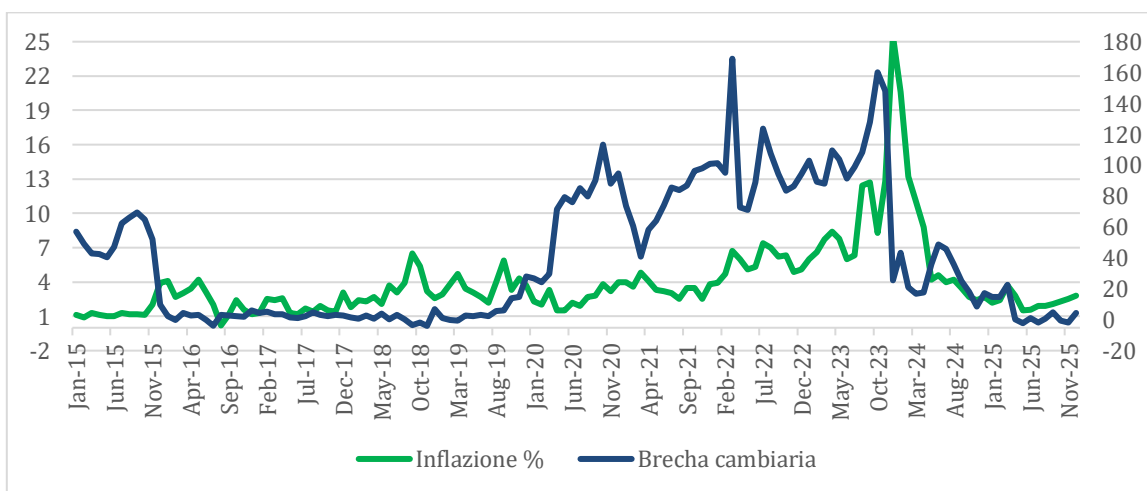


Figura 10 - Inflazione e brecha cambiaria (%), 2015-2025⁵⁵

Il legame tra mercato valutario e dinamica dei prezzi è ulteriormente evidenziato dalla Figura 4, che mostra l'andamento congiunto dell'inflazione e della brecha cambiaria. Il grafico mette in luce un marcato co-movimento tra le due variabili: fasi di ampliamento della *brecha* tendono a coincidere con accelerazioni inflazionistiche, mentre la riduzione è associata a un rallentamento dell'inflazione. Dal punto di vista empirico, questo risultato suggerisce il rapporto tra i tassi di cambio rappresenti una proxy rilevante delle aspettative

⁵⁵ Il grafico riporta l'andamento dell'inflazione mensile e della brecha cambiaria nel periodo gennaio 2015 – dicembre 2025. L'inflazione è espressa come variazione percentuale mensile dell'indice dei prezzi al consumo ed è riportata sull'asse sinistro; la brecha cambiaria è calcolata come differenza percentuale tra il tasso di cambio parallelo (Blue) e il tasso di cambio ufficiale ed è riportata sull'asse destro. Dati con frequenza mensile. Fonte: elaborazioni su dati BCRA e INDEC

di svalutazione e costituisca un canale chiave di trasmissione dell'instabilità nominale. Le regressioni dinamiche riportate nell'Appendice A confermano quantitativamente tale evidenza: il deprezzamento del cambio risulta significativamente associato all'inflazione nelle stime OLS sul campione aggregato, con un coefficiente pari a circa 0.14, mentre nel modello VAR l'effetto non appare statisticamente significativo a un mese, suggerendo che il pass-through operi prevalentemente in modo contemporaneo (cfr. Tabelle A.2 e A.4).

Nel complesso, l'evidenza empirica sul tasso di cambio e sul differenziale tra cambio ufficiale e parallelo indica che le diverse strategie di politica monetaria adottate nel periodo 2015-2025 hanno prodotto risultati molto differenti in termini di intensità e volatilità delle tensioni sul mercato valutario. In particolare, i dati mostrano che la gestione amministrata del cambio e i controlli valutari sono stati associati a una forte segmentazione e a un'elevata instabilità delle aspettative, mentre il periodo più recente evidenzia una riduzione significativa della *brecha* e della sua volatilità. Questi risultati rafforzano il ruolo centrale del mercato dei cambi nella dinamica inflazionistica argentina e forniscono una base empirica solida per l'analisi interpretativa sviluppata nel capitolo successivo.

3.2.3 Riserve internazionali e vincolo esterno

L'analisi delle riserve internazionali consente di valutare in modo diretto il grado di stringenza del vincolo esterno e i limiti operativi della politica monetaria in Argentina nel periodo 2015-2025. In un'economia strutturalmente dipendente dalla disponibilità di valuta estera, il livello e la dinamica delle riserve della Banca Centrale rappresentano una condizione necessaria per la stabilizzazione del mercato dei cambi e per l'ancoraggio delle aspettative.



Figura 11 - Riserve internazionali della BCRA (Milioni di USD), 2015-2025⁵⁶

La Figura 11 mostra l'evoluzione delle riserve internazionali nel periodo considerato. L'andamento evidenzia una dinamica non lineare, delineata da fasi di accumulo seguite da periodi di rapido deterioramento. Nel periodo 2015-2019, le riserve mostrano inizialmente una fase di ricostruzione, passando da valori prossimi ai 30 miliardi di dollari a un picco superiore ai 65 miliardi nel 2018-2019. Tuttavia, tale accumulo risulta transitorio: a partire dalla crisi valutaria del 2018 si osserva una rapida inversione di tendenza, con una contrazione significativa delle riserve che segnala la difficoltà di sostenere il regime valutario in presenza di forti pressioni sul conto finanziario.

Per quanto riguarda il governo Fernández, le riserve internazionali rimangono su livelli strutturalmente più bassi e mostrano una tendenza complessivamente negativa. Nonostante l'introduzione di controlli sui capitali e una gestione più amministrata del mercato dei capitali, le riserve non evidenziano un recupero durature, ma risultano soggette a un progressivo drenaggio. Questo andamento suggerisce che le misure adottate abbiano consentito, al più, una gestione difensiva del vincolo esterno, senza però eliminare le cause strutturali.

⁵⁶ Il grafico riporta l'andamento delle riserve internazionali della Banca Centrale della Repubblica Argentina (BCRA), espresse in milioni di dollari statunitensi. Dati con frequenza mensile, periodo gennaio 2015 – novembre 2025. Fonte: elaborazioni su dati BCRA.

Recentemente, con Milei, a partire dal 2024, si osservano segnali di stabilizzazione e di parziale recupero delle riserve, sebbene su livelli inferiori rispetto alla fase di accumulo del periodo precedente. Tale dinamica indica un allentamento relativo alle tensioni esterne, pur in presenza di un vincolo che rimane significativo.

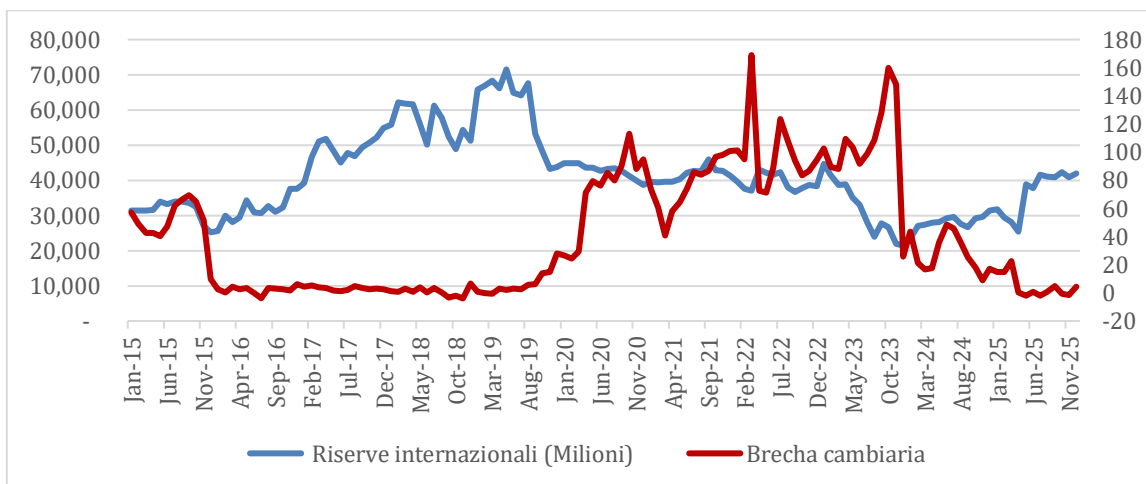


Figura 12 - Riserve internazionali e brecha cambiaria (%), 2015-2025⁵⁷

Il legame tra vincolo esterno e instabilità valutaria emerge con maggiore chiarezza dalla Figura 6, che mette in relazione l'andamento delle riserve internazionali e della *brecha* cambiaria. Il grafico evidenzia una relazione inversa tra le due variabili: le fasi di riduzione delle riserve tendono a coincidere con un ampliamento della *brecha*, mentre i periodi di stabilizzazione o recupero delle riserve sono associati a una contrazione della segmentazione del mercato valutario. In particolare, nel periodo 2020-2023, il marcato deterioramento delle riserve si accompagna a livelli elevati e fortemente volatili della *brecha*, segnalando aspettative di svalutazione persistenti e una ridotta credibilità del cambio ufficiale.

⁵⁷ Il grafico riporta l'andamento delle riserve internazionali della Banca Centrale della Repubblica Argentina (BCRA), espresse in milioni di dollari statunitensi, e della brecha cambiaria, calcolata come differenza percentuale tra il tasso di cambio parallelo (Blue) e il tasso di cambio ufficiale. Dati con frequenza mensile, periodo gennaio 2015 – dicembre 2025. Fonte: elaborazioni su dati BCRA

| | Livello medio delle riserve internazionali | Variazione media mensile delle riserve | Deviazione Standard delle riserve |
|------------------|---|---|--|
| MACRI | 48.699 | 343 | 4.741,51 |
| FERNANDEZ | 38.968 | -446 | 5.945,57 |
| MILEI | 31.931 | 800 | 3.069,70 |

*Tabella 3 – Indicatori del vincolo esterno per regime di politica monetaria*⁵⁸

La Tabella 3 consente di sintetizzare le differenze tra i regimi di politica monetaria in termini di vincolo esterno. Nel periodo Macri, il livello medio delle riserve risulta pari a circa 48,7 miliardi di dollari, accompagnato da una variazione media mensile positiva (+343 milioni) e da una deviazione standard di 4,7 miliardi, indicando una fase di accumulo iniziale ma caratterizzata da elevata instabilità.

Successivamente, il livello medio delle riserve scende a circa 39 miliardi con una media mensile negativa di -446 milioni e una deviazione standard ancora più elevata, segnalando un vincolo esterno particolarmente stringente e instabile. Nel periodo più recente, associato al governo Milei, il livello medio delle riserve risulta ulteriormente inferiore, condizionato dalle variazioni negative del governo Fernández, ma con una variazione media che torna positiva, pari a 800 milioni e la deviazione standard quasi dimezzata. Questi dati suggeriscono una dinamica di ricostruzione accompagnata da una minore volatilità relativa.

Nel complesso, l'evidenza empirica indica che la politica monetaria in Argentina ha operato in modo persistente sotto un vincolo esterno stringente, che ne ha limitato l'efficacia indipendentemente dal regime adottato. Le fasi di maggiore instabilità valutaria e di ampliamento della *brecha* risultano associate a un deterioramento delle riserve, mentre la riduzione delle tensioni sul mercato dei cambi coincide con una stabilizzazione del vincolo esterno. Questi risultati confermano il ruolo centrale delle riserve internazionali come condizione necessaria per la stabilizzazione macroeconomica e forniscono una base empirica solida per l'interpretazione delle politiche monetarie sviluppata nel capitolo

⁵⁸ La tabella riporta il livello medio delle riserve internazionali, la variazione media mensile e la deviazione standard delle riserve, calcolate su dati con frequenza mensile per ciascun sottoperiodo di governo. Le riserve sono espresse in milioni di dollari statunitensi. Periodo di riferimento: gennaio 2015 – dicembre 2025. Fonte: elaborazioni su dati BCRA.

successivo. Tale interpretazione trova riscontro formale nell'analisi econometrica dell'Appendice A: le riserve internazionali risultano l'unica variabile con contenuto predittivo statisticamente significativo nei test di causalità di Granger ($p = 0.003$) e mostrano un effetto stabilizzante sull'inflazione nel modello VAR, con una risposta negativa e significativa nei primi periodi successivi allo shock (cfr. Tabella A.5 e Figura A.3).

3.2.4 Base monetaria e instabilità nominale

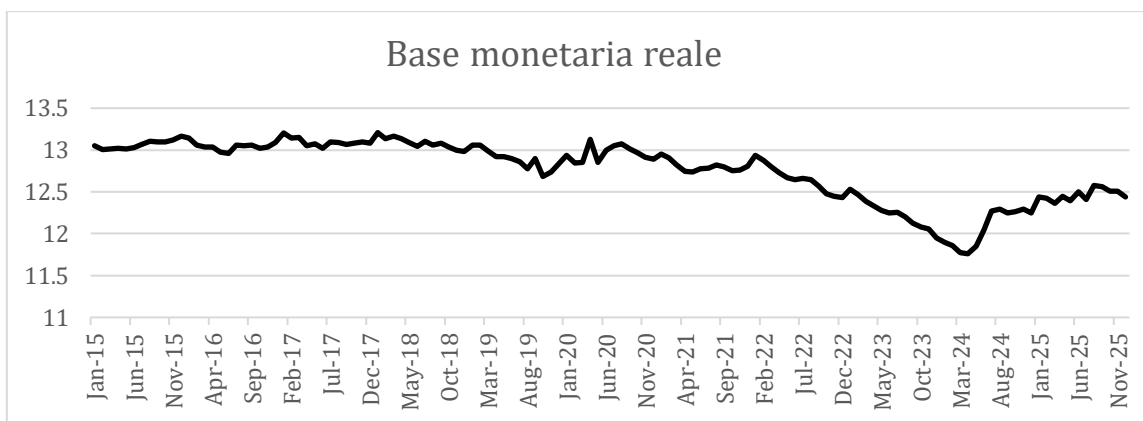


Figura 13 - Base monetaria reale (Scala log), 2015-2025⁵⁹

La Figura 13 mostra l'andamento della base monetaria reale, ottenuta deflazionando la base monetaria nominale mediante un indice dei prezzi al consumo ricostruito e rappresentata in scala logaritmica, al fine di evidenziare variazioni percentuali e cambiamenti di regime. La dinamica osservata consente di distinguere chiaramente i tre governi.

Nel primo caso, la base monetaria reale presenta un andamento relativamente stabile, con oscillazioni contenute intorno a un livello costante. Questa fase è coerente con un contesto di inflazione moderata e con un quadro monetario ancora relativamente ancorato, in cui l'espansione nominale della base monetaria non si traduce in variazioni significative in termini reali.

⁵⁹ La base monetaria reale è ottenuta deflazionando la base monetaria nominale mediante un indice dei prezzi al consumo ricostruito per concatenazione dei tassi di inflazione mensili, ponendo un valore base pari a 100 nel periodo iniziale. La rappresentazione logaritmica consente di evidenziare variazioni percentuali e cambiamenti di regime, mentre i livelli non sono interpretabili in termini assoluti.

A partire dal 2019 si osserva invece una progressiva contrazione della base monetaria reale, che si accentua nel periodo 2020-2023. Nonostante una crescita nominale della base monetaria, l'accelerazione dell'inflazione determina una riduzione persistente della quantità di moneta in termini reali. Questo andamento segnala una perdita di efficacia della politica monetaria come strumento di stabilizzazione e riflette l'interazione tra finanziamento monetario del disavanzo, tensioni sul mercato dei cambi e deterioramento del vincolo esterno. Coerentemente, l'analisi econometrica riportata nell'Appendice A non evidenzia un impatto dinamico statisticamente significativo della base monetaria sull'inflazione nel breve periodo, né nelle regressioni OLS né nei test di causalità di Granger, suggerendo che il canale monetario diretto risulti subordinato ad altri meccanismi di trasmissione (cfr. Tabelle A.2 e A.5; Figura A.2).

Il punto minimo della base monetaria reale si colloca nel corso del 2024, indicando una rottura di regime rispetto al periodo precedente. Nel periodo successivo si osserva un parziale recupero, suggerendo una fase di aggiustamento in cui la restrizione monetaria contribuisce a ridurre le pressioni inflazionistiche, pur in presenza di un'elevata incertezza macroeconomica. Nel complesso, l'evidenza empirica suggerisce che la base monetaria in Argentina non abbia operato come strumento autonomo di controllo dell'inflazione, ma come variabile endogena, fortemente condizionata dalle tensioni sul mercato dei cambi, dal vincolo esterno e dall'interazione con la politica fiscale. La perdita di ancoraggio nominale osservata nei periodi di crisi contribuisce a spiegare l'inefficacia delle diverse strategie di politica monetaria analizzate e prepara il terreno per l'interpretazione complessiva dei risultati nel capitolo successivo.

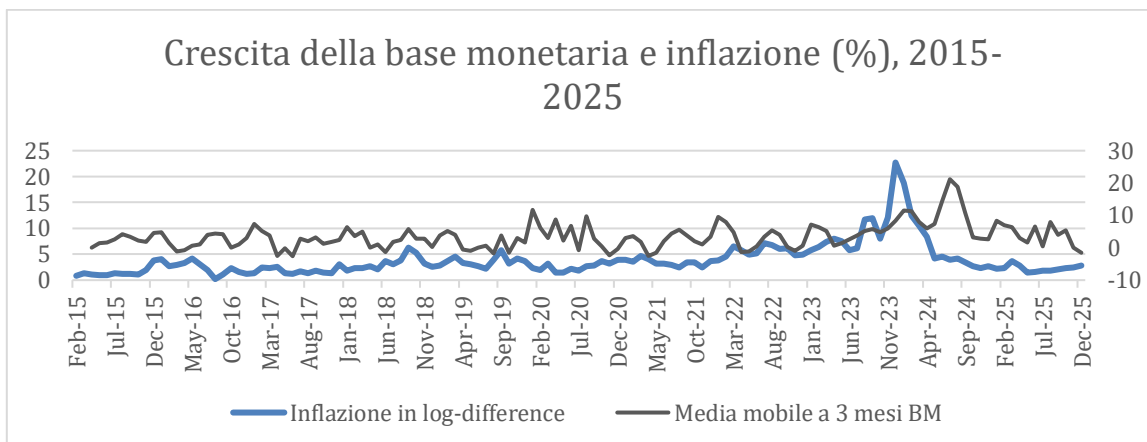


Figura 14 - Crescita della base monetaria e inflazione (%), 2015-2025⁶⁰

La relazione tra dinamica monetaria e inflazione è ulteriormente illustrata nella Figura 8, che confronta la crescita percentuale mensile della base monetaria nominale con l'inflazione mensile, entrambe calcolate in termini logaritmici. Il grafico evidenzia un comovimento tra le due serie nei periodi di crisi, in particolare durante le fasi di forte instabilità macroeconomica.

Nel periodo 2018-2019 e, successivamente, nel triennio 2020-2023, gli episodi di accelerazione della crescita monetaria risultano associati a picchi inflazionistici, segnalando una perdita di ancoraggio nominale. In tali fasi, la politica monetaria appare prevalentemente reattiva, rispondendo ex post alle tensioni sui prezzi e sul mercato dei cambi, piuttosto che operare in modo preventivo.

Nel periodo più recente, a partire dal 2024, la riduzione della crescita monetaria si accompagna ad un rallentamento dell'inflazione, suggerendo un temporaneo ripristino dell'ancoraggio nominale. Tuttavia, l'elevata volatilità osservata indica che tale processo avviene in un contesto di transizione, più che di piena stabilizzazione

⁶⁰ Il grafico mette a confronto l'inflazione mensile e la crescita della base monetaria nel periodo gennaio 2015 – dicembre 2025. L'inflazione è calcolata come differenza logaritmica dell'indice dei prezzi al consumo; la crescita della base monetaria è misurata come variazione percentuale mensile ed è riportata come media mobile a 3 mesi. Dati con frequenza mensile. Fonte: elaborazioni su dati BCRA e INDEC.

| | Crescita media BM (%) | Dev. Std. BM |
|------------------|------------------------------|---------------------|
| MACRI | 2,212 | 6,310 |
| FERNANDEZ | 3,613 | 7,964 |
| MILEI | 6,635 | 9,094 |

Tabella 4 – Indicatori monetari per regime di politica monetaria⁶¹

La sintesi quantitativa riportata nella Tabella 4 rafforza l'interpretazione grafica. Nel primo governo analizzato la crescita media mensile della base monetaria risulta relativamente contenuta, accompagnata da una volatilità più bassa rispetto ai periodi successivi. Nel periodo del governo Fernández aumentano entrambi i valori, indicando una maggiore instabilità della politica monetaria. Il periodo più recente mostra una crescita media nominale più elevata, associata a un'ulteriore crescita della volatilità, coerente con una fase di aggiustamento e di riorientamento del regime monetario.

3.3 Sintesi delle evidenze empiriche

L'analisi empirica condotta nel presente capitolo ha fornito un quadro articolato dell'evoluzione macroeconomica argentina nel periodo 2015–2025, mettendo in evidenza alcune regolarità ricorrenti e discontinuità rilevanti nelle principali variabili nominali e reali. L'esame congiunto di inflazione, tasso di cambio, brecha cambiaria, riserve internazionali e base monetaria consente di delineare alcune evidenze empiriche robuste, che risultano comuni, seppur con diversa intensità, ai differenti regimi di politica monetaria analizzati.

In primo luogo, l'inflazione emerge come una variabile caratterizzata da livelli elevati e da una volatilità persistente lungo l'intero periodo di osservazione. Nonostante le differenze

⁶¹ La tabella riporta la crescita media mensile della base monetaria e la relativa deviazione standard, calcolate su dati con frequenza mensile per ciascun sottoperiodo di governo. La crescita della base monetaria è espressa come variazione percentuale mensile. Periodo di riferimento: gennaio 2015 – novembre 2025. Fonte: elaborazioni su dati BCRA.

nei contesti istituzionali e negli strumenti adottati, non si osserva una traiettoria di disinflazione stabile e duratura. Al contrario, la dinamica dei prezzi risulta segnata da fasi di accelerazione e da una significativa instabilità, suggerendo una difficoltà strutturale nel controllo nominale dell'economia.

In secondo luogo, l'analisi del mercato dei cambi evidenzia una tendenza alla svalutazione del peso comune a tutto il periodo considerato, accompagnata da episodi ricorrenti di divergenza tra il tasso di cambio ufficiale e quello parallelo. La *brecha cambiaria* si configura come un indicatore particolarmente informativo delle tensioni macroeconomiche, mostrando fasi di forte ampliamento e volatilità che coincidono con i periodi di maggiore instabilità nominale. L'evidenza empirica mette in luce una stretta co-movimentazione tra *brecha* e inflazione, indicando che le tensioni sul mercato valutario si riflettono rapidamente sulla dinamica dei prezzi.

Un ulteriore elemento centrale riguarda il ruolo delle riserve internazionali. L'andamento delle riserve mostra una dinamica irregolare, con fasi di accumulo seguite da periodi di marcato deterioramento e da livelli medi progressivamente più bassi nel tempo. Il confronto tra riserve e *brecha cambiaria* evidenzia una relazione inversa significativa: le fasi di riduzione delle riserve sono generalmente associate a un ampliamento del differenziale valutario, mentre i periodi di maggiore stabilità delle riserve tendono a coincidere con un gap valutario più contenuto. Questa evidenza suggerisce che la disponibilità di valuta estera rappresenti un vincolo rilevante per la stabilità del sistema macroeconomico.

Dal lato monetario, l'analisi della base monetaria reale mostra una tendenza complessivamente decrescente, indicando una progressiva erosione del potere d'acquisto della moneta nazionale. Parallelamente, il confronto tra la crescita della base monetaria e l'inflazione evidenzia l'assenza di una relazione stabile e immediata tra le due variabili nel breve periodo. In diversi intervalli temporali, variazioni significative della base monetaria non si traducono in movimenti proporzionali dell'inflazione, suggerendo che la dinamica dei prezzi sia influenzata da un insieme più ampio di fattori macroeconomici.

Nel complesso, le evidenze empiriche raccolte nel Capitolo 3 delineano un contesto caratterizzato da instabilità nominale persistente, forte sensibilità alle tensioni sul mercato dei cambi e rilevanza del vincolo esterno. Le differenze tra i diversi regimi di politica monetaria emergono principalmente in termini di intensità e configurazione di tali dinamiche, piuttosto che come rotture nette nei meccanismi sottostanti. Questi risultati forniscono una base empirica solida per l'analisi interpretativa sviluppata nel capitolo successivo, volta a comprendere le ragioni strutturali e istituzionali che hanno limitato l'efficacia delle diverse strategie di politica monetaria adottate nel periodo considerato.

Capitolo IV

Discussione dei risultati empirici

L'analisi empirica sviluppata nel Capitolo III ha documentato l'evoluzione dell'inflazione, del tasso di cambio, delle riserve internazionali e degli aggregati monetari nel periodo analizzato, evidenziando differenze significative tra i regimi di politica monetaria succedutisi nell'arco temporale considerato. I risultati mostrano un contesto caratterizzato da elevata instabilità nominale, tensioni ricorrenti sul mercato dei cambi e vincoli esterni persistenti, con configurazioni differenti a seconda della fase analizzata.

Alla luce di tali evidenze, il presente capitolo si propone di valutare in modo sistematico l'efficacia della politica monetaria nei tre regimi considerati. L'obiettivo non è descrivere nuovamente le misure adottate, né riassumere i risultati empirici già presentati, ma analizzare la coerenza tra obiettivi dichiarati, strumenti utilizzati e risultati osservati nei dati.

La valutazione viene condotta confrontando, per ciascun periodo, l'impostazione formale della politica monetaria con l'andamento effettivo delle variabili chiave della stabilità macroeconomica: inflazione, volatilità dei prezzi, segmentazione del mercato dei cambi, dinamica delle riserve internazionali e condizioni monetarie. In questo modo, l'efficacia non viene dedotta dalle intenzioni di policy, ma inferita dai risultati osservabili.

L'analisi si sviluppa secondo una prospettiva comparativa tra regimi, al fine di individuare se e in che misura i diversi assetti istituzionali abbiano contribuito a mitigare o ad amplificare le fragilità strutturali dell'economia argentina.

4.1 Metodo di valutazione

Le politiche monetarie adottate nei tre regimi analizzati nel Capitolo II presentano obiettivi espliciti e differenziati. Nel periodo 2015–2019 l'obiettivo dichiarato era la riduzione

progressiva dell'inflazione attraverso un regime di inflation targeting; nel periodo 2019–2023 la politica monetaria ha operato in un contesto di controllo dei cambi e finanziamento monetario del disavanzo, con l'obiettivo prioritario di contenere le tensioni valutarie e sostenere l'economia; nel periodo 2023–2025 l'impostazione è stata orientata alla stabilizzazione rapida dell'inflazione attraverso disciplina fiscale e restrizione monetaria.

La valutazione dell'efficacia non viene condotta sulla base delle intenzioni dichiarate, ma attraverso il confronto tra tali obiettivi e i risultati osservati nei dati empirici presentati nel Capitolo III. In particolare, per ciascun regime si analizza se:

- l'andamento dell'inflazione sia coerente con l'obiettivo perseguito;
- la dinamica del tasso di cambio e della brecha cambiaria indichi stabilizzazione o aumento delle tensioni;
- l'evoluzione delle riserve internazionali e delle variabili monetarie sia compatibile con un rafforzamento o un indebolimento della stabilità nominale.

In questo modo, l'efficacia della politica monetaria viene inferita dai risultati effettivamente osservati nel periodo considerato. L'analisi che segue esamina quindi, regime per regime, la coerenza tra obiettivi dichiarati, strumenti adottati e dinamica delle principali variabili macroeconomiche, al fine di stabilire se le strategie implementate abbiano prodotto gli esiti attesi o se, al contrario, siano state limitate da vincoli strutturali o da incoerenze interne.

4.2 Inflation targeting e limiti strutturali

Nel periodo 2015–2019 il governo guidato da Mauricio Macri introduce formalmente un regime di *inflation targeting*, con l'obiettivo esplicito di ridurre progressivamente l'inflazione e costruire un ancoraggio credibile delle aspettative attraverso l'utilizzo del tasso di interesse come principale strumento di politica monetaria. La logica del regime è chiara: se la banca centrale comunica obiettivi numerici credibili e mantiene una politica coerente, gli operatori economici incorporano aspettative di inflazione più basse nella

determinazione di prezzi e salari (Bernanke, 1999)⁶² ; ciò consente una riduzione graduale ma stabile della dinamica inflazionistica.

Per valutare se tale strategia abbia funzionato, occorre confrontare questo obiettivo con l'andamento effettivo delle variabili osservate nel Capitolo III.

Dal punto di vista dell'inflazione, i dati mostrano che nel periodo 2015–2019 l'inflazione mensile media è pari al 2,83%, con una deviazione standard di 1,285. A prima vista, il livello medio risulta inferiore a quello dei regimi successivi; tuttavia, ciò non è sufficiente per concludere che il regime abbia raggiunto il proprio obiettivo. L'inflation targeting non mira semplicemente a mantenere l'inflazione “più bassa” rispetto ad altri periodi, ma a costruire una traiettoria di riduzione progressiva e stabile. L'analisi disaggregata mostra invece che nel 2018 e nel 2019 l'inflazione media mensile aumenta rispettivamente al 3,3% e al 3,7%. Questo andamento indica che la disinflazione non è stata consolidata: al contrario, nella fase finale del periodo si osserva un deterioramento della dinamica dei prezzi.

La deviazione standard dell'inflazione, pur inferiore rispetto ai periodi successivi, non evidenzia una tendenza decrescente nel tempo. In un regime di inflation targeting pienamente efficace, ci si aspetterebbe una progressiva riduzione sia del livello sia della volatilità dei prezzi, segnale di aspettative sempre più ancorate. L'assenza di tale dinamica suggerisce che il canale delle aspettative non abbia funzionato in modo robusto.

Il punto decisivo emerge però dall'analisi del mercato dei cambi e del vincolo esterno. Nel periodo considerato, la brecha cambiaria media risulta contenuta (3,33%), con una volatilità relativamente bassa (deviazione standard 5,07). Questo dato è coerente con una fase iniziale di unificazione del mercato valutario e riduzione della segmentazione. Tuttavia, a partire dal 2018 si verifica un episodio di forte tensione: il peso si deprezza rapidamente e la divergenza tra cambio ufficiale e parallelo aumenta. I dati mostrano che l'accelerazione dell'inflazione coincide temporalmente con questo shock valutario.

⁶² Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (1999). *Inflation targeting: Lessons from the international experience*. Princeton University Press

In un'economia come quella argentina, caratterizzata da elevato *exchange rate pass-through* (Calvo & Reinhart, 2002)⁶³, il tasso di cambio rappresenta un canale di trasmissione centrale dell'inflazione. Quando il peso si deprezza, i prezzi interni reagiscono rapidamente sia per effetto diretto (beni importati) sia per effetto indiretto (aspettative di ulteriori svalutazioni). Ciò implica che, anche in presenza di una politica monetaria restrittiva, uno shock esterno che colpisce il cambio può compromettere il processo di disinflazione.

L'analisi delle riserve internazionali rafforza questa interpretazione. Nel periodo 2015–2019 il livello medio delle riserve è pari a 48,699 miliardi di dollari, con una variazione media mensile positiva di 343 milioni. Tuttavia, la deviazione standard è elevata (4,741 miliardi), indicando una forte instabilità. Questo profilo è coerente con un modello di stabilizzazione fortemente dipendente dai flussi di capitale estero. Finché tali flussi risultano favorevoli, le riserve aumentano e la pressione sul cambio rimane contenuta; quando le condizioni finanziarie si deteriorano, la riduzione delle riserve si accompagna a un aumento delle tensioni valutarie.

Il punto chiave è che il regime di *inflation targeting* presuppone un contesto in cui la banca centrale possa controllare in modo relativamente autonomo le condizioni monetarie interne. I dati mostrano invece che nel periodo del regime Macri la stabilità nominale è risultata fortemente condizionata dalla dinamica del conto finanziario e dalle condizioni esterne. Quando il vincolo esterno si è intensificato nel 2018, la politica monetaria non è riuscita a impedire l'ampliamento delle tensioni valutarie né l'accelerazione dell'inflazione.

In conclusione, il confronto tra obiettivo dichiarato e risultati osservati porta a una valutazione chiara: il regime 2015–2019 non ha prodotto una disinflazione stabile e autosostenuta. L'inflazione non segue una traiettoria decrescente consolidata, la volatilità non si riduce in modo strutturale e la stabilità dipende in larga misura dalla tenuta del fronte esterno. L'evidenza empirica suggerisce quindi che l'efficacia della politica monetaria sia stata limitata dal vincolo esterno: in presenza di elevata vulnerabilità finanziaria e forte

⁶³ Calvo, G., & Reinhart, C. (2002). *Fear of floating*. Quarterly Journal of Economics.

trasmissione del cambio ai prezzi, l'inflation targeting non è riuscito a garantire un ancoraggio nominale robusto.

4.3 Regime di controlli valutarie e coordinamento monetario-fiscale

Nel secondo governo analizzato, la politica monetaria opera in un contesto profondamente diverso rispetto al regime precedente. L'obiettivo non è più la disinflazione graduale attraverso un framework di *inflation targeting*, ma la gestione di una situazione caratterizzata da vincolo esterno stringente, limitato accesso ai mercati internazionali e necessità di sostenere l'attività economica, soprattutto durante la fase pandemica.

La banca centrale assume un ruolo centrale nel finanziamento del settore pubblico e nella gestione delle tensioni valutarie attraverso controllo sui capitali e restrizioni sul mercato dei cambi. La valutazione dell'efficacia deve quindi chiedersi se questo assetto è riuscito a stabilizzare l'inflazione e il mercato valutario. Chiaramente, i dati del terzo capitolo indicano un risultato differente.

Con il governo di Alberto Fernández l'inflazione mensile media sale, raggiungendo il 5,42%, con una deviazione standard pari a 3,977. Rispetto al periodo precedente, quindi, sia il livello sia la volatilità risultano significativamente più elevati. Soprattutto l'aumento della deviazione standard risulta particolarmente rilevante, infatti, una maggiore dispersione dei tassi mensili segnala instabilità nella formazione delle aspettative e perdita della prevedibilità del processo inflazionistico.

Se la politica monetaria fosse riuscita a stabilizzare il sistema, ci si attenderebbe come minimo una riduzione della variabilità; i dati mostrano invece un incremento marcato.

Il deterioramento emerge con ancora maggiore evidenza dall'analisi del mercato dei cambi. Nel periodo considerato, la *brecha cambiaria* raggiunge l'86,79%, con una deviazione standard di 30,97, rappresentando una discontinuità netta rispetto al periodo precedente. Un gap valutario di tale entità implica che il mercato non considera credibile il tasso ufficiale e incorpora aspettative di svalutazione sistematica.

In un'economia con elevato *exchange rate pass-through*, un differenziale così ampio non è neutrale: si trasmette ai prezzi attraverso il canale delle aspettative e attraverso la formazione dei costi nei settori legati alle importazioni.

Il regime di controlli valutari non elimina la pressione sul cambio; la sposta su mercati paralleli. Il risultato empirico è che la segmentazione aumenta, l'incertezza cresce e l'inflazione accelera. I dati mostrano un co-movimento tra fasi di ampliamento della *brecha* e accelerazioni inflazionistiche, confermando che la politica valutaria amministrata non riesce a stabilizzare il canale nominale.

L'analisi sulle riserve internazionali rafforza ulteriormente questa interpretazione. La variazione media mensile delle riserve è pari a -446 milioni di dollari, con una deviazione standard di 5,945 miliardi (Tabella 3). Ciò indica un progressivo deterioramento del vincolo esterno. La riduzione delle riserve limita la capacità della banca centrale di sostenere il cambio ufficiale e rafforza le aspettative di svalutazione, che si riflettono nell'ampliamento della *brecha*.

Un ulteriore elemento necessario per comprendere la dinamica del periodo riguarda l'evoluzione del saldo fiscale. Come evidenziato nel Capitolo II (Figura 4), nel 2020 il deficit pubblico supera l'8% del PIL, registrando un peggioramento significativo rispetto agli anni precedenti. In un contesto caratterizzato da accesso limitato ai mercati finanziari internazionali e da vincolo esterno stringente, il finanziamento di tale disavanzo non poteva avvenire in misura sufficiente tramite emissione di debito estero.

In questo quadro, la Banca Centrale assume un ruolo rilevante nel sostegno al settore pubblico. La necessità di coprire un disavanzo di tali dimensioni attraverso strumenti interni riduce il margine di autonomia della politica monetaria e incide sulla credibilità dell'impegno antinflazionistico. Gli operatori economici, osservando la combinazione tra squilibrio fiscale e limitato accesso ai mercati, incorporano nelle proprie aspettative la probabilità di ulteriore espansione monetaria, con effetti diretti sulla formazione dei prezzi e sul mercato dei cambi

Inoltre, nel periodo Fernández la crescita media della base monetaria è pari al 3,613% mensile, con una deviazione standard di 7,964 (Tabella 4), superiore rispetto al periodo precedente. Tuttavia, la base monetaria reale mostra una tendenza alla contrazione, a causa dell'accelerazione dell'inflazione. Questo andamento è coerente con una perdita di domanda di moneta: l'aumento nominale dell'offerta non si traduce in maggiore stabilità, ma in ulteriore pressione su prezzi e cambio.

Il meccanismo sottostante è quello della subordinazione della politica monetaria alle esigenze fiscali e valutarie. In un contesto di disavanzo elevato e accesso limitato al finanziamento esterno, la banca centrale interviene in modo significativo nel sostegno al Tesoro (Sargent & Wallace, 1981)⁶⁴. Questo riduce la percezione di indipendenza dell'autorità monetaria e indebolisce la credibilità dell'impegno antinflazionistico. Quando gli operatori economici ritengono che la creazione di moneta sia necessaria per finanziare il disavanzo, incorporano aspettative di inflazione più elevate, alimentando un processo autorinforzante.

In sintesi, il confronto tra obiettivi impliciti del regime e risultati osservati nei dati porta a una conclusione chiara: nel periodo 2019–2023 la politica monetaria non è riuscita a stabilizzare né l'inflazione né il mercato dei cambi. L'inflazione media e la sua volatilità aumentano, la segmentazione valutaria raggiunge livelli eccezionali e le riserve si deteriorano. L'evidenza empirica suggerisce che l'interazione tra finanziamento monetario del disavanzo, controlli sui capitali e vincolo esterno abbia compromesso l'efficacia della politica monetaria, generando una dinamica di perdita progressiva di ancoraggio nominale.

4.4 Stabilizzazione monetaria

Nel periodo 2023–2025 la politica monetaria si inserisce in un contesto di marcata discontinuità rispetto alla fase precedente. L'obiettivo dichiarato del nuovo assetto è la

⁶⁴ Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). *Some unpleasant monetarist arithmetic*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review.

riduzione rapida dell'inflazione attraverso un aggiustamento fiscale significativo e una restrizione monetaria volta a interrompere il finanziamento monetario del disavanzo pubblico. La logica della strategia è quella di ristabilire credibilità mediante una rottura netta con il regime precedente, riducendo l'emissione monetaria e ricostruendo un ancoraggio nominale delle aspettative.

La valutazione dell'efficacia richiede quindi di verificare se l'andamento delle principali variabili macroeconomiche mostri un miglioramento coerente con questo obiettivo. La letteratura mostra come l'efficacia della politica monetaria dipenda dall'interazione con la politica fiscale, specialmente nelle economie aperte soggette a vincoli esterni. (Di Giorgio, 2016)⁶⁵

Nel periodo 2023–2025 l'inflazione mensile media risulta pari al 5,4%, con una deviazione standard di 6,09 (Tabella 1). Tuttavia, questo valore medio aggregato riflette una dinamica interna eterogenea. Nel 2024 l'inflazione mensile media è pari al 6,8%, con elevata volatilità, mentre nel 2025 si osserva una riduzione significativa sia del livello dell'inflazione (2,3%) sia della sua deviazione standard (0,604). Questo andamento suggerisce la presenza di una fase iniziale di forte instabilità, seguita da un rallentamento marcato e da una maggiore prevedibilità del processo inflazionistico.

L'aumento iniziale dell'inflazione è coerente con una fase di aggiustamento dei prezzi relativi, in particolare con la correzione del tasso di cambio ufficiale e con la rimozione di distorsioni accumulate nel periodo precedente. In un'economia caratterizzata da elevato pass-through del cambio ai prezzi interni, una svalutazione iniziale tende a tradursi in un incremento temporaneo dell'inflazione. L'elemento rilevante ai fini della valutazione è quindi la dinamica successiva: la riduzione osservata nel 2025 indica un rallentamento effettivo della crescita dei prezzi, accompagnato da una diminuzione della volatilità.

Anche l'evoluzione del mercato dei cambi mostra un cambiamento rispetto al periodo 2019–2023. La brecha cambiaria media si riduce al 16,66%, con una deviazione standard di 15,79 (Tabella 2). Sebbene il differenziale tra cambio ufficiale e parallelo rimanga positivo,

⁶⁵ Di Giorgio G., *Economia e Politica Monetaria*, sesta edizione, Wolters Kluwer. 2016.

il livello risulta significativamente inferiore rispetto al periodo precedente, in cui la brecha media superava l'80%. La riduzione della segmentazione valutaria suggerisce un miglioramento delle aspettative relative al valore della moneta nazionale e una minore pressione sul cambio ufficiale.

La dinamica delle riserve internazionali fornisce un ulteriore elemento di valutazione. Nel periodo 2023–2025 la variazione media mensile delle riserve è pari a +800 milioni di dollari, con una deviazione standard inferiore rispetto alla fase precedente (Tabella 3). Pur partendo da livelli medi inferiori rispetto al periodo 2015–2019, l'inversione nel segno della variazione mensile indica un parziale allentamento del vincolo esterno e una minore pressione sulle disponibilità di valuta estera.

Dal lato monetario, la crescita media nominale della base monetaria risulta pari al 6,635% mensile, con una deviazione standard di 9,094 (Tabella 4). Tuttavia, la base monetaria reale evidenzia una contrazione significativa nella fase iniziale del periodo, coerente con l'obiettivo di ridurre la liquidità in termini reali. La riduzione dell'inflazione osservata nel 2025 suggerisce che la restrizione monetaria abbia contribuito al rallentamento della dinamica dei prezzi, in un contesto di minore finanziamento monetario del disavanzo.

Nel complesso, i dati indicano che il periodo 2023–2025 è caratterizzato da due fasi distinte: una fase iniziale di elevata instabilità, associata all'aggiustamento dei prezzi e alla correzione del cambio, e una fase successiva in cui si osservano segnali di riduzione dell'inflazione, diminuzione della volatilità e contrazione della segmentazione valutaria. Questo andamento è coerente con una strategia di stabilizzazione che mira a modificare le aspettative attraverso un cambiamento percepito come strutturale.

La valutazione dell'efficacia deve tuttavia tenere conto dell'orizzonte temporale limitato. I dati più recenti mostrano un miglioramento significativo rispetto al periodo precedente, ma la sostenibilità di tale risultato dipende dalla continuità della disciplina fiscale e dalla capacità di mantenere un ancoraggio credibile delle aspettative nel medio periodo. Pertanto,

l'evidenza empirica suggerisce un'inversione nella dinamica inflazionistica e una riduzione delle tensioni valutarie, pur in presenza di una fase iniziale di forte instabilità e con una valutazione che resta condizionata dall'evoluzione futura del quadro macroeconomico.

4.5. Valutazione comparata dell'efficacia nei tre regimi

L'analisi condotta nei paragrafi precedenti ha valutato separatamente l'efficacia della politica monetaria nei tre regimi succedutisi tra il 2015 e il 2025, confrontando gli obiettivi dichiarati con i risultati osservati nei dati empirici. In questa sede è possibile sintetizzare tali evidenze in una prospettiva comparata, al fine di individuare le differenze strutturali tra i regimi e le principali determinanti dei risultati ottenuti.

Nel periodo 2015–2019 l'obiettivo esplicito era la riduzione progressiva dell'inflazione attraverso un regime di inflation targeting. I dati mostrano un'inflazione media mensile pari al 2,83%, con volatilità relativamente contenuta rispetto ai periodi successivi. Tuttavia, la mancata riduzione strutturale della dinamica dei prezzi e il deterioramento osservato nel 2018–2019 indicano che il regime non è riuscito a consolidare un ancoraggio nominale robusto. L'evidenza suggerisce che la vulnerabilità esterna e la dipendenza dai flussi finanziari abbiano limitato l'efficacia della politica monetaria nel momento di maggiore tensione.

Nel periodo 2019–2023, caratterizzato da controlli valutari e da un ruolo più marcato della banca centrale nel finanziamento del disavanzo pubblico, i dati mostrano un peggioramento significativo di tutti gli indicatori di stabilità nominale. L'inflazione media mensile sale al 5,42%, la deviazione standard quasi triplica rispetto al periodo precedente e la brecha cambiaria raggiunge una media dell'86,79%, con elevata volatilità. Contestualmente, le riserve internazionali mostrano una variazione media mensile negativa. Questo quadro indica che la politica monetaria non è riuscita a stabilizzare né i prezzi né il mercato valutario. L'interazione tra vincolo esterno, segmentazione del cambio e finanziamento monetario del settore pubblico appare coerente con una perdita progressiva di ancoraggio nominale.

Nel periodo 2023–2025 si osserva una dinamica diversa. Pur in presenza di una fase iniziale di forte instabilità, i dati più recenti mostrano una riduzione significativa dell’inflazione e della sua volatilità nel 2025, una contrazione della brecha cambiaria rispetto al periodo precedente e un’inversione nella dinamica delle riserve, con variazione media mensile positiva. Tali elementi sono coerenti con un tentativo di ricostruzione della credibilità attraverso disciplina fiscale e restrizione monetaria. Tuttavia, l’orizzonte temporale ancora limitato impone cautela nella valutazione definitiva della sostenibilità del miglioramento osservato.

La sintesi quantitativa delle principali evidenze è riportata nella Tabella 5.

| | Macri | Fernández | Milei |
|---|--------------|------------------|--------------|
| Inflazione mensile media | 2,83% | 5,42% | 5,40% |
| Deviazione standard inflazione | 1,285 | 3,977 | 6,09 |
| Brecha cambiaria media | 3,33% | 86,79% | 16,66% |
| Deviazione standard brecha cambiaria | 5,07 | 30,97 | 15,79 |
| Variazione media mensile riserve (USD) | +343 | -446 | +800 |
| Crescita media BM nominale (%) | 2,212 | 3,613 | 6,635 |

Tabella 5 – Indicatori sintetici e valutazione dell’efficacia per regime, BCRA

Il confronto evidenzia tre configurazioni distinte. Nel primo regime, la politica monetaria mostra risultati parziali ma vulnerabili agli shock esterni; nel secondo, si osserva un deterioramento marcato degli indicatori nominali e valutari; nel terzo, emergono segnali di

inversione della dinamica inflazionistica e di riduzione delle tensioni valutarie, pur in presenza di una fase iniziale di elevata instabilità.

Nel complesso, l'evidenza empirica suggerisce che l'efficacia della politica monetaria in Argentina nel periodo 2015–2025 sia stata fortemente condizionata dal vincolo esterno e dall'interazione con la politica fiscale (Obstfeld, Shambaugh & Taylor, 2005)⁶⁶. I risultati osservati indicano che un regime formale di policy non è sufficiente a garantire stabilità nominale in assenza di condizioni macroeconomiche coerenti. La stabilizzazione dell'inflazione richiede non solo strumenti monetari adeguati, ma anche sostenibilità fiscale, disponibilità di riserve e un ancoraggio credibile delle aspettative.

L'analisi comparata dei tre regimi di politica monetaria nel periodo 2015–2025 consente di trarre alcune conclusioni sistematiche sull'efficacia delle strategie adottate.

Con il primo regime analizzato, il tentativo di ridurre progressivamente l'inflazione attraverso un regime di inflation targeting non ha prodotto una disinflazione stabile e consolidata. Sebbene il livello medio dell'inflazione risulti inferiore rispetto ai periodi successivi, l'assenza di una traiettoria decrescente persistente e il deterioramento osservato nel 2018–2019 indicano che l'ancoraggio nominale non è stato sufficientemente robusto. I dati mostrano che la stabilità del regime è rimasta fortemente esposta alle tensioni sul mercato dei cambi e alla dinamica delle riserve, evidenziando il ruolo determinante del vincolo esterno.

Successivamente, nel secondo governo, l'evidenza empirica segnala un peggioramento significativo degli indicatori di stabilità nominale. L'aumento dell'inflazione media e della sua volatilità, l'ampliamento eccezionale della brecha cambiaria e la riduzione delle riserve internazionali indicano che la politica monetaria non è riuscita a stabilizzare né i prezzi né il mercato valutario. In questo contesto, la combinazione tra squilibrio fiscale, crescita nominale della base monetaria e segmentazione del mercato dei cambi appare coerente con

⁶⁶ Obstfeld, M., Shambaugh, J., & Taylor, A. (2005). *The trilemma in history*.

una perdita progressiva di credibilità e con un indebolimento dell'ancoraggio delle aspettative.

Ed infine, nel periodo Milei si osserva una dinamica differente. Dopo una fase iniziale di forte instabilità, i dati più recenti mostrano una riduzione significativa dell'inflazione e della sua volatilità, una contrazione della brecha cambiaria rispetto al periodo precedente e un miglioramento nella variazione delle riserve. Questi elementi sono coerenti con una strategia di stabilizzazione fondata su disciplina fiscale e restrizione monetaria. Tuttavia, l'orizzonte temporale ancora limitato non consente di considerare tali risultati come pienamente consolidati.

Nel complesso, l'evidenza empirica analizzata nel presente capitolo suggerisce che l'efficacia della politica monetaria nel periodo considerato sia stata strettamente condizionata dal contesto macroeconomico in cui essa ha operato. Il confronto tra regimi mostra che la stabilità dei prezzi non dipende esclusivamente dall'adozione formale di un determinato framework di policy, ma dalla coerenza complessiva tra strumenti monetari, sostenibilità fiscale e gestione del vincolo esterno. In assenza di tale coerenza, anche strategie formalmente orientate alla stabilizzazione possono produrre risultati limitati o temporanei.

L'analisi dei tre regimi evidenzia quindi che la credibilità della politica monetaria rappresenta un elemento centrale per la stabilità nominale, ma che essa non può essere costruita indipendentemente dalle condizioni strutturali dell'economia. Questo risultato fornisce la base per le considerazioni conclusive che saranno sviluppate nel capitolo successivo.

Capitolo V

Conclusioni e Implicazioni

L'analisi sviluppata nei capitoli precedenti ha ricostruito l'evoluzione della politica monetaria argentina attraverso un approccio integrato che ha combinato quadro teorico, ricostruzione istituzionale ed evidenza empirica. La successione di regimi differenti ha offerto un laboratorio naturale per valutare se e in quale misura la scelta di specifici strumenti o framework operativi sia stata in grado di garantire stabilità nominale.

Il confronto tra strategie diverse non ha però prodotto un risultato lineare. La variazione dell'assetto formale della politica monetaria non si è tradotta automaticamente in una stabilizzazione duratura dell'inflazione. Al contrario, l'esperienza analizzata suggerisce che l'efficacia della politica monetaria dipenda da condizioni più profonde rispetto alla semplice adozione di un regime dichiarato.

Il presente capitolo intende dunque fornire una lettura complessiva dei risultati emersi, individuando i fattori strutturali che hanno limitato o fornito la stabilizzazione nel periodo considerato. L'obiettivo non è ripercorrere le singole fasi temporali, già analizzate nel dettaglio, ma isolare le condizioni necessarie affinché una politica monetaria possa risultare credibile ed efficace in un'economia caratterizzata da elevata inflazione, vincolo esterno persistente e ricorrenti squilibri fiscali.

5.1 Condizioni di efficacia della politica monetaria

L'evidenza raccolta nel corso dell'analisi mostra che la stabilità dei prezzi non può essere garantita esclusivamente attraverso l'adozione di un determinato strumento o di una specifica regola monetaria. I risultati osservati suggeriscono che l'efficacia della politica monetaria dipenda dalla presenza di condizioni macroeconomiche coerenti che consentano alla banca centrale di operare con credibilità.

Molto importante la sostenibilità del vincolo esterno. In un'economia caratterizzata da forte esposizione ai flussi di capitale e da elevata sensibilità del livello dei prezzi al tasso di cambio, la stabilità nominale risulta strettamente legata alla capacità di contenere le tensioni valutarie. L'esperienza analizzata mostra che, nei momenti in cui il mercato dei cambi ha manifestato segnali di instabilità persistente, l'inflazione ha reagito rapidamente, indipendentemente dall'orientamento formale della politica monetaria. Ciò implica che l'autonomia effettiva della banca centrale è limitata quando le riserve internazionali risultano insufficienti o quando il mercato anticipa correzioni valutarie future.

Una seconda condizione riguarda la coerenza tra politica monetaria e politica fiscale. Laddove il disavanzo pubblico richiede un sostegno rilevante da parte dell'autorità monetaria, la credibilità dell'impegno antinflazionistico tende a indebolirsi. Gli operatori economici formano le proprie aspettative non solo sulla base degli obiettivi annunciati, ma anche sulla sostenibilità complessiva delle finanze pubbliche. Se la politica fiscale appare incompatibile con una traiettoria di stabilizzazione, la probabilità percepita di futura espansione monetaria aumenta, alimentando pressioni sui prezzi e sul cambio.

Da tenere in considerazione anche la stabilità delle aspettative. In contesti di inflazione elevata e persistente, il processo di formazione delle aspettative tende a incorporare elementi adattivi e meccanismi di indicizzazione informale. Ciò rende più difficile la riduzione dell'inflazione, poiché le variazioni dei prezzi correnti influenzano direttamente le decisioni future di imprese e lavoratori. La credibilità della banca centrale diventa quindi un fattore centrale: solo segnali coerenti e sostenuti nel tempo possono modificare in modo duraturo il comportamento degli agenti economici.

Queste tre dimensioni non operano in modo indipendente. Al contrario, si rafforzano reciprocamente. Un deterioramento del vincolo esterno può amplificare gli squilibri fiscali; tensioni fiscali possono compromettere la credibilità monetaria; la perdita di credibilità può tradursi in instabilità valutaria. L'esperienza argentina nel periodo considerato suggerisce che la stabilizzazione richiede una configurazione in cui tali elementi risultino simultaneamente coerenti.

In questo senso, l'analisi svolta non individua un regime monetario "ottimale" valido in astratto. Essa mostra piuttosto che l'efficacia della politica monetaria dipende dalla coerenza complessiva dell'assetto macroeconomico. Laddove tale coerenza è stata parziale o temporanea, i risultati in termini di stabilità dei prezzi si sono rivelati fragili e reversibili. Laddove sono emersi segnali di disciplina e rafforzamento delle condizioni di fondo, si sono osservati miglioramenti più consistenti, sebbene ancora in fase di consolidamento. Questa evidenza è coerente con la letteratura recente sulle economie emergenti, che evidenzia come la credibilità della politica monetaria e l'ancoraggio delle aspettative dipendano in modo cruciale dalla coerenza complessiva delle politiche macroeconomiche, in particolare dalla sostenibilità fiscale e dalla stabilità del contesto esterno (IMF, 2023)⁶⁷

5.2 Politica monetaria, trilemma e dominanza fiscale

L'esperienza argentina nel periodo considerato può essere interpretata in modo coerente alla luce dei vincoli teorici analizzati nel Capitolo I. In particolare, il trilemma della politica economica fornisce una chiave di lettura utile per comprendere la difficoltà di conciliare stabilità dei prezzi, autonomia monetaria e apertura finanziaria in un'economia caratterizzata da elevata vulnerabilità esterna.

Il trilemma implica che non sia possibile mantenere simultaneamente un tasso di cambio stabile, piena mobilità dei capitali e autonomia della politica monetaria (Obstfeld, Shambaugh, Taylor; 2008)⁶⁸. L'evidenza empirica suggerisce che, nelle diverse fasi analizzate, il sistema economico abbia oscillato tra questi obiettivi senza riuscire a stabilire un equilibrio duraturo. Quando si è privilegiata l'autonomia monetaria in presenza di apertura finanziaria, le tensioni sul cambio hanno limitato l'efficacia della disinflazione. Quando si è tentato di stabilizzare il cambio attraverso controlli e restrizioni, l'ancoraggio nominale è stato compromesso dall'instabilità delle aspettative e dagli squilibri interni.

⁶⁷ IMF, *Inflation and Monetary Policy in Emerging Markets*, 2023

⁶⁸ Obstfeld, Shambaugh, Taylor (2008), *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*

Questo risultato evidenzia che il problema non risiede esclusivamente nella scelta dello strumento monetario, ma nella compatibilità tra regime di cambio, assetto finanziario e condizioni fiscali. In un contesto di credibilità limitata, anche un regime formalmente coerente può essere destabilizzato dalla percezione di future correzioni valutarie o monetarie.

A questo elemento si aggiunge la dimensione della dominanza fiscale. La teoria suggerisce che, quando la politica fiscale non è sostenibile e richiede un intervento sistematico della banca centrale per il proprio finanziamento, l'obiettivo di stabilità dei prezzi diventa subordinato alle esigenze di bilancio. In tali condizioni, gli agenti economici non valutano l'impegno antinflazionistico sulla base delle dichiarazioni ufficiali, ma sulla base della probabilità che la politica monetaria venga utilizzata per sostenere il settore pubblico.

L'esperienza analizzata mostra che nei momenti in cui lo squilibrio fiscale si è ampliato e l'accesso al finanziamento esterno si è ridotto, la credibilità monetaria si è indebolita. Questo indebolimento non si manifesta solo attraverso l'aumento del livello dell'inflazione, ma anche attraverso la maggiore volatilità e la segmentazione valutaria. La perdita di ancoraggio non è quindi un evento improvviso, ma un processo cumulativo alimentato dall'interazione tra squilibri fiscali, vincolo esterno e aspettative (BIS, 2023)⁶⁹.

Un ulteriore elemento riguarda il ruolo delle aspettative in un'economia con lunga storia di inflazione elevata. In tali contesti, la formazione delle aspettative tende a essere più sensibile ai segnali di incoerenza macroeconomica. Se gli operatori percepiscono che il regime non è sostenibile nel medio periodo, incorporano anticipatamente nei prezzi e nei contratti la probabilità di futuri aggiustamenti. Ciò rende la stabilizzazione più costosa e richiede segnali credibili e persistenti per modificare il comportamento degli agenti economici.

L'analisi complessiva suggerisce dunque che l'efficacia della politica monetaria non possa essere valutata isolatamente. Essa dipende dall'insieme delle politiche economiche e dalla

⁶⁹BIS (Bank for International Settlements) 2023

coerenza intertemporale dell'assetto macroeconomico. In assenza di disciplina fiscale, adeguato livello di riserve e gestione credibile del regime di cambio, la politica monetaria tende a perdere autonomia effettiva e a operare in condizioni di credibilità limitata.

Questa interpretazione consente di comprendere perché strategie formalmente diverse abbiano prodotto risultati non radicalmente divergenti in termini di stabilità nominale. Il vincolo strutturale rappresentato dal trilemma e dalla dominanza fiscale ha agito come fattore comune, condizionando l'efficacia degli strumenti adottati.

5.3 Implicazioni di policy

L'analisi sviluppata nei capitoli precedenti suggerisce che la stabilizzazione dell'inflazione in economie caratterizzate da vincolo esterno persistente e fragilità fiscale richiede un approccio integrato, in cui la politica monetaria non può operare isolatamente. Le evidenze raccolte indicano che l'efficacia degli strumenti monetari dipende dalla coerenza complessiva dell'assetto macroeconomico e dalla sequenzialità delle riforme adottate.

La sostenibilità fiscale emerge come condizione preliminare per il consolidamento della credibilità monetaria. In assenza di un percorso chiaro e credibile di riequilibrio dei conti pubblici, l'autorità monetaria tende a essere percepita come potenzialmente subordinata alle esigenze di finanziamento del settore pubblico. Questa percezione, anche quando non si traduce immediatamente in espansione monetaria, incide sulle aspettative degli operatori economici. La stabilizzazione dei prezzi richiede pertanto che la politica fiscale sia coerente con l'obiettivo di riduzione dell'inflazione e che il finanziamento del disavanzo non generi dubbi sulla sostenibilità intertemporale del debito.

Una seconda implicazione riguarda la gestione del regime di cambio in economie con elevato *pass-through*. L'esperienza analizzata mostra che tensioni persistenti sul mercato valutario si riflettono rapidamente sulla dinamica dei prezzi. In tali contesti, la scelta del regime di cambio non può essere considerata separatamente dalla strategia monetaria.

Tentativi di stabilizzazione del cambio senza adeguate riserve o senza coerenza fiscale tendono a produrre segmentazione e ampliamento dei mercati paralleli, alimentando incertezza. Allo stesso tempo, una piena liberalizzazione in presenza di vulnerabilità finanziaria può esporre l'economia a shock destabilizzanti. Ne deriva che la gestione del cambio deve essere coerente con il livello delle riserve e con il grado di apertura finanziaria effettiva.

In questo quadro, il comportamento delle aspettative assume un ruolo determinante nella persistenza dell'inflazione. In economie con una lunga storia di instabilità nominale, la formazione delle aspettative tende a essere meno sensibile agli annunci formali e più reattiva ai segnali concreti di coerenza macroeconomica. Ciò implica che la comunicazione della banca centrale, pur importante, non è sufficiente a garantire credibilità. La stabilizzazione richiede azioni osservabili e sostenute nel tempo, che modifichino in modo graduale la percezione del rischio di future correzioni monetarie o valutarie.

Un ulteriore elemento concerne la sequenzialità delle riforme. L'esperienza suggerisce che l'adozione di un regime monetario credibile in assenza di consolidamento fiscale o di rafforzamento delle riserve può risultare prematura. Analogamente, il consolidamento fiscale senza un quadro monetario coerente può non essere sufficiente a stabilizzare le aspettative. La coordinazione tra politiche diventa quindi centrale: la stabilizzazione duratura richiede un insieme coerente di interventi, piuttosto che misure isolate.

Infine, l'analisi mette in luce l'importanza del tempo come fattore determinante. La credibilità non si costruisce istantaneamente, né si perde esclusivamente per effetto di uno shock isolato. Essa si forma attraverso la coerenza ripetuta delle decisioni di policy e la percezione che gli obiettivi annunciati siano compatibili con i vincoli strutturali dell'economia. In questo senso, la stabilizzazione dell'inflazione rappresenta un processo cumulativo, che richiede continuità e coerenza intertemporale.

Le implicazioni che emergono dall'esperienza argentina sono rilevanti anche per altre economie caratterizzate da elevata inflazione e vulnerabilità esterna. Esse suggeriscono che

la scelta del regime monetario deve essere accompagnata da un rafforzamento delle condizioni macroeconomiche di base e che la credibilità rappresenta un bene istituzionale che si costruisce nel tempo attraverso coerenza e disciplina.

5.4 Conclusioni

L'analisi sviluppata nel presente lavoro consente di formulare una considerazione centrale: l'efficacia della politica monetaria in Argentina nel periodo 2015–2025 non è stata determinata esclusivamente dalla scelta del regime adottato, ma dalla coerenza complessiva dell'assetto macroeconomico entro cui tale regime ha operato.

La successione di strategie differenti ha mostrato che l'adozione formale di un framework, sia esso basato su obiettivi di inflazione, su controlli valutari o su restrizione monetaria, non garantisce di per sé la stabilità dei prezzi. I risultati empirici indicano che la stabilizzazione è sostenibile solo quando politica monetaria, politica fiscale e gestione del vincolo esterno risultano reciprocamente coerenti. In assenza di tale coerenza, anche strumenti tecnicamente appropriati tendono a produrre effetti temporanei o reversibili.

L'esperienza analizzata evidenzia inoltre che la credibilità rappresenta un elemento chiave del processo di stabilizzazione. In un'economia caratterizzata da lunga storia di inflazione elevata, le aspettative si formano sulla base della sostenibilità percepita dell'intero assetto macroeconomico, non esclusivamente sugli annunci dell'autorità monetaria. Ne deriva che la costruzione di un ancoraggio nominale richiede continuità, disciplina e coerenza intertemporale.

Un ulteriore elemento emerso dall'analisi riguarda il ruolo del vincolo esterno. La dinamica del mercato dei cambi e delle riserve internazionali si è rivelata centrale nel determinare l'evoluzione dei prezzi interni. In presenza di elevato *pass-through*, tensioni valutarie persistenti compromettono rapidamente la stabilità nominale, limitando l'autonomia

effettiva della politica monetaria. La gestione credibile del fronte esterno appare dunque una condizione necessaria per il successo di qualsiasi strategia antinflazionistica.

Nel complesso, il lavoro mostra che la stabilizzazione dell'inflazione in economie con fragilità strutturali richiede un approccio integrato e coerente, in cui gli strumenti monetari siano sostenuti da disciplina fiscale e adeguato livello di riserve. La politica monetaria, isolatamente considerata, non è in grado di garantire stabilità duratura se inserita in un contesto macroeconomico incoerente.

La principale implicazione che emerge è che la credibilità non è un attributo statico del regime, ma il risultato di una sequenza coerente di decisioni di policy. Essa si costruisce nel tempo attraverso la compatibilità tra obiettivi dichiarati e condizioni strutturali dell'economia. Solo in presenza di tale compatibilità la politica monetaria può esercitare un controllo effettivo sulla dinamica inflazionistica.

Il percorso analizzato nel periodo 2015–2025 offre quindi un insegnamento generale: la stabilità nominale non è il prodotto di una regola formale, ma di un equilibrio macroeconomico complessivo. In questo senso, l'esperienza argentina rappresenta un caso emblematico delle difficoltà che emergono quando vincolo esterno, fragilità fiscale e aspettative disancorate interagiscono, limitando l'efficacia degli strumenti monetari tradizionali.

Appendice A

Analisi econometrica delle relazioni macroeconomiche

L'analisi sviluppata nel Capitolo III ha evidenziato, attraverso un approccio descrittivo e comparativo, la presenza delle relazioni rilevanti tra inflazioni, dinamica del tasso di cambio, evoluzione della base monetaria e variazioni delle riserve internazionali nell'economia argentina nel periodo 2015-2025. In particolare, è emerso il ruolo centrale delle dinamiche valutarie e del vincolo esterno, nonché la presenza di una significativa persistenza inflazionistica e di una relazione meno immediata tra aggregati monetari e dinamica dei prezzi nel breve periodo.

Al fine di rafforzare la robustezza empirica di tali evidenze, la presente appendice introduce un'analisi econometrica dinamica volta a verificare in modo più strutturato le relazioni tra le principali variabili macroeconomiche considerate. In particolare, l'obiettivo è stimare modelli econometrici in cui la dinamica dell'inflazione venga analizzata in relazione alla sua componente inerziale e alle variazioni del tasso di cambio, della base monetaria e delle riserve internazionali, al fine di fornire evidenza quantitativa a supporto delle conclusioni sviluppate nei capitoli precedenti.

L'analisi si articola in due parti principali. In primo luogo, vengono stimate regressioni OLS al fine di valutare l'associazione tra l'inflazione e le principali variabili macroeconomiche considerate, permettendo di stimare l'intensità e la significatività statistica di tali relazioni e di esaminare come esse possano variare tra i diversi regimi macroeconomici analizzati. In secondo luogo, viene stimato un modello Vector Autoregression (VAR), che permette di analizzare congiuntamente le relazioni dinamiche tra inflazione, base monetaria, riserve internazionali e tasso di cambio ufficiale, nonché di valutare la risposta dell'inflazione a shock nelle variabili considerate attraverso l'analisi delle "impulse response functions" e dei test di causalità di Granger.

In sintesi, i risultati econometrici presentati nella presente appendice costituiscono un'integrazione quantitativa dell'analisi empirica sviluppata nel Capitolo III e rappresentano un supporto formale all'interpretazione complessiva della dinamica inflazionistica argentina nel periodo considerato.

A.1 Dati, definizioni e trasformazioni

L'analisi econometrica è condotta su dati mensili relativi all'economia argentina nel periodo dicembre 2015 – dicembre 2025. La frequenza mensile consente di cogliere la dinamica di breve periodo delle variabili nominali in un contesto caratterizzato da elevata instabilità macroeconomica e da frequenti shock valutari e monetari. Il campione copre integralmente tre regimi macroeconomici distinti — amministrazioni Macri (2015-12 – 2019-11), Fernández (2019-12 – 2023-11) e Milei (2023-12 – 2025-12) — permettendo successive analisi separate per verificare eventuali differenze nei meccanismi di trasmissione inflazionistica tra contesti di policy differenti.

Le variabili considerate sono: (i) il tasso di inflazione mensile (π_t), (ii) il suo termine ritardato (π_{t-1}), (iii) il deprezzamento del tasso di cambio ufficiale (dep_fx_t), (iv) la crescita della base monetaria (bm_g_t) e (v) la variazione delle riserve internazionali (res_g_t). Tutte le variabili monetarie e valutarie sono espresse in termini di variazione percentuale mensile, al fine di analizzare le dinamiche di breve periodo e garantire comparabilità tra grandezze nominali di diversa scala.

L'inflazione mensile è definita come variazione percentuale dell'indice dei prezzi al consumo secondo la seguente trasformazione:

$$\pi_t = 100 \cdot \frac{CPI_t \cdot CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}}$$

dove CPI_t rappresenta l'indice dei prezzi al consumo nel mese t .

Per quanto riguarda le variabili monetarie e valutarie, nel codice sono state utilizzate differenze logaritmiche moltiplicate per 100, secondo la seguente trasformazione generale:

$$dep_fx_t = 100 \cdot (\ln FX_t - \ln FX_{t-1})$$

dove FX_t indica il tasso di cambio nominale peso/dollaro.

La crescita della base monetaria è definita come:

$$bm_g_t = 100 \cdot (\ln BM_t - \ln BM_{t-1})$$

con BM_t pari alla base monetaria nominale al mese t .

Analogamente, la variazione delle riserve internazionali è calcolata come:

$$res_g_t = 100 \cdot (\ln RES_t - \ln RES_{t-1})$$

dove RES_t rappresenta le riserve internazionali lorde detenute dalla banca centrale. Il termine autoregressivo (π_{t-1}) è ottenuto mediante semplice traslazione temporale della serie inflazionistica.

Le differenze logaritmiche moltiplicate per 100 possono essere interpretate come approssimazioni dei tassi di crescita percentuali mensili e presentano proprietà statistiche favorevoli rispetto alle variazioni percentuali semplici, in particolare in presenza di forte volatilità e ampie oscillazioni nominali.

La costruzione delle variabili tramite operatore di differenza (Δ) e l'introduzione del termine ritardato comportano la perdita delle prime osservazioni della serie. Nel codice Python, dopo la costruzione delle variabili trasformate, è stata applicata una procedura di eliminazione *listwise* delle osservazioni mancanti, mantenendo nel campione esclusivamente i mesi per i quali tutte le variabili rilevanti risultano simultaneamente osservate. Le serie sono state quindi allineate temporalmente in modo coerente prima della stima dei modelli OLS e VAR.

Le trasformazioni adottate consentono di analizzare le dinamiche nominali in termini di variazioni di breve periodo, riducendo problemi di non-stazionarietà associati ai livelli nominali e garantendo coerenza metodologica tra le diverse specificazioni econometriche implementate.

| Variabile | Definizione | Unità |
|---|--|--------------|
| Inflazione mensile (π_t) | Variazione percentuale mensile dell'indice dei prezzi al consumo | % |
| Inflazione passata (π_{t-1}) | Tasso di inflazione del mese precedente | % |
| Deprezzamento del tasso di cambio ufficiale (dep_fx) | Variazione percentuale mensile del tasso di cambio nominale peso/dollaro | % |
| Crescita della base monetaria (bm_g) | Variazione percentuale mensile della base monetaria nominale | % |
| Variazione delle riserve internazionali (res_g) | Variazione percentuale mensile delle riserve internazionali | % |

Tabella A.1 – Variabili, definizioni e unità

A.2 Specificazione dei modelli econometrici

L'analisi econometrica si articola in due livelli complementari: modelli dinamici a equazione singola stimati mediante OLS e un modello vettoriale autoregressivo (VAR) per l'analisi congiunta delle interazioni dinamiche tra le variabili macroeconomiche considerate.

Nel primo stadio, l'inflazione mensile π_t è modellata come processo autoregressivo arricchito da determinanti macroeconomici alternativi. La specificazione di base è la seguente:

$$\pi_t = \alpha + \rho\pi_{t-1} + \beta X_t + \varepsilon_t$$

Dove $X_t \in \{dep_fx_t, bm_g_t, res_g_t\}$.

Il termine π_{t-1} cattura la componente inerziale del processo inflazionistico, mentre β misura l'effetto marginale contemporaneo della variabile macroeconomica considerata.

Accanto alle stime univariate, è stimato un modello multivariato che include simultaneamente tutte le variabili esplicative:

$$\pi_t = \alpha + \rho\pi_{t-1} + \beta_1 dep_fx_t + \beta_2 bm_g_t + \beta_3 res_g_t + \varepsilon_t$$

Questa specificazione consente di valutare la robustezza degli effetti parziali controllando per le altre determinanti macroeconomiche.

Per verificare l'eventuale presenza di discontinuità strutturali tra fasi politiche differenti, le regressioni OLS sono inoltre replicate separatamente per ciascun regime, mantenendo invariata la struttura dinamica del modello:

$$\pi_t = \alpha_r + \rho_r\pi_{t-1} + \beta_r X_t + \varepsilon_t$$

dove l'indice r identifica il regime di riferimento.

Nel secondo stadio, al fine di analizzare la dinamica congiunta e l'eventuale contenuto predittivo tra le variabili, è stimato un modello VAR(p) nella forma ridotta:

$$Y_t = c + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + u_t$$

con:

$$Y_t = (\pi_t, bm_g_t, res_g_t, dep_fx_t)$$

La stabilità del VAR è verificata controllando che tutti gli autovalori della companion matrix abbiano modulo inferiore a 1, condizione necessaria affinché gli shock si attenuino nel tempo e le funzioni di risposta agli impulsi risultino interpretabili.

A.3 Risultati delle stime OLS

Le stime a equazione singola consentono di quantificare empiricamente i canali di trasmissione discussi nei capitoli III e IV, distinguendo tra componente inerziale, canale valutario, canale monetario e ruolo della posizione esterna.

Tutte le specificazioni includono il termine autoregressivo π_{t-1} e sono stimate mediante OLS con errori standard robusti HAC (Newey–West, lag=1), sia sull'intero campione (dicembre 2015 – dicembre 2025) sia separatamente per ciascun regime.

| Modello | π_{t-1} | <i>dep_fx</i> | <i>bm_g</i> | <i>res_g</i> | R^2 |
|---------------------------------|-------------|---------------|-------------|--------------|-------|
| Cambio | 0.786 *** | 0.138 *** | | | 0.848 |
| Base Monetaria | 0.841 *** | | 0.015 | | 0.719 |
| Riserve internazionali | 0.849 *** | | | -0.048 *** | 0.732 |
| Multivariato | 0.784 *** | 0.135 *** | 0.016 | -0.029 * | 0.854 |
| Macri Cambio | 0.640 *** | 0.036 *** | | | 0.434 |
| Fernandez Cambio | 0.833 *** | 0.245 *** | | | 0.784 |
| Milei Cambio | 0.722 *** | 0.193 *** | | | 0.966 |
| Macri Base monetaria | 0.643 *** | | 0.033 | | 0.401 |
| Fernandez Base monetaria | 0.911 *** | | 0.004 | | 0.683 |
| Milei Base Monetaria | 0.826 *** | | 0.014 | | 0.723 |
| Macri Riserve | 0.589 *** | | | -0.024 | 0.406 |
| Fernandez Riserve | 0.891 *** | | | -0.070 * | 0.713 |
| Milei Riserve | 0.851 *** | | | -0.073 | 0.737 |

Tabella A.2 – Regressioni OLS dinamiche dell'inflazione (2015-2025)⁷⁰

L'analisi econometrica conferma, in primo luogo, la presenza di una forte inerzia inflazionistica, coerente con quanto discusso nel Capitolo III. Il coefficiente associato a π_{t-1} risulta sempre altamente significativo e compreso tra 0.589 e 0.911, indicando che tra il 60% e oltre il 90% dell'inflazione del mese precedente si trasmette nel periodo corrente. Questo risultato è compatibile con un contesto caratterizzato da indicizzazione diffusa, aspettative adattive e credibilità nominale limitata.

Il canale valutario emerge con particolare forza nel campione aggregato: il coefficiente di dep_fx è pari a 0.138 nel modello univariato e 0.135 nel modello multivariato ($p < 0.01$), con un R^2 superiore a 0.84. In termini quantitativi, una svalutazione dell'1% del cambio ufficiale è associata a un aumento dell'inflazione mensile di circa 0.13 punti percentuali nello stesso periodo. L'eterogeneità tra regimi rafforza ulteriormente l'interpretazione sviluppata nei capitoli precedenti. Durante il periodo Macri il coefficiente è pari a 0.036, mentre nel periodo Fernández aumenta significativamente a 0.245, segnalando un'intensificazione del pass-through in un contesto di maggiore instabilità e controlli valutari. Nel periodo Milei il coefficiente si attesta a 0.193, con un R^2 pari a 0.966, suggerendo una dinamica inflazionistica fortemente dominata da inerzia e cambio

La base monetaria, al contrario, non risulta statisticamente significativa in nessuna specificazione, né nel campione completo né nei sottoperiodi. I coefficienti stimati (0.004 – 0.033) non differiscono statisticamente da zero. Questo risultato è coerente con l'ipotesi discussa nel Capitolo III, secondo cui in presenza di dominanza fiscale e instabilità valutaria il canale monetario diretto può risultare subordinato al canale del cambio.

Le riserve internazionali mostrano un coefficiente negativo in tutte le stime, pari a -0.048 nel campione aggregato ($p < 0.01$) e fino a -0.070 nel periodo Fernández (significatività al

⁷⁰ La variabile dipendente è l'inflazione mensile. Tutte le specificazioni includono il termine autoregressivo π_{t-1} . Le variabili macroeconomiche sono espresse come variazioni percentuali mensili (differenze logaritmiche moltiplicate per 100). Le regressioni sono stimate mediante OLS con errori standard robusti HAC (Newey–West, lag = 1). *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$. Dati BCRA

10%). L'accumulazione di riserve risulta quindi associata a una riduzione dell'inflazione mensile compresa tra 0.03 e 0.07 punti percentuali per ogni incremento dell'1% delle riserve. Tale evidenza è coerente con l'interpretazione proposta nei capitoli precedenti, secondo cui la posizione esterna rappresenta un vincolo strutturale che incide sulla sostenibilità del regime di cambio e sulle aspettative di svalutazione.

Nel complesso, le stime OLS confermano empiricamente l'impianto teorico della tesi: l'inflazione argentina appare caratterizzata da elevata persistenza, forte dipendenza dal canale valutario nel breve periodo e un ruolo stabilizzatore – seppur meno robusto – delle riserve internazionali, mentre non emerge evidenza sistematica a favore di un canale monetario diretto nelle specificazioni considerate.

A.4 Modello VAR

Al fine di analizzare la struttura dinamica congiunta tra inflazione, variazione del tasso di cambio ufficiale, crescita della base monetaria e variazione delle riserve internazionali, è stimato un modello VAR nella forma ridotta. La selezione dell'ordine del modello, effettuata mediante criteri informativi (AIC, BIC, HQIC), converge verso una specificazione con un solo ritardo ($p=1$). La stabilità del sistema è verificata controllando che tutti gli autovalori della *companion matrix* abbiano modulo inferiore a 1, condizione necessaria affinché gli shock si attenuino nel tempo e le funzioni di risposta agli impulsi risultino interpretabili.

Il campione effettivo utilizzato comprende 120 osservazioni mensili nel periodo dicembre 2015 – dicembre 2025.

L'equazione dell'inflazione nel VAR (1) è la seguente:

$$\pi_t = c + \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 bm_g_{t-1} + \alpha_3 res_g_{t-1} + \alpha_t dep_fx_{t-1} + u_t$$

| Variabile (lag 1) | Coefficiente | p-value |
|-------------------|--------------|---------|
| π_{t-1} | 0.830 | 0.000 |
| bm_g_{t-1} | -0.011 | 0.612 |
| res_g_{t-1} | -0.057 | 0.003 |
| dep_fx_{t-1} | 0.006 | 0.779 |

Tabella A.3 – Stima VAR (1) in forma ridotta: equazione dell’inflazione ⁷¹

Il coefficiente autoregressivo pari a 0.830 ($p < 0.001$) conferma la forte persistenza dell’inflazione già evidenziata nelle stime OLS e coerente con il fenomeno di inflazione inerziale discusso nel Capitolo III. L’entità del coefficiente implica che oltre l’80% dell’inflazione del periodo precedente si trasmette al periodo corrente, segnalando una dinamica altamente persistente.

La base monetaria non presenta contenuto predittivo statisticamente significativo ($p = 0.612$), rafforzando l’assenza di evidenza per un canale monetario diretto nel breve periodo. Tale risultato è coerente con l’interpretazione sviluppata nei capitoli precedenti, secondo cui l’espansione monetaria agisce prevalentemente attraverso il canale valutario piuttosto che tramite un effetto diretto immediato sui prezzi.

Il tasso di cambio ufficiale, pur risultando significativo nelle OLS contemporanee, non mostra significatività al primo ritardo nel sistema VAR ($p = 0.779$). Ciò suggerisce che il pass-through operi in modo prevalentemente contemporaneo e rapido, piuttosto che con un ritardo sistematico di un mese. Questo risultato integra, senza contraddirla, l’evidenza delle OLS.

⁷¹ La tabella riporta i coefficienti stimati dell’equazione dell’inflazione nel modello VAR(1) in forma ridotta. Le variabili sono espresse come variazioni percentuali mensili (differenze logaritmiche moltiplicate per 100). Il campione copre il periodo dicembre 2015 – dicembre 2025. I p-value sono riportati tra parentesi, dati BCRA.

Le riserve internazionali emergono invece come variabile dinamicamente rilevante: il coefficiente laggato è pari a -0.057 ($p = 0.003$), indicando che un aumento dell'1% delle riserve è associato a una riduzione dell'inflazione nel mese successivo di circa 0.06 punti percentuali. Tale evidenza è coerente con l'ipotesi, discussa nei Capitoli 3 e 4, secondo cui la posizione esterna costituisce un vincolo strutturale per la sostenibilità macroeconomica.

Per verificare formalmente il contenuto predittivo delle variabili, sono condotti test di causalità di Granger verso l'inflazione.

| Ipotesi nulla (H_0) | p-value | Evidenza |
|---|----------------|----------------------|
| dep_fx non Granger-causa infl | 0.779 | Non si rifiuta H_0 |
| bm_g non Granger-causa infl | 0.612 | Non si rifiuta H_0 |
| res_g non Granger-causa infl | 0.003 | Si rifiuta H_0 |

Tabella A.4 – Test di causalità di Granger verso l'inflazione (VAR (1))⁷²

I test confermano che solo le riserve presentano contenuto informativo predittivo nei confronti dell'inflazione, mentre né il cambio né la base monetaria risultano Granger-causali a un mese.

L'analisi è completata mediante funzioni di risposta agli impulsi (orizzonte 12 mesi, specificazione non ortogonalizzata), al fine di valutare la trasmissione dinamica degli shock.

⁷² La tabella riporta i risultati dei test di causalità di Granger a un ritardo nel modello VAR (1). L'ipotesi nulla è di assenza di causalità predittiva. Il livello di significatività considerato è $\alpha = 0.05$. Dati BCRA

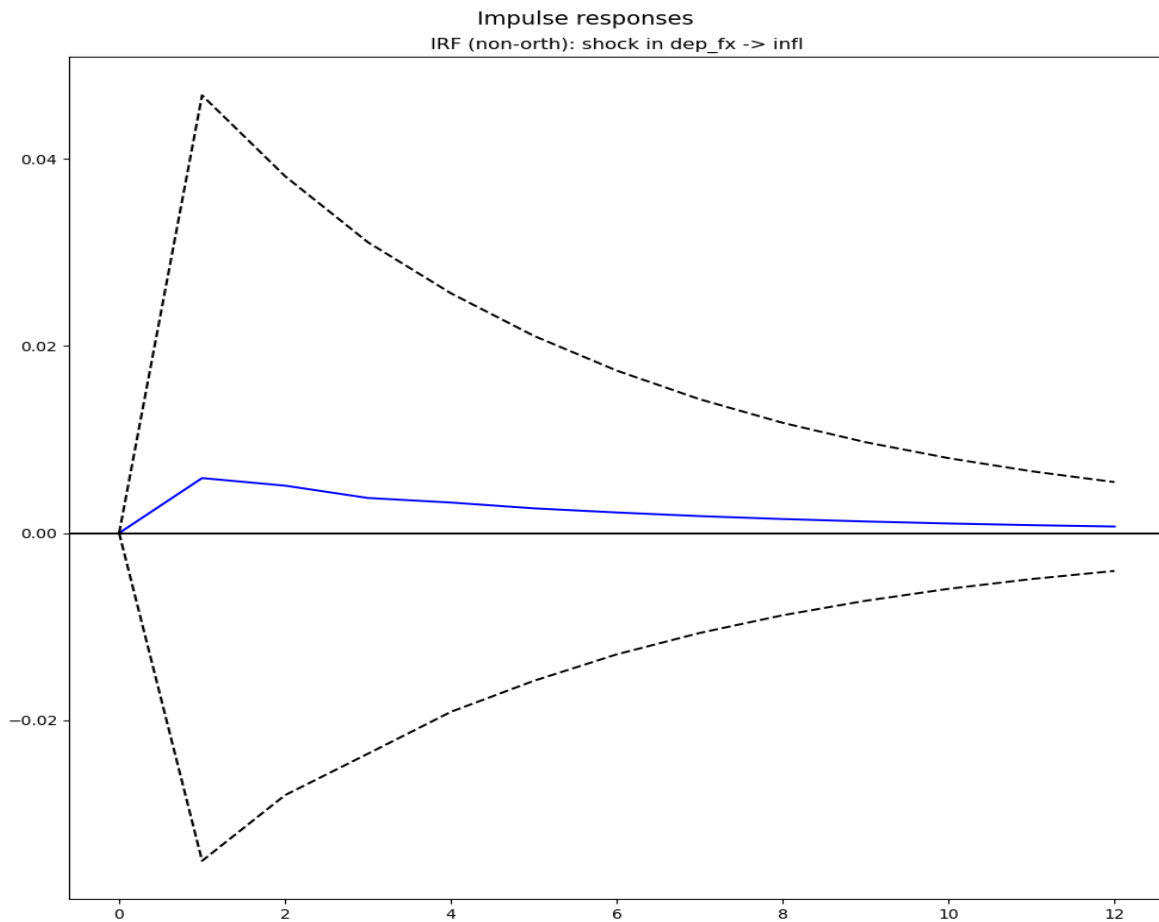


Figura A.1 – IRF: shock in dep_fx → inflazione⁷³

La funzione di risposta agli impulsi mostra che uno shock positivo nel tasso di deprezzamento del cambio genera un aumento iniziale dell’inflazione, che raggiunge il picco nel primo periodo successivo e si riduce gradualmente fino a convergere verso lo zero. Tuttavia, le bande di confidenza includono sistematicamente lo zero lungo tutto l’orizzonte temporale, indicando che l’effetto non risulta statisticamente significativo ai livelli convenzionali.

⁷³ Funzione di risposta agli impulsi calcolata su modello VAR (1) in forma ridotta, specificazione non ortogonalizzata. Le bande tratteggiate rappresentano intervalli di confidenza al 95%. Orizzonte temporale: 12 mesi.

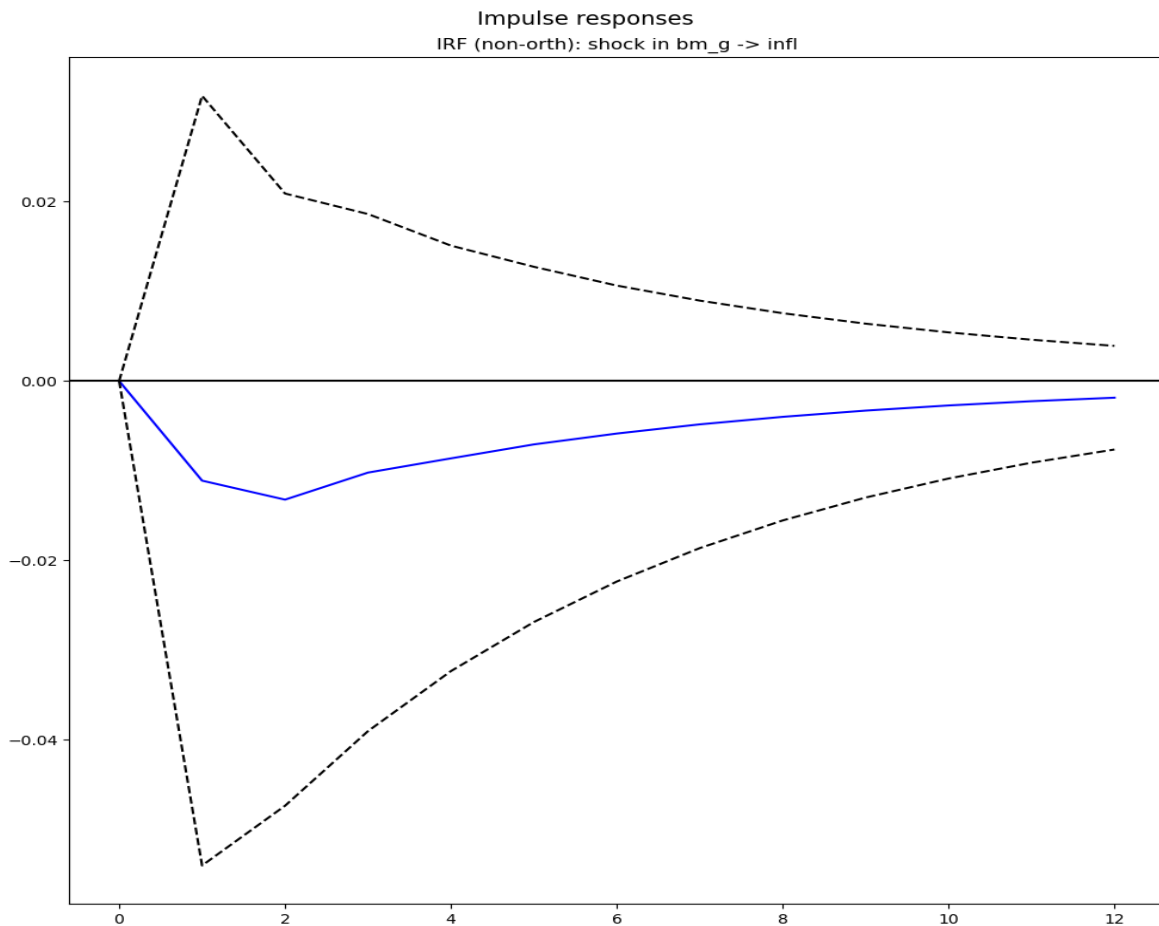


Figura A.2 – IRF: shock in $bm_g \rightarrow$ inflazione⁷⁴

Le funzioni di risposta agli impulsi relative agli shock nella base monetaria mostrano una risposta inizialmente negativa dell’inflazione, che raggiunge il minimo nei primi periodi e converge gradualmente verso lo zero. Tuttavia, le bande di confidenza includono sistematicamente lo zero lungo tutto l’orizzonte temporale, indicando che l’effetto non è statisticamente significativo. Questo risultato suggerisce che, nel periodo analizzato, le variazioni della base monetaria non esercitano un impatto robusto e sistematico sulla dinamica inflazionistica nel breve periodo. Tale evidenza è coerente con i risultati delle regressioni OLS presentate, che evidenziano come la principale determinante dell’inflazione sia la sua componente inerziale, mentre le variabili monetarie svolgono un

⁷⁴ Funzione di risposta agli impulsi calcolata su modello VAR (1) in forma ridotta, specificazione non ortogonalizzata. Le bande tratteggiate rappresentano intervalli di confidenza al 95%. Orizzonte temporale: 12 mesi.

ruolo più limitato nella spiegazione delle fluttuazioni di breve period

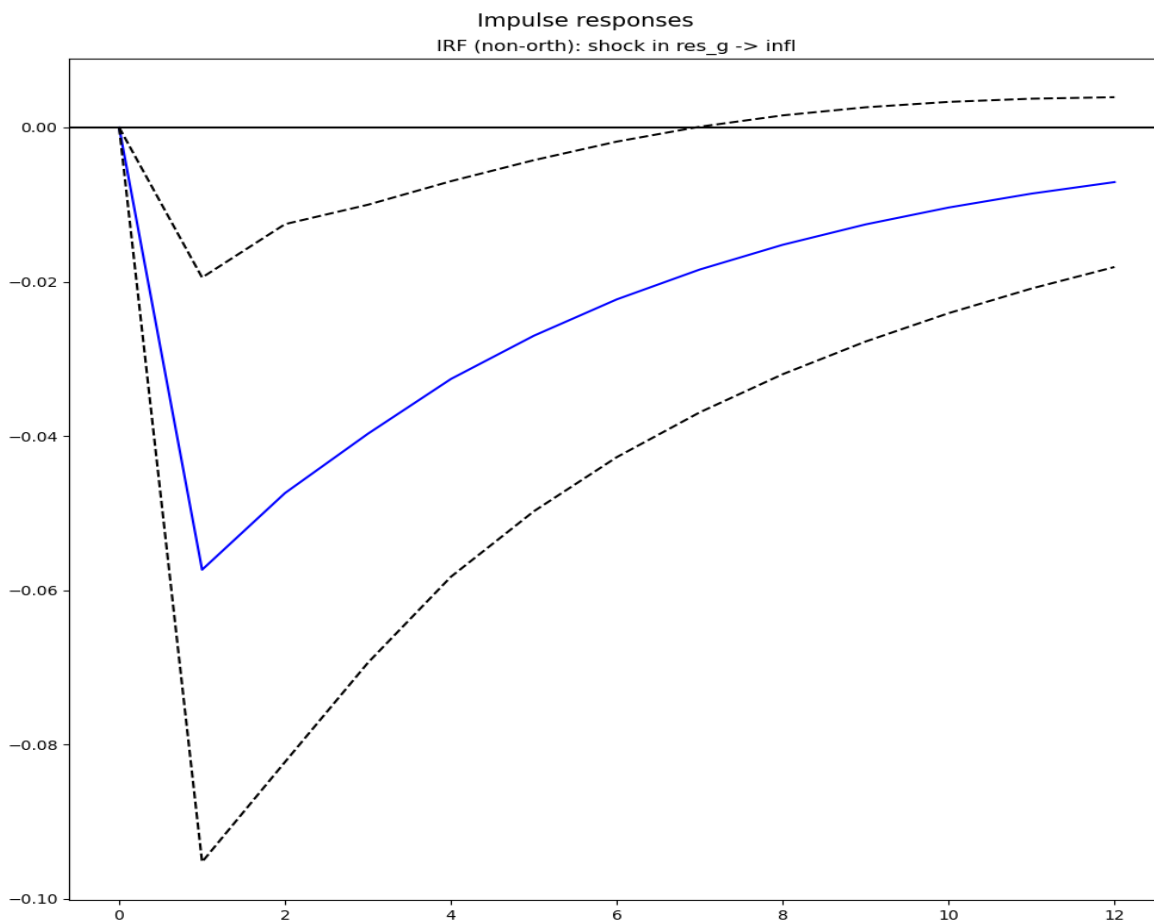


Figura A.3 – IRF: shock in $res_g \rightarrow$ inflazione⁷⁵

La risposta dell'inflazione risulta negativa nel breve periodo, con una riduzione significativa nei primi orizzonti temporali successivi allo shock. In particolare, le bande di confidenza restano interamente al di sotto dello zero nei primi periodi, indicando che l'effetto è statisticamente significativo nel breve periodo. Questo risultato suggerisce che un aumento delle riserve internazionali esercita un effetto stabilizzante sulla dinamica inflazionistica.

Dal punto di vista economico, questo risultato è coerente con il ruolo delle riserve internazionali nel rafforzare la credibilità della politica monetaria e nel ridurre le aspettative

⁷⁵ Funzione di risposta agli impulsi calcolata su modello VAR(1) in forma ridotta, specificazione non ortogonalizzata. Le bande tratteggiate rappresentano intervalli di confidenza al 95%. Orizzonte temporale: 12 mesi.

di svalutazione del cambio, contribuendo a limitare le pressioni inflazionistiche. Tuttavia, l'effetto si attenua progressivamente nel tempo e perde significatività nel medio periodo, quando le bande di confidenza tornano a includere lo zero.

A.5 Sintesi dei risultati econometrici

La presente appendice ha fornito un'analisi econometrica approfondita della dinamica inflazionistica in Argentina attraverso l'utilizzo di modelli di regressione OLS e di un modello VAR, al fine di valutare il ruolo delle principali variabili macroeconomiche nel determinare l'evoluzione dell'inflazione.

Le regressioni OLS hanno evidenziato come l'inflazione presenti un'elevata componente inerziale, risultando fortemente dipendente dai propri valori passati. Le variabili macroeconomiche considerate, in particolare il tasso di deprezzamento del cambio e le riserve internazionali, mostrano una relazione statisticamente significativa con l'inflazione, confermando il ruolo dei fattori esterni e della stabilità monetaria nella determinazione della dinamica dei prezzi.

L'analisi VAR ha consentito di estendere l'indagine a un contesto dinamico, permettendo di esaminare i meccanismi di trasmissione degli shock macroeconomici. Le funzioni di risposta agli impulsi hanno mostrato che gli shock nelle riserve internazionali esercitano un effetto stabilizzante sull'inflazione nel breve periodo, mentre gli shock nel tasso di cambio producono effetti positivi ma limitati, e quelli nella base monetaria non mostrano effetti statisticamente robusti. Nel complesso, gli effetti degli shock risultano temporanei e tendono ad attenuarsi nel tempo.

Nel loro insieme, i risultati confermano che la dinamica inflazionistica nel periodo analizzato è caratterizzata da una forte persistenza e che, sebbene le variabili monetarie ed esterne contribuiscano a spiegare le fluttuazioni inflazionistiche, il principale fattore determinante risulta essere la componente autoregressiva dell'inflazione stessa. Questi risultati sono coerenti con le caratteristiche strutturali dell'economia argentina,

caratterizzata da elevata instabilità macroeconomica, vulnerabilità esterna e persistenti aspettative inflazionistiche.

Bibliografía

Artana, D., Auguste, S., & Burzaco, M. (2020). Monetary policy challenges in Argentina. *CEDLAS Working Paper*.

Banco Central de la República Argentina. (2016). Targets and programs for the development of monetary, financial, credit and exchange policy. Buenos Aires: BCRA.

Banco Central de la República Argentina. (2018). New monetary policy scheme. Buenos Aires: BCRA.

Banco Central de la República Argentina. (2021). Informe de Política Monetaria. Buenos Aires: BCRA.

Banco Central de la República Argentina. (2023). Informe al Congreso 2023 (Informe Anual al Congreso). Buenos Aires: BCRA.

Bank for International Settlements. (2023). Monetary and fiscal policy: Safeguarding stability and trust. Annual Economic Report 2023. Basel: BIS.

Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (1999). Inflation targeting: Lessons from the international experience. Princeton University Press.

Bianchi, F., & Melosi, L. (2017). Escaping the Great Recession. *American Economic Review*, 107(4), 1030–1058.

Bloomberg. (2023). Diferenziale tra tasso di cambio ufficiale e tasso di cambio alternativo in Argentina (2019–2023).

Calvo, G., & Reinhart, C. (2002). Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379–408.

Calvo, G. A. (2019). Sudden stops revisited. *Journal of International Economics*.

Di Giorgio G., *Economía e Política Monetaria*, sexta edición, Wolters Kluwer. 2016.

Heymann, D., & Leijonhufvud, A. (2018). High inflation. *Oxford Handbook of the Argentine Economy*.

INDEC. (2019). Índice de Precios al Consumidor (IPC). Buenos Aires: INDEC.

INDEC. (2024). Índice de precios al consumidor (IPC). Diciembre 2023. Buenos Aires: INDEC.

INDEC. (2026). Índice de precios al consumidor (IPC). Diciembre 2025. Buenos Aires: INDEC.

International Monetary Fund. (2014). *Argentina: Economic Developments*. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund. (2016). *Argentina: Selected Issues (Country Report No. 16/347)*. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund. (2018). *Argentina: First Review Under the Stand-By Arrangement*. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund. (2018). *Argentina: IMF Country Report No. 18/219*. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund. (2018). *Argentina: Request for Stand-By Arrangement*. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund. (2020). *Argentina: Staff Report for the 2020 Article IV Consultation and Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility*. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund. (2021). Argentina: 2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund. (2021). Argentina: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2018 Stand-By Arrangement. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund. (2023). Inflation and Monetary Policy in Emerging Markets. Washington, DC: IMF.

Jácome, L. I., & Lönnberg, Å. (2010). Implementing official dollarization (IMF Working Paper WP/10/106). Washington, DC: IMF.

OECD. (2025). OECD Economic Surveys: Argentina 2025. Paris: OECD.

Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2005). The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics*, 87(3), 423–438.

Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2010). Financial stability, the trilemma, and international reserves. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 57–94.

Reinhart, C., & Trebesch, C. (2016). Sovereign debt relief and its aftermath. *Journal of the European Economic Association*.

Reuters. (2015). Argentina peso plunges after Macri scraps currency controls. 17 December 2015.

Reuters. (2016). Argentina returns to global debt markets after 15 years. 19 April 2016.

Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1–17.

Taylor, J. B. (2000). Low inflation, pass-through, and pricing power. *European Economic Review*.

World Bank. (2018). *Argentina: Escaping Crises, Sustaining Growth, Sharing Prosperity (Systematic Country Diagnosis)*. Washington, DC: World Bank.

BCRA – International reserves & monetary base:

<https://www.bcra.gob.ar/en/international-reserves-and-monetary-base/>

BCRA – Statistics and indicators:

<https://www.bcra.gob.ar/en/statistics-indicators/>

BCRA – Exchange rates (reference & historical):

<https://www.bcra.gob.ar/en/exchange-rates/>

BCRA – Retail exchange rate:

<https://www.bcra.gob.ar/en/retail-exchange-rate/>

BCRA – Exchange statistics:

<https://www.bcra.gob.ar/en/exchange-statistics/>

BCRA – Daily Monetary Report:

<https://www.bcra.gob.ar/en/daily-monetary-report/>

World Bank – Total reserves:

<https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=AR>

World Bank – Inflation (annual %):

<https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=AR>