

INDICADORES: Indicadores monetarios: Comparaciones.



En el reciente discurso de Bausili, presidente del BCRA podemos encontrar algunos puntos importantes de lo que pretenden las autoridades hacer de aquí en adelante. Lo más significativo es el superávit fiscal, y por lo visto para las autoridades es la piedra fundamental, digamos que gran parte del éxito esperado gira a su alrededor, pero no siempre se observa en los bolsillos de la gente ni en la actividad económica, aunque nadie duda de que debe lograrse. El aspecto que aparece luego como central es la remonetización. Por esta razón ponemos tanto énfasis en los indicadores monetarios y, según parece, pasan a segundo término la acumulación de reservas e incluso el tipo de cambio o resultan subyacentes a la monetización. Por ahora según Bausili seguiremos con las bandas, y quizás en algún momento se pueda flotar libremente. Pero todo esto lleva tiempo, aclara y por las dudas reitera la existencia de expectativas negativas y la necesidad de ir paso a paso. Pero se puede suponer que mantener las bandas es parte de la credibilidad que quieren tener, o sea no cambiar de un día para otro.

Cabe preguntarse cómo se remonetizará y se crecerá supuestamente un 50 % adicional en la Base Monetaria. No está claro, por lo menos para mí, como sería esto. El BCRA puede emitir y comprar dólares, siempre la principal fuente genuina es el saldo comercial entre las exportaciones y las importaciones. Bausile reitera: no provendrán de la Cuenta Corriente del balance de pagos, que seguirá siendo negativa o sea que se deben mirar los mecanismos de financiamiento, inversiones, préstamos a privados y provincias. Que por lo visto están funcionando.

Sigamos: Qué pasa o puede pasar cuando se incrementa la oferta monetaria. ¿Cómo y cuánto puede afectar a los precios?

Siempre aparece la discusión del corto y largo plazo en las cuestiones monetarias, pero podemos suponer que si aumenta la oferta monetaria disminuye la tasa de interés. Es lo que está ocurriendo. Sin perder de vista que en el país está siempre presente el tipo de cambio y las expectativas negativas. Entonces, ¿qué ocurre si las tasas son bajas? En principio se supondría que aumenta la demanda monetaria.

Si se afecta el Tipo de Cambio (se deprecia o aprecia el peso), el BCRA no dispondría de los dólares necesarios para intervenir, encauzar, apaciguar y abastecer, si es que pretende eso para sostener las bandas.

Es complicado seguir todo esto, pero teóricamente existe la posibilidad entonces de expandir la base monetaria por estos mecanismos. Debiéramos agregar la disminución de los encajes o directamente préstamos a los bancos. En todos estos procedimientos funciona luego el multiplicador bancario. Se puede agregar que el Tesoro de no renovar la totalidad de las deudas en pesos, puede agregar pesos al mercado.

La Argentina pudo sobrevivir a la inflación porque los indicadores marcharon al mismo compás, por ejemplo la marcha de la Inflación y el PBI a precios corrientes. Otro tanto se puede decir en la relación con el Tipo de Cambio. En algunas oportunidades el Tipo de cambio aparece apreciado o lo contrario, pero el rumbo es similar. O sea que los tres indicadores no se dan mucha ventaja a lo largo de los años recientes.



Jorge A. Moore
Diciembre 2025

Contenido

Comentarios:	3
Sugerencia:	3
Fuentes:	3
1. A manera de introducción	4
1.1 Un poco de historia reciente y algo de lo último.	4
1.2 Itinerario.....	4
2. Comparando indicadores.	7
2.1 Comparación Índice Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) y Riesgo País.	7
2.2 Comparación Reservas Brutas, Base Monetaria y Circulación Monetaria. En millones de dólares corrientes.	7
2.3 Comparación Reservas y compras de billetes. Indicadores: Valores observados: Reservas Brutas (millones de dólares). Atesoramiento. La gente desconfía y se maneja con el dicho filosófico: "plata en mano, culo en tierra".	8
2.4: Inflación, tasa pasiva y tasa activa.	9
2.5 Variación promedios anuales. Inflación e Indicadores monetarios. M1, M2, M3. Circulación monetaria.....	10
3. Indicadores importantes: 2016=100 y Dolarizar.	11
3.1 El año 2016 = 100: indicadores: Tasa política. Riesgo País. Inflación. Tipo de cambio. Liquidez. Conjeturas para cerrar el 2025 y todo el 2026. Mejor observar las variables.	11
3.2 Seguimiento anual. Variaciones: Indicadores. Promedio anual (12 meses) sobre la base mensual de Tipo de Cambio Oficial, Inflación y Producto bruto a \$ corrientes.....	12
3.3 ¿Dolarizar?.....	13
4. Base Monetaria, Circulación Monetaria. Valores. Porcentajes PBI. En dólares y moneda constante.....	14
4.1 Indicadores observados (publicados) y un poco de conjetura, en pesos. Mayo a diciembre de 2025. Saldos de fin de mes. Base Monetaria, Circulación y Depósitos entidades financieras en el BCRA. Millones de pesos.	14
4.2 Variaciones: Valores Observados promedios anuales. Base Monetaria. Circulación. Inflación. Depósitos Entidades Bancarias en el BCRA.	15
4.3 Como % del PBI \$ Corrientes. Base Monetaria. Circulación. Billetes y Monedas fuera del sistema financiero. Circulación en Entidades. Depósitos de Entidades en el BCRA.....	16
4.4 Moneda constante 2004 (ajustado por precios implícitos): Base Monetaria. Circulación Monetaria. Depósitos en el BCRA. Billetes y Moneda fuera del Sistema Financiero. Millones.....	17

4.5 Como % PBI \$ Constantes 2004. Base Monetaria. Circulación Monetaria. Billetes y Monedas fuera del sistema financiero. Depósitos de Entidades Financieras en el BCRA.....	17
4.6 Base monetaria, circulación, depósitos de entidades en el BCRA. En dólares corrientes. Millones.....	18
5. Sector Público: Agregados monetarios.	19
5.1 Gráfico: Valores observados publicados por el BCRA. M1. M2. M3. Públicos en \$ y u\$s. Agregados Monetarios (excluye Circulación Monetaria). Incluye: Cuenta Corriente. Caja de Ahorros. Plazos Fijos. Nación, Provincias, Municipios y Empresas del Estado. Ajuste en dólares. Millones de dólares.	19
5.2 Variaciones de los agregados del Sector Público. Cuenta Corrientes. Cajas de Ahorros y Plazos Fijos. En base a dólares corrientes. Comprende Nación, Provincias y Municipios.	19
6. Sector privado: Agregados monetarios. M0, M1, M2 y M3.	20
6.1 En dólares corrientes mayorista BCRA. Saldos de fin de mes. Incluye Circulación Monetaria. Sector Privado, únicamente tanto en pesos como dólares. Millones de dólares.	20
6.2 Sector privado: M0, M1, M2 y M3. % PBI \$ Corrientes	21

Comentarios:

Con el diario del lunes, ventaja que aprovechamos.

Sugerencia:

Leer con tranquilidad y en algunos casos, como los gráficos pueden resultar densos, paciencia, los párrafos aclaran aportando información de varios años. Tratamos de analizar los indicadores desde varios puntos de vista y abusando de gráficos.

Fuentes:

Se utilizan valores promedio anuales y mensuales, nominales y constantes. Fuentes principales: Ministerio de Economía, Indec, Banco Central de la República Argentina, Boletín Estadístico BCRA, Informe Monetario Mensual, Informe Monetario Diario y Balances semanales.

Panorama económico <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/panhis.xls>

Balances: https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Balances_semanales.asp

Discurso del presidente del BCRA: <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/Santiago-Bausili-presidente-del-BCRA-en-el-evento-Amigos-de-la-Universidad-de-Tel-Aviv.asp>

Guido Zack. Cenital: <https://cenital.com/que-no-flote-ni-se-hunda-el-gobierno-reconocio-la-necesidad-de-acumular-reservas/>

MACRO. Informe de coyuntura nº 7: <https://economicas.uba.ar/informe-macro7/>

1. A manera de introducción

1.1 Un poco de historia reciente y algo de lo último.

1.2 Itinerario

1. Un poco de historia reciente y algo de lo último.
2. Comparando indicadores.
3. Indicadores importantes. Dolarizar. .
4. Base Monetaria, Circulación Monetaria. Valores. Porcentajes PBI. En dólares y moneda constante.
5. Sector Público. Agregados Monetarios.
6. Sector Privado. Agregados Monetarios.

En el reciente discurso de Bausili, presidente del BCRA podemos encontrar algunos puntos importantes de lo que pretenden las autoridades hacer de aquí en adelante. Lo más significativo es el superávit fiscal, y por lo visto para las autoridades es la piedra fundamental, digamos que gran parte del éxito esperado gira a su alrededor, pero no siempre se observa en los bolsillos de la gente ni en la actividad económica, aunque nadie duda de que debe lograrse. El aspecto que aparece luego como central es la remonetización. Por esta razón ponemos tanto énfasis en los indicadores monetarios y, según parece, pasan a segundo término la acumulación de reservas e incluso el tipo de cambio o resultan subyacentes a la monetización. Por ahora según Bausili seguiremos con las bandas, y quizás en algún momento se pueda flotar libremente. Pero todo esto lleva tiempo, aclara y por las dudas reitera la existencia de expectativas negativas y la necesidad de ir paso a paso. Pero se puede suponer que mantener las bandas es parte de la credibilidad que quieren tener, o sea no cambiar de un día para otro.

Cabe preguntarse cómo se remonetizará y se crecerá supuestamente un 50 % adicional en la Base Monetaria. No está claro, por lo menos para mí, como sería esto. El BCRA puede emitir y comprar dólares, siempre la principal fuente genuina es el saldo comercial entre las exportaciones y las importaciones. Bausile reitera: no provendrán de la Cuenta Corriente del balance de pagos, que seguirá siendo negativa o sea que se deben mirar los mecanismos de financiamiento, inversiones, préstamos a privados y provincias. Que por lo visto están funcionando.

Sigamos: Qué pasa o puede pasar cuando se incrementa la oferta monetaria. ¿Cómo y cuánto puede afectar a los precios?

Siempre aparece la discusión del corto y largo plazo en las cuestiones monetarias, pero podemos suponer que si aumenta la oferta monetaria disminuye la tasa de interés. Es lo que está ocurriendo. Sin perder de vista que en el país está siempre presente el tipo de cambio y las expectativas negativas. Entonces, ¿qué ocurre si las tasas son bajas? En principio se supondría que aumenta la demanda monetaria.

Si se afecta el Tipo de Cambio (se deprecia o aprecia el peso), el BCRA no dispondría de los dólares necesarios para intervenir, encauzar, apaciguar y abastecer, si es que pretende eso para sostener las bandas.

El BCRA tiene un volumen de Títulos del Tesoro en su activo (es deuda en definitiva del Tesoro) considerable que alcanza los u\$s 70.000 millones. ¿Cuántos de esos papeles puede utilizarse en operaciones de mercado abierto? Un procedimiento es la compra de títulos a los bancos, pero seguramente el mayor grado de monetización provendría de la compra de dólares.

Es complicado seguir todo esto, pero teóricamente existe la posibilidad entonces de expandir la base monetaria por estos mecanismos. Debiéramos agregar la disminución de los encajes o directamente préstamos a los bancos. En todos estos procedimientos funciona luego el multiplicador bancario. Se puede agregar que el Tesoro de no renovar la totalidad de las deudas en pesos, puede agregar pesos al mercado.

La Argentina pudo sobrevivir a la inflación porque los indicadores marcharon al mismo compás, por ejemplo la marcha de la Inflación y el PBI a precios corrientes. Otro tanto se puede decir en la relación con el Tipo de Cambio. En algunas oportunidades el Tipo de cambio aparece apreciado o lo contrario, pero el rumbo es similar. O sea que los tres indicadores no se dan mucha ventaja a lo largo de los años recientes.

Se puede observar alguna regularidad entre la tasa de intereses pasiva y la inflación mensual. Estimamos que en el 2026 si la inflación continúa en los niveles actuales, la relación podría mejorar o sea la tasa real, pero siempre mirando la volatilidad. Hoy parece lo contrario, la tasa es más baja que la inflación.

Y por si algo faltaba se puede encontrar una relación entre los indicadores monetarios (los M) y la inflación. En los gráficos incluimos aclaraciones.

Trabajamos con valores observados y publicados por el BCRA y algunas conjeturas. Ciertamente abuso de gráficos para lograr más interpretaciones.

Mostramos: entonces Reservas. Riesgo País. Liquidez. ITCRM. Atesoramiento. Oferta monetaria. Valores ajustados con IPC (índice de precios al consumidor), por precios implícitos (Cuentas Nacionales) y dólar (Corrientes) incluyendo conjeturas a los meses que faltan del 2025 y 2026.

Para el cierre del 2025 y todo el 2026 las conjeturas tratan de acercarse a lo previsto por el gobierno, en inflación, tipo de cambio, PBI y variables monetarias al momento, luego Dios sabe. Si algo faltaba para agregar ruidos al ya ruidoso telón de fondo aparecieron como actores protagónicos decisivos Trump y Bessent, descargando un montón de dólares que tanta falta le hacen a Milei, pero no se tiene claro, por lo menos hasta el momento de cerrar este documento, el rumbo que tomará la ayuda. Por supuesto, podemos decir que sacó las papas del fuego.

No obstante se pueden plantear algunas preguntas, todas condicionadas a la ley de gravedad universal y seguramente otras leyes más domésticas.

Pregunta: frente a las compras de billetes verdes: ¿el peso está apreciado? ¿Cuánto de temor, a caballo de las expectativas? ¿Cómo cierra finalmente en el corto plazo? ¿Cuál es el dólar de equilibrio, por si alguien lo vio?

Pregunta: Se puede plantear con las actuales Reservas una ¿flotación “sucia”? o sostener la ¿banda? cueste lo que cueste. ¿Con dólares de USA, eso se facilita? ¿Se busca eso?

Pregunta: ¿La ayuda de USA cambia las reglas y restaura las estanterías que se venían abajo? Si ordena las estanterías.

Pregunta: ¿Cuánto tiempo dura esta ayuda? ¿Condiciones? Para las elecciones fue de gran ayuda, digamos decisoria. ¿Cuánto de Milei y cuánto de Trump?

Pregunta: ¿Cuánto se pueden modificar las variables monetarias posteriores a las elecciones y con ayuda externa? ¿Cómo se monetiza, y cómo se logran aumentar las reservas?

Pregunta: ¿Se está más lejos o cerca para dolarizar? ¿Sigue en la cabeza de Milei? ¿es una pregunta antigua? Digamos que hoy parece como imposible, algo explicamos luego.

Pregunta: ¿Los jóvenes votan a Milei? ¿Por qué?

Como siempre, es más fácil encontrar preguntas que respuestas.

Por ejemplo: Respuesta sobre la inflación. Mil respuestas y todas se van acomodando a los distintos climas políticos. Encontramos algunas respuestas en los documentos teóricos y empíricos.

Repasemos los últimos años:

Lic. Jorge A. Moore diciembre 2025

ITCRM: Los gobiernos (sin ser exigentes en las diferencias políticas) tratan de mantener la inflación baja, algunas veces con la herramienta del tipo de cambio. Eso se puede observar por ejemplo en ciertos casos en el Índice Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) que publica el BCRA.

El gobierno de C.F. finalizó con un bajo nivel del Índice, cerca de los 75 puntos (especialmente por un peso apreciado). Macri levantó el CEPO en el 2015 y durante los dos primeros años pudo sostener un ITCRM alrededor de los 90 puntos; luego, en el 2018 y 2019, el tipo de cambio voló y también el ITCRM, acompañado de problemas severos (devaluaciones y otras cuestiones).

El cambio de gobierno en el 2019, rodeado de fragilidades, provocó otro colapso. El ITCRM fue disminuyendo, nuevamente se registró el peso apreciado pero sostenido con el CEPO aplicado por Macri. Alberto Fernández mantuvo el mismo plan hasta el inesperado cambio de gobierno con Milei.

Milei inició la gestión con una fuerte devaluación (peso depreciado) y elevó el ITCRM (132 puntos), pero duró muy poco. La inflación brincó fuertemente. El ITCRM se fue achicando junto a la apreciación del peso y la reducción de la inflación hasta digamos el mes de abril del 2025, donde nuevamente el dólar subió y la desconfianza cundió o apareció el “complot”.

Levantamiento del CEPO en abril de 2025. Otras complicaciones con el tipo de cambio en ascenso (peso un poco depreciado) y desesperación del gobierno para mantenerlo lo más bajo posible. En este caso por debajo de la cota superior que se había acordado con el FMI después de recibir unos cuantos dólares. De abril a octubre de 2025, Milei no la tuvo fácil.

RIESGO PAÍS: El Riesgo País hasta inicios del 2018 se mantuvo relativamente bajo, pero superando mayormente los 400 puntos y por debajo de los 800 puntos. Luego se fue elevando desde la mitad del 2018 y especialmente en los últimos meses del 2019 hasta el cambio de gobierno con Alberto Fernández.

En el 2023 (diciembre), con un nuevo gobierno, el de Milei, no se logró una disminución significativa, oscilando alrededor de los 700 puntos. Si bien lo bajó desde los altos niveles anteriores, no ha logrado hasta el momento reducirlo por debajo de los 400 puntos, supuestamente debiera ser un logro con la inflación baja y la mejora fiscal. Pero no. Por ahora persiste en los 700/600 puntos, pero disminuyendo.

Se puede observar en el gráfico (más adelante). En estos pocos años que analizamos, a pesar de contar con un elevado ITCRM (por efecto de devaluaciones en algunos momentos e inflación baja), el Riesgo País se reduce, pero también con un ITCRM bajo el Riesgo País persiste elevado. Es una manera de observar la marcha complicada de la economía.

RESERVAS BRUTAS: Las Reservas Brutas siempre presentan fuertes variaciones, cuando más crecieron lo hicieron con el aporte del FMI (2018 y 2019) y también por ingresos de capitales (2016 y 2017) y sin CEPO. A fines del 2019 se aplicó nuevamente el CEPO, pero no alcanzó para evitar la disminución de las Reservas.

En el gobierno de Milei, y mayormente por el FMI, se elevaron parcialmente las reservas, pero los ruidos se acentuaron y el tipo de cambio se movió por encima de lo esperado por las autoridades en los meses previos a las elecciones. El financiamiento de Trump logró modificar lo anterior y ganar las elecciones. ¿Llegó el momento de acumular reservas?

ATESORAMIENTO: Queda claro que cuando se levanta el CEPO como en el 2015 con Macri, vuelve nuevamente con fuerza el atesoramiento o compras de dólares por las razones que fueran. Esto duró hasta octubre de 2019 donde se aplica nuevamente el CEPO que dura hasta abril del 2025. Nuevamente se observa la fe inquebrantable en compradores de dólares, a pesar de todas las recomendaciones, cambios fiscales y monetarios de Milei. Es la situación en estos meses con sobresaltos y subas y bajas en todos los activos. Lo nuevo es el escenario post electoral que ha cambiado bastante lo anterior.

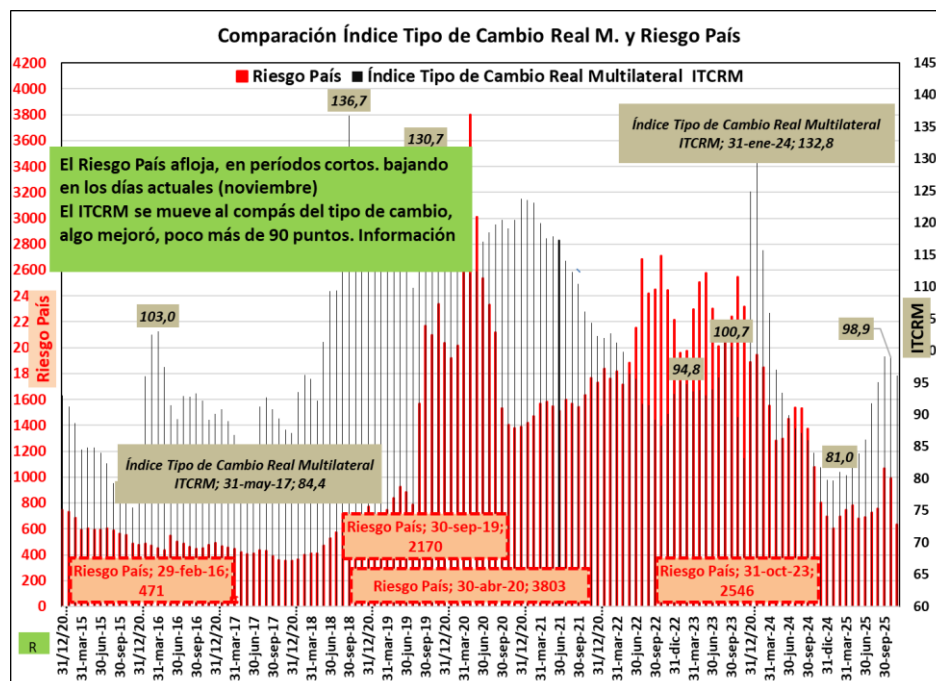
RIESGO Y RESERVAS: Encontramos contradicciones en estos datos. El Riesgo País crece a partir del 2018, a pesar del fuerte crecimiento de las Reservas Brutas. Luego parece más razonable. A partir de octubre del 2019, las Reservas comienzan a disminuir y el Riesgo se dispara. Con Milei las Reservas crecen, debido a la ayuda del FMI y más recientemente de Trump. ¿Cómo sigue esta película?

2. Comparando indicadores.

2.1 Comparación Índice Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) y Riesgo País.

Riesgo País: Desde la fecha que analizamos nunca se logró una disminución significativa, solo por pocos meses con Macri en el 2017, alrededor de los 360 puntos, luego siempre el desierto. Esto obviamente alimenta el apetito por los dólares, entonces CEPO como para poner límites. Milei lo levanta, por lo menos parcialmente. El R. País está en baja en los días de diciembre, alrededor de los 600 puntos.

ITCRM: sujeto a las variaciones del Tipo de cambio e inflación interna y externa. En los meses recientes aumenta el Riesgo País y algo mejora el ITCRM alcanzando a superar los 100 puntos. Pero es una marca volátil. En los días de diciembre, nuevamente en baja.



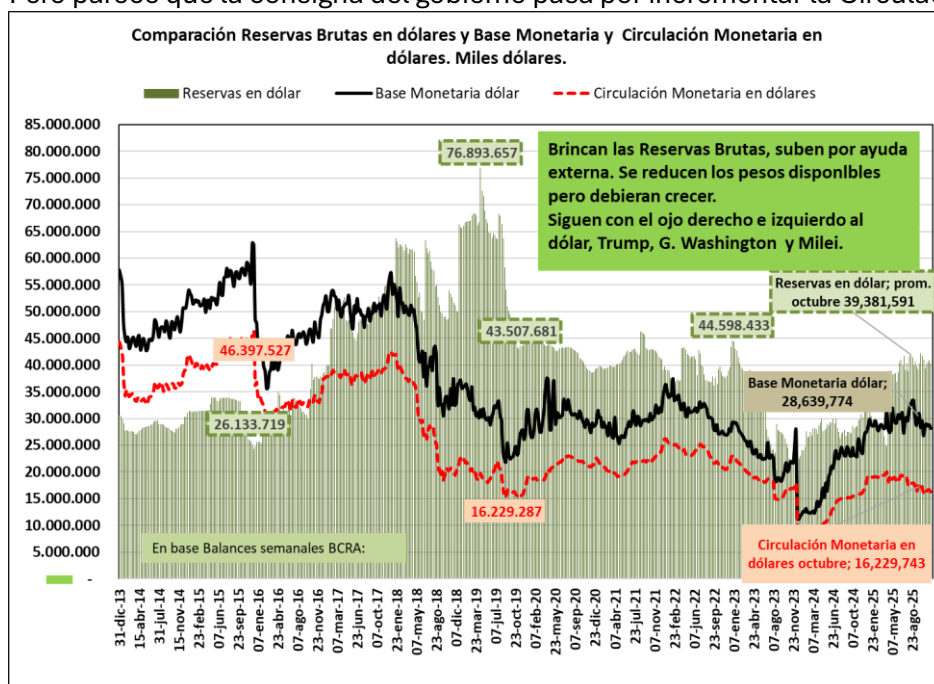
2.2 Comparación Reservas Brutas, Base Monetaria y Circulación Monetaria. En millones de dólares corrientes.

Según se observa en el gráfico, en los meses recientes (2025) crecen las Reservas Brutas, producto fundamental del aporte del FMI, pero también crece la Base Monetaria y al mismo tiempo aumentan los encajes, o sea lo que finalmente depositan las entidades financieras

en el BCRA. Algo de eso hace disminuir la Circulación Monetaria, pero la mayor disminución, conjeturamos, es producto de las fuertes compras en los últimos 7 meses de billetes verdes para atesoramientos, viajes y otras cuestiones, entregando pesos y dejando los dólares en el colchón o en cajas de ahorro en los bancos.

El gobierno desespera por sostener el tipo de cambio (que no haya caída y que no se dispare), y esto cada día tiene un costo, pareciera que la última trinchera es la ayuda de Trump y Bessent. A pesar de la baja de la Circulación Monetaria y de otras medidas restrictivas, no ahogó las compras de dólares.

Se observa la **baja** de la Circulación Monetaria (o sea la guita que se mantiene mayormente en los bolsillos y en empresas) en los últimos 4 meses en más de u\$s 2.000 millones. Se alcanza en setiembre-octubre los u\$s 16.000 millones, en tanto la Base Monetaria se mantuvo en los u\$s 30.000 millones, aumentando los Depósitos de los bancos en el BCRA. Pero parece que la consigna del gobierno pasa por incrementar la Circulación Monetaria.



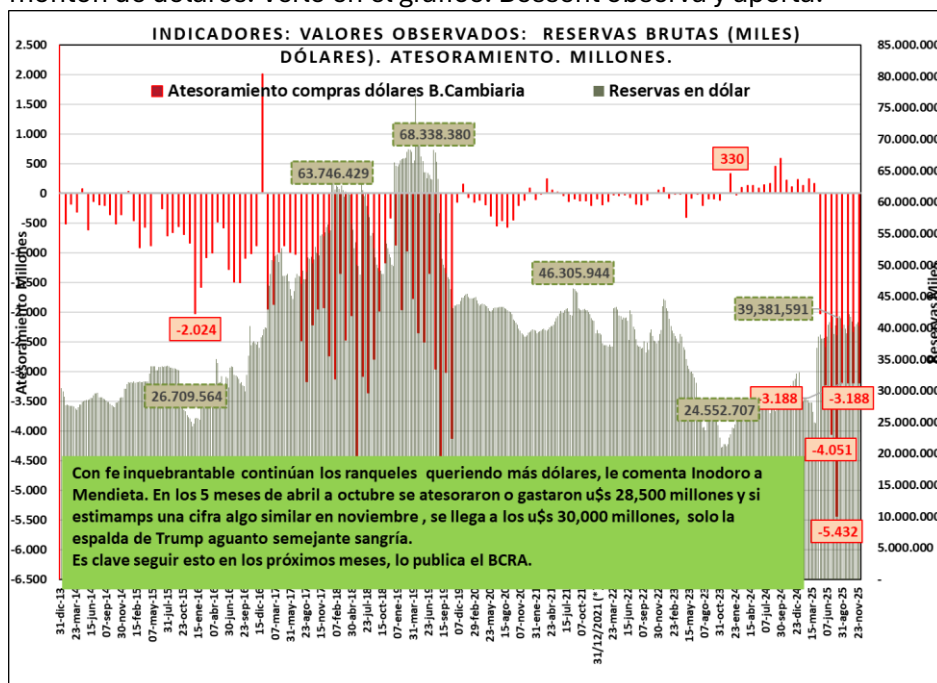
2.3 Comparación Reservas y compras de billetes. Indicadores: Valores observados: Reservas Brutas (millones de dólares). Atesoramiento. La gente desconfía y se maneja con el dicho filosófico: "plata en mano, culo en tierra".

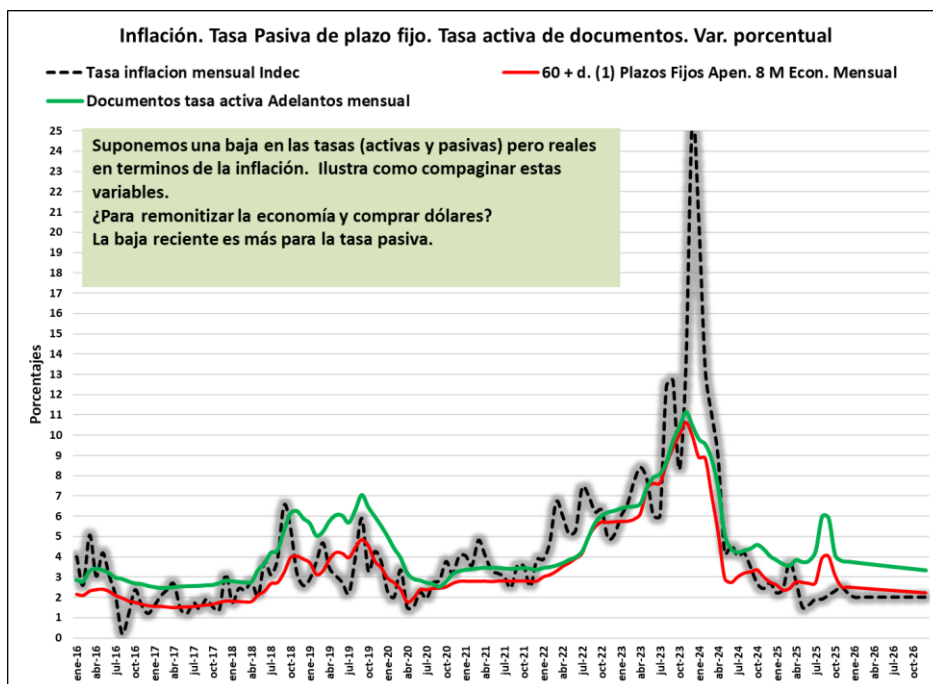
Este gráfico completa el anterior. Es posible que haya muchas explicaciones para entender tanto la acumulación de Reservas como el Atesoramiento de acuerdo con el Balance Cambiario (**Compra venta de billetes y divisas sin fines específicos del sector privado no financiero**). Es una especie de historia repetida, se levanta el CEPO en el 2015, crecen las Reservas Brutas, y estas últimas alimentan las compras de billetes. En el período de Macri se fue más de lo aportado por el FMI, se acentuaron (las compras) a fines del 2019, especialmente por las elecciones, y se volvieron vanos los intentos de mantener el tipo de cambio en un valor determinado. Nuevamente el CEPO duró varios años y le permitió a A.F. salvar la ropa en este aspecto. Levantado por Milei en la mitad del 2025, y nuevamente se repite la historia, crecen las Reservas Brutas y crecen las compras de billetes, pero en cinco meses se fue más del primer aporte del FMI. Las autoridades tratan de sostener el valor del

dólar. Pero hasta el momento continúan fuertes las compras. Ahora los dólares de Trump le dan oxígeno a Milei. No es poco.

Reservas Brutas: Podemos observar que las Reservas Brutas siempre presentan fuertes variaciones. Cuando más crecieron lo hicieron con el aporte del FMI (18 y 19) y también por ingresos de capitales (16 y 17), y en este período sin CEPO. A fines del 2019 se aplicó nuevamente el CEPO, pero no alcanzó para evitar la disminución de las Reservas. En el gobierno de Milei, y mayormente por el FMI, se elevaron parcialmente las reservas, pero los ruidos se acentuaron y el tipo de cambio se movió por encima de lo esperado por las autoridades, esa es hoy la situación. Sin CEPO parcial y con dólares de Trump y del FMI.

Atesoramiento: Queda claro que cuando se levanta el CEPO como en el 2015 vuelven nuevamente con fuerza el atesoramiento o compras de dólares. Esto duró hasta octubre de 2019, donde se aplica nuevamente el CEPO que se extendió hasta abril del 2025. Nuevamente se observa la fe inquebrantable en compradores de dólares, a pesar de todas las recomendaciones y cambio de Milei. Esta es la situación: en pocos meses se fueron un montón de dólares. Verlo en el gráfico. Bessent observa y aporta.





2.5 Variación promedios anuales. Inflación e Indicadores monetarios. M1, M2, M3. Circulación monetaria.

Digamos la inflación y los indicadores monetarios tienen bastante asociación. En algunos momentos la inflación pareciera que se adelanta a los indicadores.

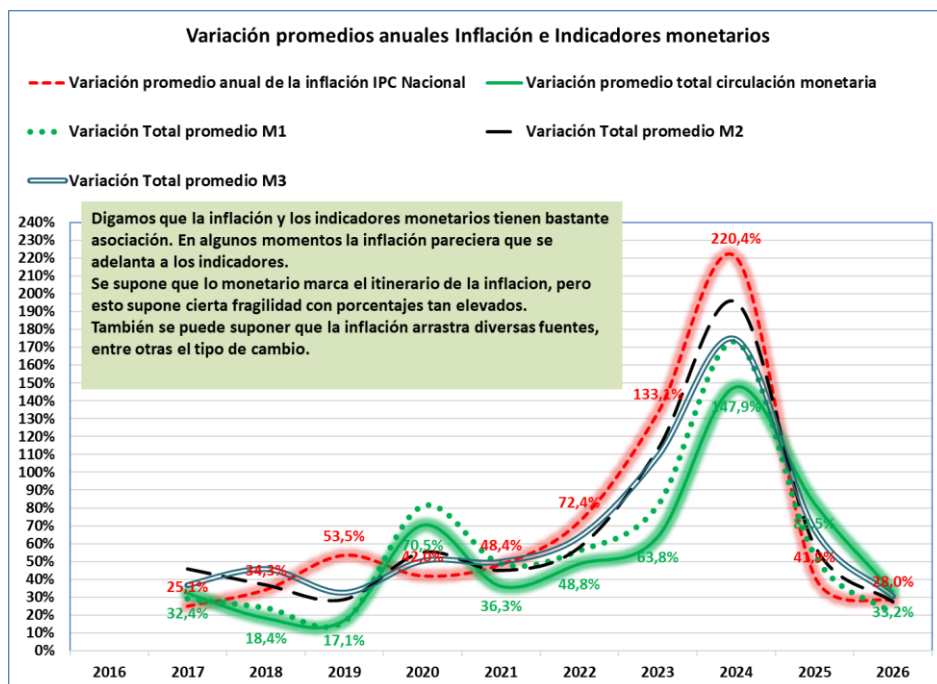
Se supone que lo monetario marca el itinerario de la inflación, pero esto no es simple de afirmar con las fragilidades elevadas.

También se puede suponer que la inflación arrastra diversas fuentes; entre otras, el tipo de cambio.

Ajustamos diciembre 2025 a la presunta inflación y otro tanto con los indicadores monetarios.

Si el gobierno quiere monetizar, sin alentar la inflación: ¿cuánto debería ser el aumento de la Circulación Monetaria en el 2026? Y que la demanda monetaria se incremente o sea tener más pesos.

En los meses observados, la disminución % anual tanto de la inflación como de los indicadores es importante.



3. Indicadores importantes: 2016=100 y Dolarizar.

3.1 El año 2016 = 100: indicadores: Tasa política. Riesgo País. Inflación. Tipo de cambio. Liquidez. Conjeturas para cerrar el 2025 y todo el 2026. Mejor observar las variables.

Hacemos el 2016=100: Se pueden observar los cambios con los datos mensuales. Desconciertan al más pintado las idas y vueltas. Excepto la inflación y el tipo de cambio que forma una yunta casi inseparable a lo largo de los meses analizados sin sacarse mucha ventaja.

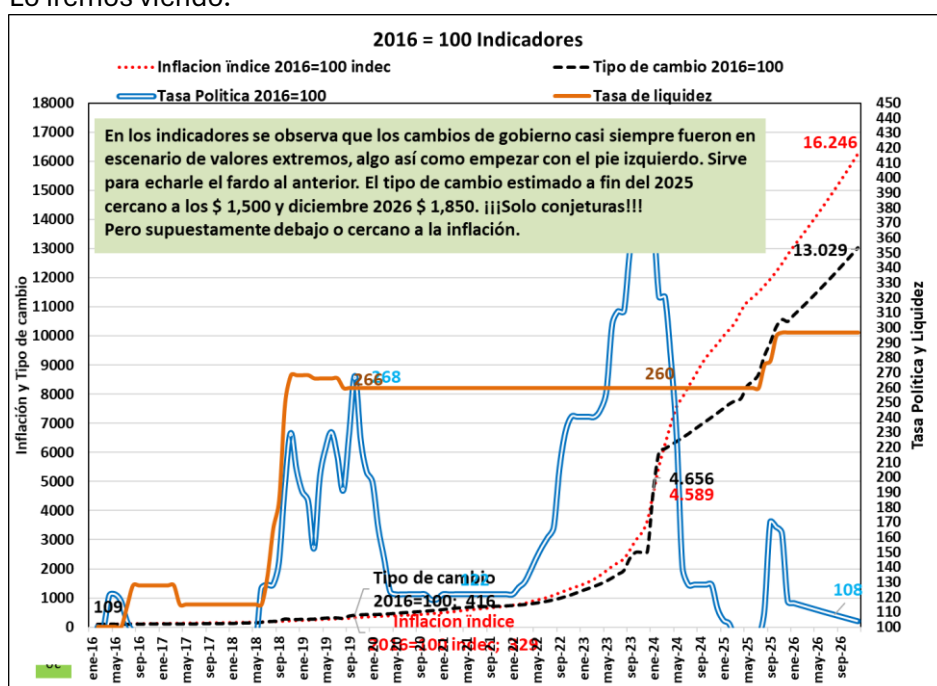
Debe entenderse cómo aumentó el Riesgo País. Siete veces en algún momento sobre el nivel del 2016. Otro tanto cuando cae por debajo, pero no es frecuente. Las estimaciones para cerrar el 2025 y el 2026 se realizan utilizando las propuestas del Gobierno. Pueden fallar. Veamos con mayores detalles.

Riesgo País: En pocos meses desde el 2018 primero se duplicó, luego alcanzó valores fuera de toda racionalidad y continuó en un largo período. Con Milei algo se controló, pero no se modificó el nerviosismo del indicador. Hoy resulta ser una de las mayores preocupaciones del gobierno, aunque lograron reducirla. Trump y Bessent también le dan importancia.

Liquidez: Los primeros años que analizamos la Liquidez navegó en aguas tranquilas y poco profundas, a partir del 2018 se eleva y acompaña la fuerte suba de la Tasa de Política Monetaria, siempre en el intento de controlar el dólar y la inflación. Milei hace subir la tasa de Liquidez y otro tanto las Tasas Monetarias. Los dos momentos de aumento de la Liquidez se producen cuando se desordenan los indicadores, el primero en junio del 2018 y el segundo en julio-agosto del 2025.

Tipo de Cambio e Inflación: Tanto el Tipo de Cambio como la Inflación no se sacan grandes ventajas y los intentos de frenar el dólar no son de larga duración. Verlo en el gráfico. En este largo plazo y con algunas conjeturas, el Tipo de Cambio (digamos dólar)

aparece con puntos rezagados y el intento por lo menos hasta el momento es que siga así. Lo iremos viendo.



3.2 Seguimiento anual. Variaciones: Indicadores. Promedio anual (12 meses) sobre la base mensual de Tipo de Cambio Oficial, Inflación y Producto bruto a \$ corrientes.

En este gráfico se tratan de ver las variaciones anuales sobre base mensual de los indicadores para seguir las diferencias frente a eventos que mensualmente pueden no ser sencillos de observar. Las variaciones porcentuales se corresponden al **“mes actual / igual mes año anterior”**.

¿Por qué? Permite ver con un mayor lente las variaciones. Esto mismo se podría hacer en forma trimestral o como queramos. Cada número aparece en las líneas que destacamos. En este caso, es el valor del dólar porcentual de las variaciones mencionadas.

Como se observa las variables no siempre se mueven en forma acompasada, responden a distintas medidas y muchas veces a desesperadas medidas. Unos cuantos años para ver.

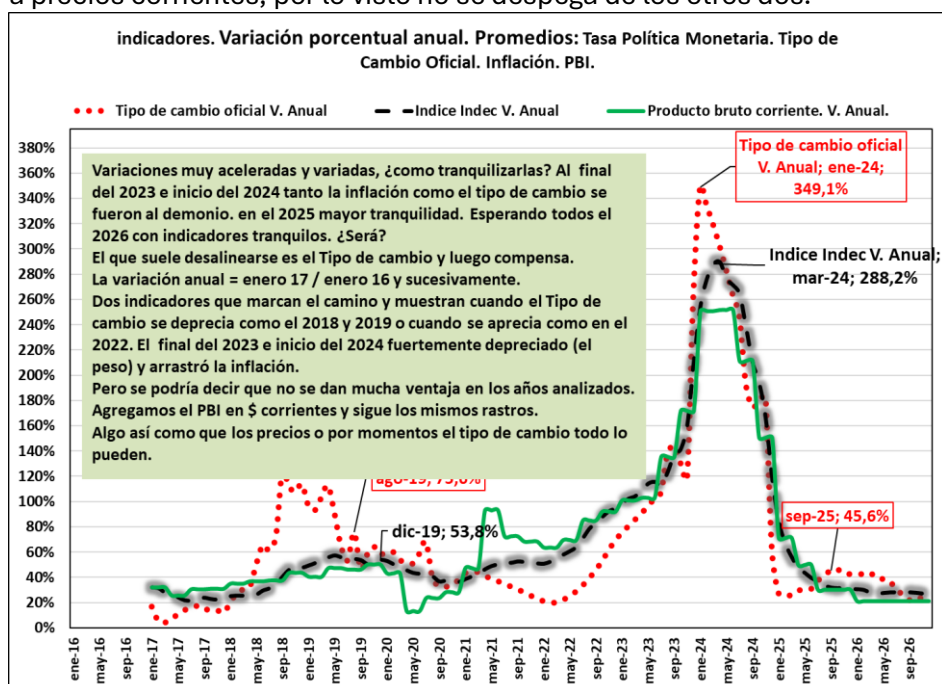
Inflación y Tipo de Cambio: Destacamos que la **Inflación** (negrita, líneas cortadas) es la que se muestra más en armonía con el **Tipo de Cambio** (mayorista). Se mantiene un respetable crecimiento desde el 2017 y el gráfico permite mostrar algunos momentos donde aparecen menores o mayores porcentajes, por ejemplo, en el año inicial (2017).

Luego llegan los desbocados aumentos en el **Tipo de Cambio** que a su vez producen una elevación de la inflación durante todo el 2018 y que algo se atenúa en 2020. Pero superado el Covid-19 la Inflación continúa lo más campante en su ascenso y se puede ver en el gráfico.

Con una primera explicación, el Tipo de Cambio Oficial (línea puntos rojos) se mantiene apreciado durante ese período.

El mercado, los impacientes, los marcianos, los ahorristas, los especuladores le pegaron fuerte en el 2018 y 2019, y algo similar con el final de A.F. Pero en la actualidad (Milei mediante) el peso y el dólar logran “cierta” tranquilidad. No es fácil de sostener esto y como dice Mendieta “el tiempo dirá”. Los porcentajes del 2025 y 2026 son conjeturas tratando de

seguir los números oficiales. Optimistas. Agregamos para observar las variaciones del PBI a precios corrientes, por lo visto no se despega de los otros dos.

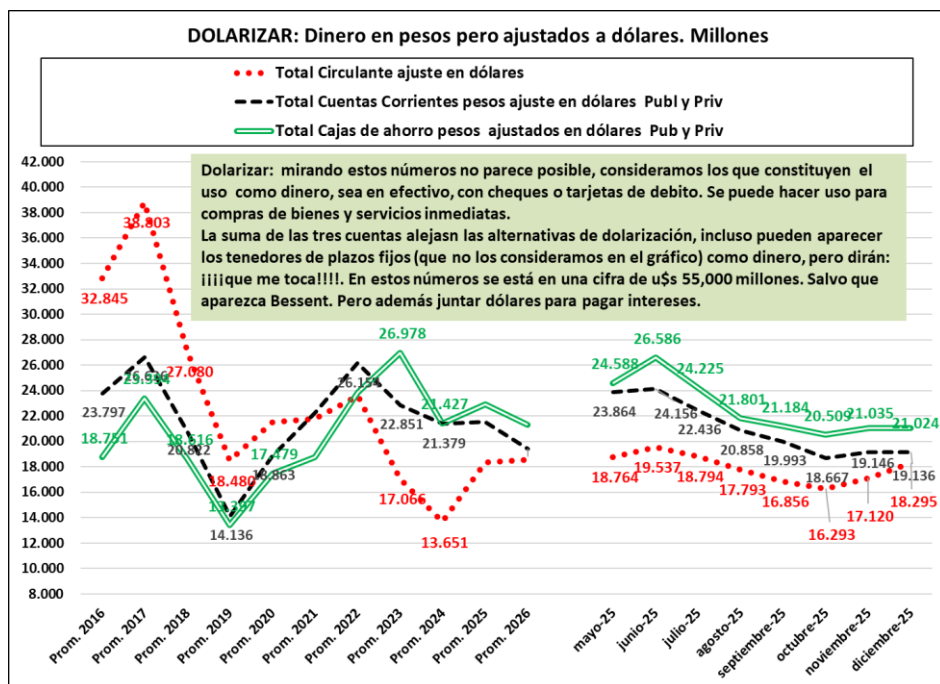


3.3 ¿Dolarizar?

Dolarizar: mirando estos números no parece posible. Consideramos los que constituyen el uso como dinero, sea en efectivo, con cheques o tarjetas de débito. Se puede hacer uso para compras de bienes y servicios inmediatos.

La suma de las tres cuentas aleja las alternativas de dolarización, incluso pueden aparecer los tenedores de plazos fijos (que no los consideramos en el gráfico) como dinero, pero dirán: que me toca. Estos números ascienden a una cifra de u\$s 55.000 millones. Salvo que aparezca Bessent.

Se debe reconocer que los números presentan una cifra importante de depósitos (pesos convertidos a dólares) en dólares en Caja de Ahorro cercana a los u\$s 25.000 millones, una cifra mucho menor en Plazos Fijos en dólares de alrededor de los u\$s 7.000 millones, no diferenciamos en estos valores el sector público del privado. Los mayores corresponden al sector privado. Pero por si esto fuera poco el Tesoro y el BCRA deben juntar dólares para pagar intereses. Y de paso resolver eventualmente las cuestiones legales y constitucionales.



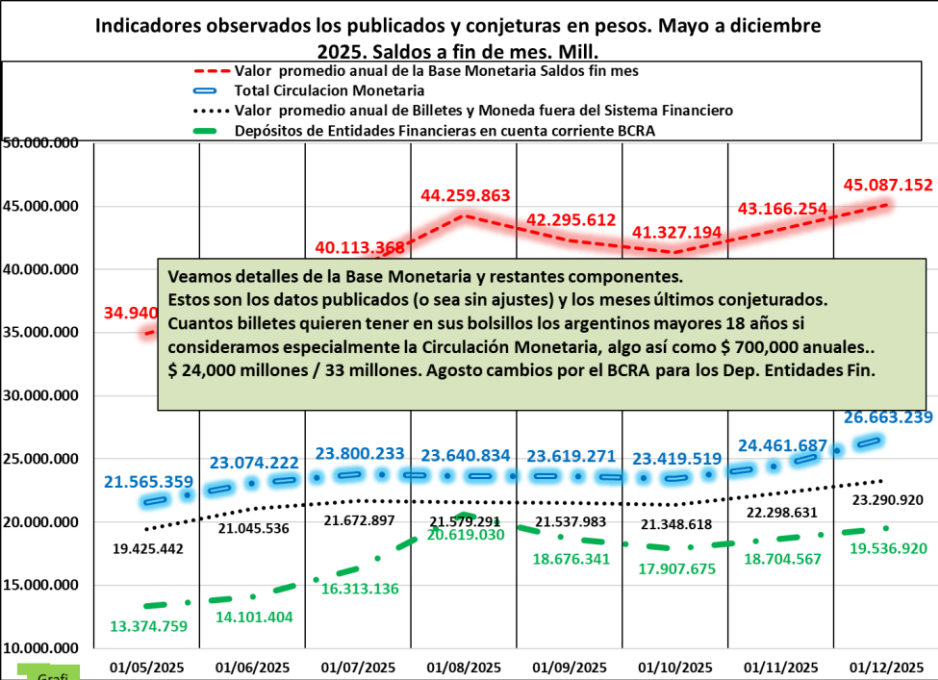
4. Base Monetaria, Circulación Monetaria. Valores. Porcentajes PBI. En dólares y moneda constante.

4.1 Indicadores observados (publicados) y un poco de conjetura, en pesos. Mayo a diciembre de 2025. Saldos de fin de mes. Base Monetaria, Circulación y Depósitos entidades financieras en el BCRA. Millones de pesos.

Estamos conjeturando los meses últimos. Pedimos disculpas por los errores posibles. Destacamos la Base Monetaria y la Circulación Monetaria, esta última es la que genera la mayor liquidez y es la cantidad de pesos que los argentinos prefieren mantener en sus bolsillos. En este caso incluimos el efectivo que disponen las entidades financieras, que son siempre cifras menores. El otro dato resulta importante: Depósitos de las Entidades Financieras en el BCRA, por cuestiones de liquidez o frente a riesgos, voluntarios o por decisión del BCRA. **Pero finalmente la cantidad de dinero circulando depende tanto de la Base como de los Depósitos en los Bancos, y más adelante observamos los agregados monetarios publicados por el BCRA, M0, M1, M2 y M3, tomarlo con calma. En agosto 2025 aumentaron los bancos los depósitos en el central por los cambios del BCRA. Verlo en el gráfico.**

Conjeturamos que por ahora no se ven signos de un crecimiento de la Circulación Monetaria. Sí es claro el fuerte crecimiento de los Depósitos de Entidades Financieras en el BCRA, en pocos meses se elevó en \$ 6.000.000 millones. Esto implica una fuerte reducción del multiplicador bancario y créditos. Seguramente debiera reducirse.

Simplemente, en tren de conjetura los argentinos mayores de 18 años, que alcanzan los 33.000.000, tienen en sus bolsillos (imaginemos) una cantidad mensual de \$ 700.000 (\$ 24.000.000.000.000 / 33.000.000). Obviamente, esto es solo billetes, no otros que también pueden tener liquidez como depósitos en Cuenta Corriente y hasta podríamos agregar en Caja de Ahorro. Si lo medimos por los dólares que supuestamente tenemos en el exterior o en el colchón la cifra es de u\$s 270.000.000.000, que divididos por los 33.000.000 habitantes da la suma de u\$s 8.200, cifra algo así como la mitad del per cápita en dólares. Que dice Inodoro cuando analiza con Mendieta estos números, el problema “es la injusta distribución de la pobreza”.



4.2 Variaciones: Valores Observados promedios anuales. Base Monetaria. Circulación. Inflación. Depósitos Entidades Bancarias en el BCRA.

Ponemos el acento y porcentajes en la Inflación y Circulación Monetaria.

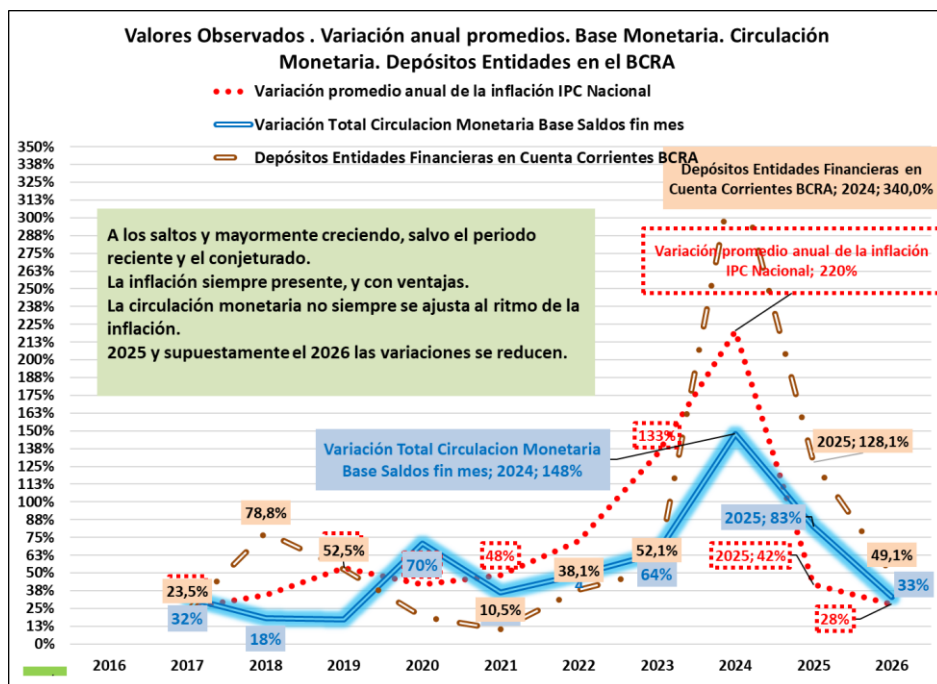
Como se observa en el gráfico, variaciones anuales superan el 200 % (2024) y alcanzan un alto valor como promedio en la mayoría de los años, demasiado para los indicadores analizados.

Los mayores porcentajes de variaciones corresponden a la inflación, casi siempre con ventajas y se aproxima bastante la Circulación Monetaria. Se puede decir que en algunos años se utiliza la Circulación Monetaria para tratar de aplacar la inflación y no siempre se logra, sea con la tasa de interés, encajes o títulos. En las conjeturas “imaginamos” que finalmente el 2025 será de ventaja para la Circulación Monetaria sobre la inflación, siempre en valores promedios anuales. Seguramente en el 2026 debiera ser también.

Por ahora estamos estimando los últimos meses del 2025 (también 2026). De acuerdo con la inflación posible, muestra un elevado porcentaje como promedio (no diciembre diciembre).

Los elevados Depósitos de los Bancos en el BCRA fueron en 2018 y en el 2024. Según las conjeturas, la Circulación Monetaria se mantendría en el cierre del 2025 y 2026 cercana a la inflación o mayor.

Esto es pura conjetura respetando algunos números del gobierno.

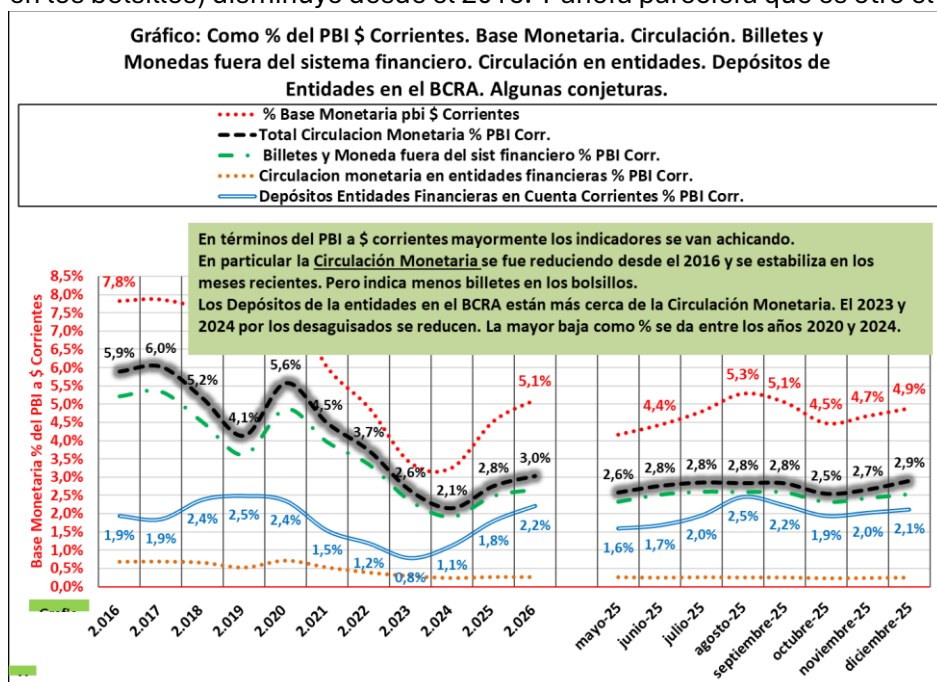


4.3 Como % del PBI \$ Corrientes. Base Monetaria. Circulación. Billetes y Monedas fuera del sistema financiero. Circulación en Entidades. Depósitos de Entidades en el BCRA.

Por lo visto, se fueron reduciendo los porcentajes en términos del PBI a \$ corrientes en los indicadores, especialmente entre el 2020 y 2024, respecto de la Circulación Monetaria.

Observamos que, de acuerdo a las conjeturas, los Depósitos de Entidades en el BCRA han tenido un crecimiento en los últimos años. Pero se debe recordar que en agosto 2025 el BCRA dispuso cambios.

La Circulación Monetaria se mantiene prácticamente en los mismos valores mensuales desde mayo de 2025. Pero el gráfico da indicios de que la Circulación Monetaria (Billetes en los bolsillos) disminuye desde el 2016. Y ahora pareciera que es otro el criterio.



4.4 Moneda constante 2004 (ajustado por precios implícitos): Base Monetaria. Circulación Monetaria. Depósitos en el BCRA. Billetes y Moneda fuera del Sistema Financiero. Millones.

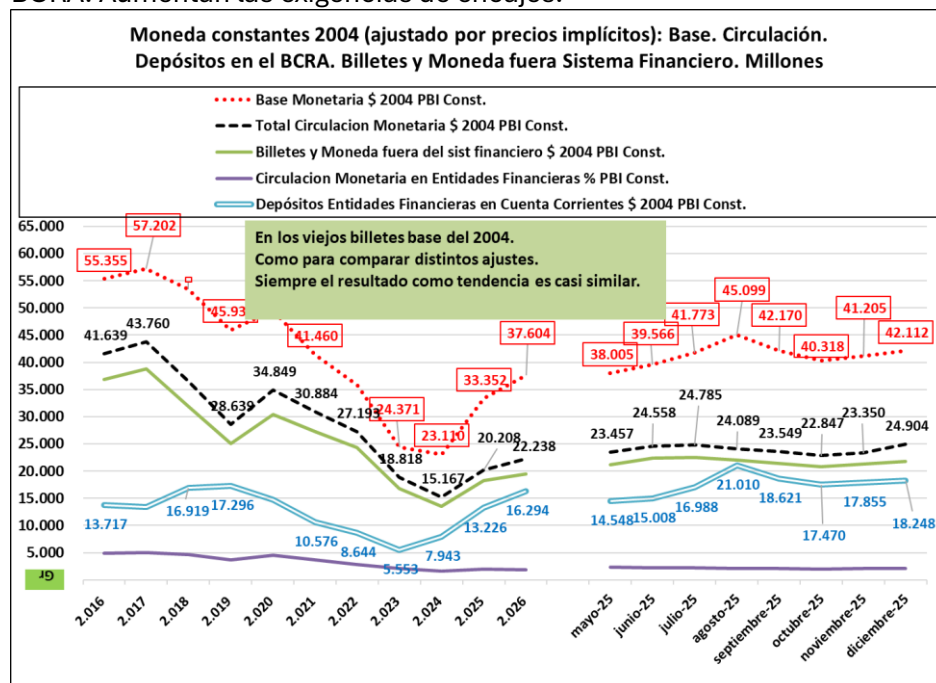
Veamos en los viejos pesos del 2004. Hacemos varias comparaciones, no para confundir sino simplemente para indicar que cualquiera fuera el procedimiento las tendencias son similares.

Valores ajustados por precios implícitos, y en el siguiente gráfico el % del PBI constante del 2004.

La fuerte caída del 2023 y 2024 se origina en la elevada inflación y el tipo de cambio.

Luego la Circulación Monetaria parece estabilizarse en valores cercanos a los \$ 23.000 millones del 2004.

Los Depósitos de las Entidades Financieras crecen en agosto de 2025 por la política del BCRA. Aumentan las exigencias de encajes.



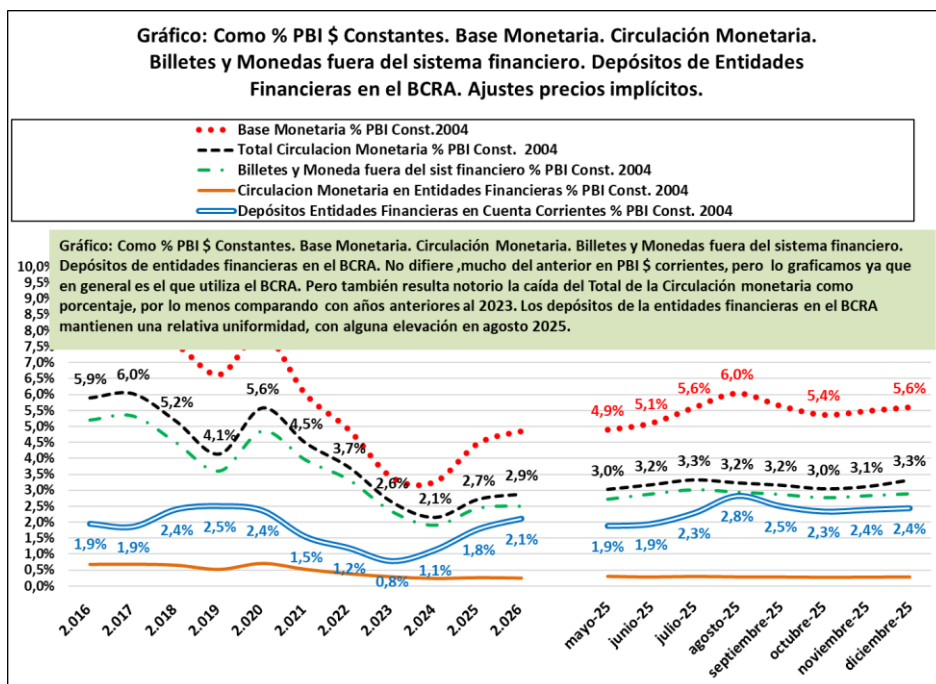
4.5 Como % PBI \$ Constantes 2004. Base Monetaria. Circulación Monetaria. Billetes y Monedas fuera del sistema financiero. Depósitos de Entidades Financieras en el BCRA.

Completa en términos porcentuales el gráfico anterior.

No difieren mucho los porcentajes en PBI \$ corrientes, pero lo graficamos ya que en general es el que se utiliza en muchos documentos publicados.

Resulta notoria la caída del Total de la Circulación Monetaria como porcentaje, por lo menos si se la compara con años anteriores al 2023. También en estos años la fuerte utilización de tarjetas quitó billetes de los bolsillos.

Los Depósitos de la Entidades Financieras en el BCRA mantienen una relativa uniformidad, con cierta elevación en agosto de 2025.



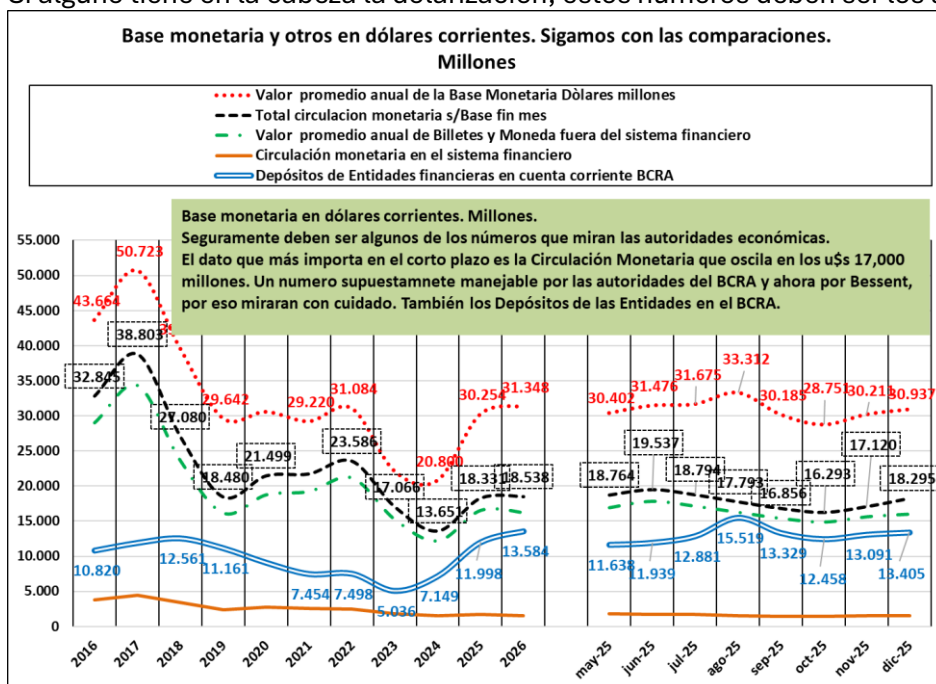
4.6 Base monetaria, circulación, depósitos de entidades en el BCRA. En dólares corrientes. Millones

Seguramente debe ser alguno de los números que miran las autoridades económicas.

El dato que más importa en el corto plazo es la Circulación Monetaria que ronda los u\$s 17.000 millones.

Un número supuestamente manejable por las autoridades y por Bessent. Los Depósitos de las Entidades en el BCRA deben estar también siendo observados.

Si alguno tiene en la cabeza la dolarización, estos números deben ser los analizados.



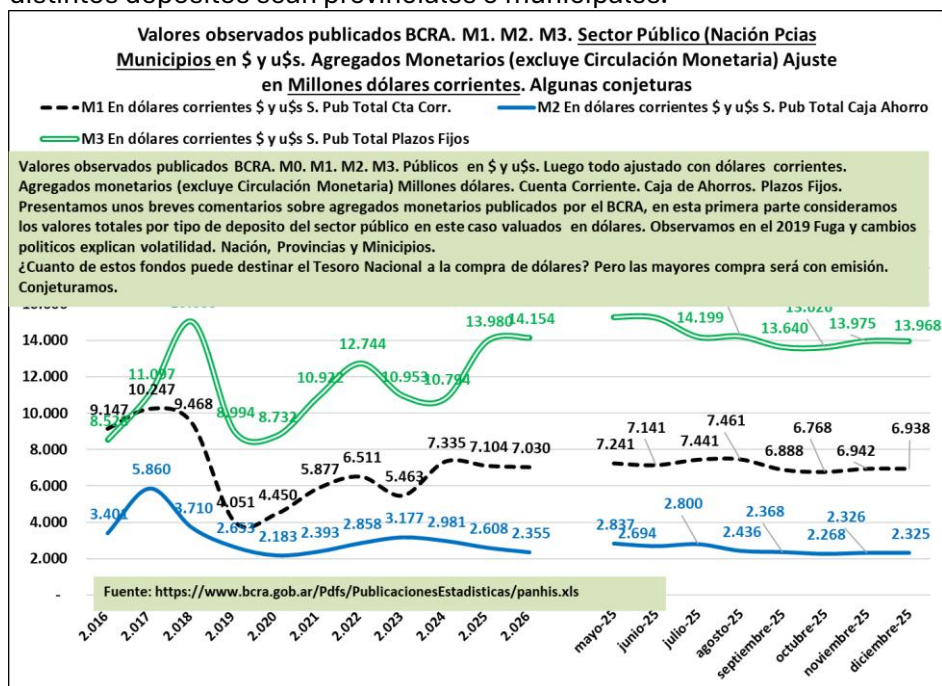
5. Sector Público: Agregados monetarios.

5.1 Gráfico: Valores observados publicados por el BCRA. M1. M2. M3. Públicos en \$ y u\$s. Agregados Monetarios (excluye Circulación Monetaria). Incluye: Cuenta Corriente. Caja de Ahorros. Plazos Fijos. Nación, Provincias, Municipios y Empresas del Estado. Ajuste en dólares. Millones de dólares.

Presentamos unos breves comentarios sobre agregados monetarios publicados por el BCRA, en esta primera parte consideramos los valores totales por tipo de depósitos del **sector público** en este caso valuados en dólares.

Especialmente ponemos el acento en M1 que incluye los depósitos en Cuenta Corriente, en los meses recientes alcanza los u\$s 7.000 millones.

El Sector Público mantiene en Plazos Fijos cerca de los u\$s 14.000 millones, es el que presenta mayores variaciones. Mayores detalles, alguna ventaja de la Nación en los distintos depósitos sean provinciales o municipales.

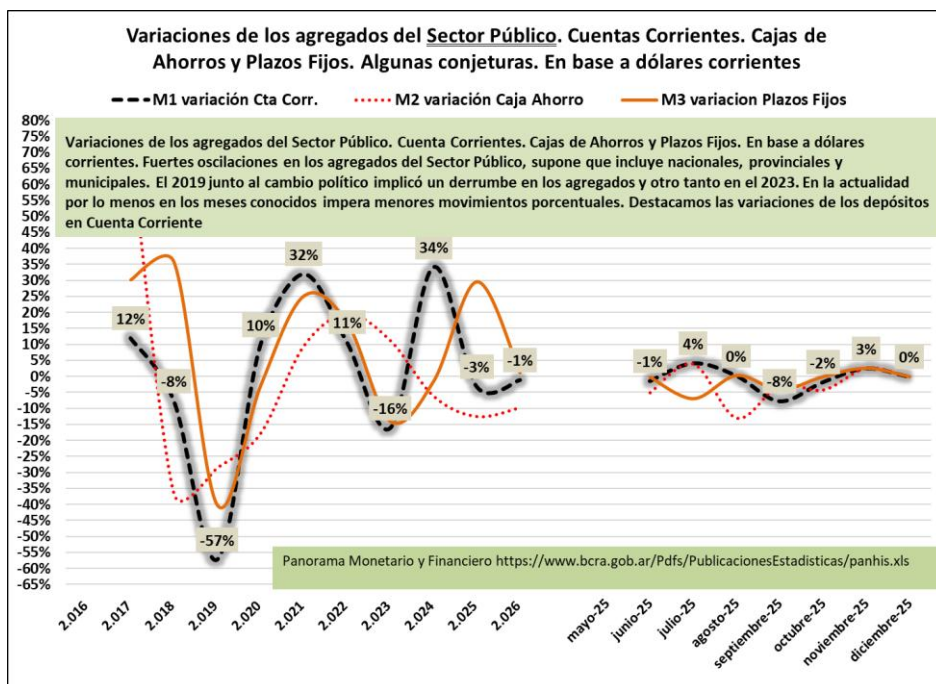


5.2 Variaciones de los agregados del Sector Público. Cuenta Corrientes. Cajas de Ahorros y Plazos Fijos. En base a dólares corrientes. Comprende Nación, Provincias y Municipios.

Fuertes oscilaciones en los agregados del Sector Público, supone que incluye nacionales, provinciales y municipales.

El 2019 implicó, junto con el cambio político, un derrumbe en los agregados. Otro tanto ocurrió en el 2023, pero sin los % del 2019.

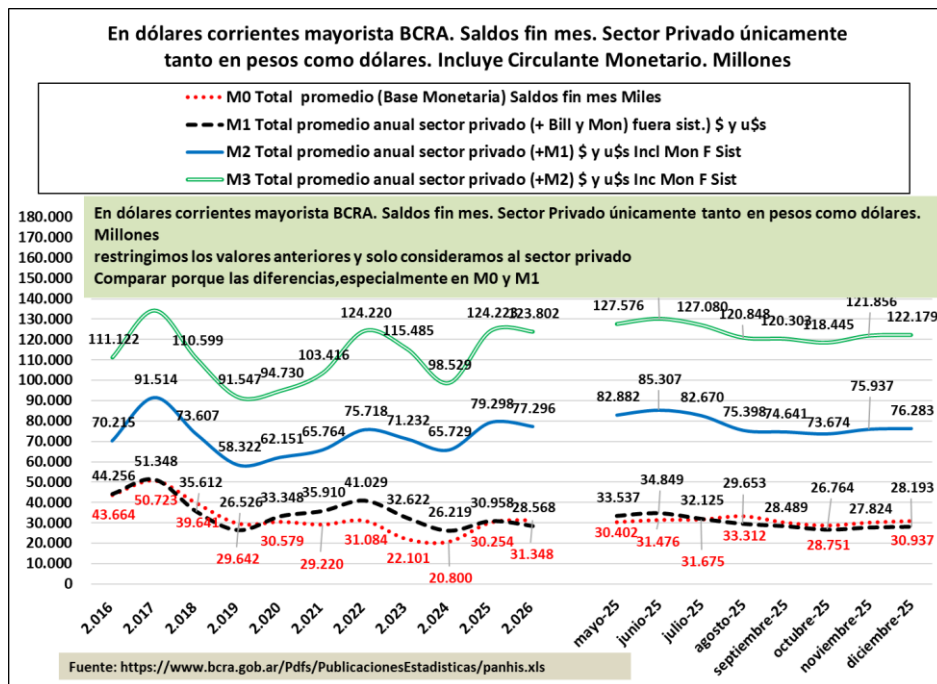
En la actualidad, por lo menos en los meses conocidos, imperan menores movimientos porcentuales.



6. Sector privado: Agregados monetarios. M0, M1, M2 y M3.

6.1 En dólares corrientes mayorista BCRA. Saldos de fin de mes. Incluye Circulación Monetaria. Sector Privado, únicamente tanto en pesos como dólares. Millones de dólares.

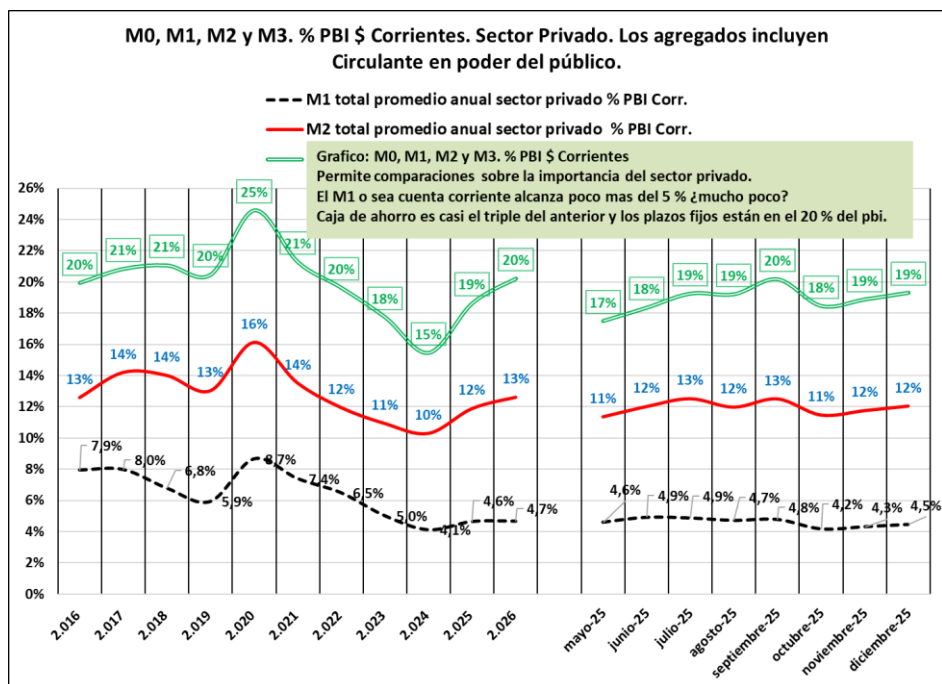
Restringimos los valores anteriores y solo consideramos al sector privado. Comparar las diferencias, especialmente en M0 y M1. Pero no logramos dividir la Circulación Monetaria (privado y público). Se incluye totalmente al sector privado.



6.2 Sector privado: M0, M1, M2 y M3. % PBI \$ Corrientes

Permite comparaciones sobre la importancia del sector privado y público.

El M1, o sea cuenta corriente, alcanza poco más del 5 %. ¿Eso es mucho o poco? Caja de ahorro es casi el triple del anterior y los plazos fijos están en el 20 % del **PBI**. Pero lo cierto es que nadie gana para sustos. En el 2019, inflación y pocos pesos, pero fueron compensados en el 2022, con una muy fuerte emisión para aportar al Tesoro. En pocos meses las transferencias superaron \$ 1,2 billones. ¿Y qué ocurrió con los indicadores monetarios? En ese año la Base Monetaria crece en más de \$ 3 billones y la Circulación Monetaria en más de \$ 1 billón ¿Se podía hacer otra cosa? Casi todos los países habían hecho algo parecido. Queda muy claro también si lo medimos en dólares corrientes, pero no tanto si lo medimos como porcentajes del PBI a precios corrientes.



Saludos

Lic. Jorge A Moore

Diciembre 2025

Corrección: Manuel López de Tejada