



**RedNHE**

Red Nacional de  
Investigadores  
en Economía

# **Regímenes Fiscales en Argentina (1900-2024) Interacciones con la Política Monetaria**

**Laura D'Amato (UCEMA/UBA)**

**Federico Grillo (BCRA)**

**Sebastián Katz (BCRA/UBA)**

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 408

Septiembre de 2026

Los documentos de trabajo de la RedNIE se difunden con el propósito de generar comentarios y debate, no habiendo estado sujetos a revisión de pares. Las opiniones expresadas en este trabajo son de los autores y no necesariamente representan las opiniones de la RedNIE o su Comisión Directiva.

The RedNIE working papers are disseminated for the purpose of generating comments and debate, and have not been subjected to peer review. The opinions expressed in this paper are exclusively those of the authors and do not necessarily represent the opinions of the RedNIE or its Board of Directors.

**Citar como:**

**D'Amato, Laura, Federico Grillo y Sebastián Katz (2026). Regímenes Fiscales en Argentina (1900-2024). Interacciones con la Política Monetaria. Documento de trabajo RedNIE N°408.**

# Regímenes fiscales en Argentina (1900-2024)

## Interacciones con la política monetaria

Septiembre 2026

Laura D´Amato (UCEMA/UBA)

Federico Grillo (BCRA)

Sebastián Katz (BCRA/UBA)<sup>1</sup>

### Resumen

El aumento de las deudas públicas y el retorno de la inflación tras la crisis financiera global y la pandemia reavivaron el debate sobre el papel de las interacciones fiscal-monetarias en la determinación del nivel de precios y la dinámica inflacionaria, en un contexto de políticas fiscales mucho más activas y potencialmente no ricardianas. Argentina ofrece un caso extremo: la inestabilidad nominal ha sido casi la norma y su vínculo con los desequilibrios fiscales persistentes es evidente. Este trabajo recorre su historia fiscal-monetaria entre 1900 y 2024 para identificar los regímenes fiscales prevalecientes y sus eventuales consecuencias en el plano nominal. Estimamos una función de reacción fiscal a la Bohn e identificamos regímenes mediante quiebres estructurales (Bai y Perron), en línea con Mauro *et al.* (2015). Hallamos un régimen fiscal pasivo o ricardiano entre 1900 y 1940, asociado a una notable estabilidad nominal, y uno activo o no ricardiano desde 1941 en adelante, con marcada inestabilidad nominal, salvo el interregno 1997-2010. Estos hallazgos se confirman con la estimación de una brecha fiscal-monetaria (Bolhuis *et al.* (2024)), la distancia entre la tasa de interés natural y la tasa “fiscal” que estabilizaría el ratio deuda/PIB en presencia de políticas fiscales activas. Esta brecha corrobora la presencia de tensiones fiscal-monetarias y provee evidencia complementaria consistente con nuestro hallazgo de políticas fiscales activas a partir de 1941, con excepción del período 1997–2010.

**Palabras clave:** interacciones fiscal-monetarias, teoría fiscal del nivel de precios, dominancia fiscal, regímenes de política, quiebres estructurales, represión financiera, Argentina.

**Clasificación JEL:** E31, E63, E65, H63, N16.

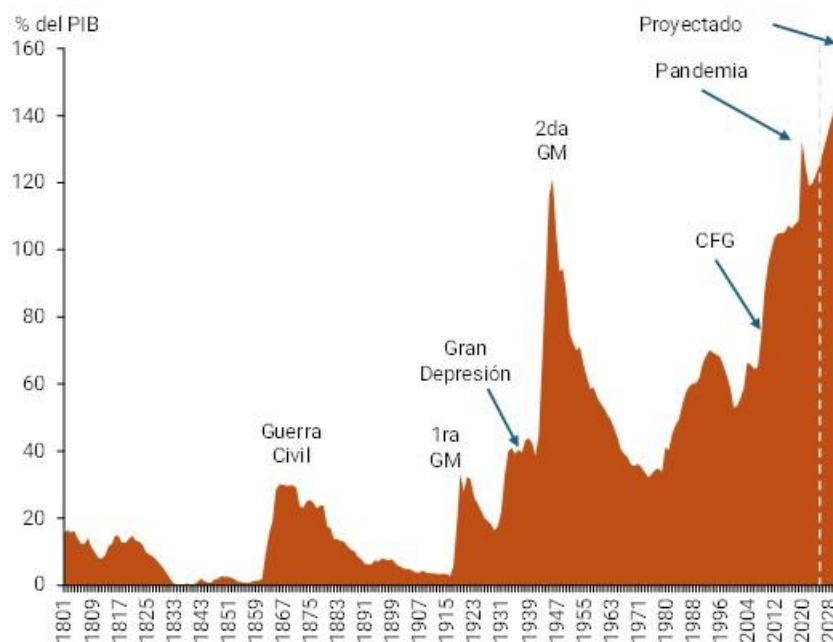
---

<sup>1</sup> Se agradecen los comentarios recibidos en la LX Reunión Anual de la AAEP de 2025 y el Seminario IIEP - FCE UBA de agosto de 2026. También se agradece la colaboración de Eduardo Corso y de Emilio Blanco. Por último, se agradecen las sugerencias de edición y exposición recibidas de ChatGPT y Claude en consultas efectuadas al 3 de septiembre. Las opiniones de este trabajo son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Emails [laura.damato@gmail.com](mailto:laura.damato@gmail.com), [sebastian.katz@bcra.gob.ar](mailto:sebastian.katz@bcra.gob.ar), [fgrillo@bcra.gob.ar](mailto:fgrillo@bcra.gob.ar).

## 1. Introducción

El resurgimiento de la inflación en las economías avanzadas y su posible vinculación con las grandes expansiones fiscales asociadas a la crisis financiera global y la pandemia de COVID reavivó el debate sobre el papel de las interacciones fiscal-monetarias en la determinación del nivel de precios y la inflación. Luego de la pandemia, los niveles de deuda pública, que ya eran elevados en varias economías avanzadas, aumentaron significativamente. Ello ocurre en un contexto en el que se observa además un movimiento hacia políticas fiscales más “activas” en la terminología de Leeper (1991), es decir, superávits primarios que no parecen responder endógenamente al aumento del endeudamiento. Esta configuración plantea la posibilidad de tensiones futuras entre la política monetaria y la fiscal y evidencia la necesidad de una mayor coordinación entre ambas (ver el caso de Estados Unidos en el Gráfico 1).

**Gráfico 1: Deuda del gobierno general de Estados Unidos (en % del PIB)**



Fuente: en base a datos del FMI.

Durante los años de la Gran Moderación, la posibilidad de este tipo de tensiones estuvo ausente tanto del debate de política monetaria como de su modelación (Sims, 2011), pero el tema recobró interés a la luz de los nuevos desarrollos. La teoría fiscal del nivel de precios, asociada principalmente a las contribuciones de Cochrane (2001, 2023), pero también a Woodford (1995), Leeper (1991), Leeper y Leith (2016) y Sims (1994, 2011), y los temas vinculados con la interacción fiscal-monetaria volvieron a cobrar centralidad en la discusión teórica y de política macroeconómica. Cochrane va más allá de lo que Leeper (1991) define como una política fiscal activa o “no ricardiana”: si la política fiscal no internaliza su restricción presupuestaria, el nivel de precios de equilibrio queda determinado endógenamente como aquel que iguala el valor real de la deuda del gobierno al valor presente de los superávits primarios esperados.

Desde el punto de vista normativo, la visión de Cochrane lleva a conclusiones radicales. Apunta a la necesidad de un ancla fiscal explícita, con escepticismo acerca de que, en

ausencia de fundamentos fiscales sólidos, la independencia formal del banco central preserve la estabilidad nominal. Leeper y Li (2017) y Leeper (2021, 2023) proveen evidencia y enfatizan la importancia de reconocer las interdependencias entre la política monetaria y la fiscal en el diseño institucional, así como la consecuente necesidad de coordinación, implícita o explícita.

En cuanto a la evidencia empírica, los eventos recientes pusieron en cuestión la validez de muchos resultados previos basados en la estimación de reglas fiscales (Bohn, 1998; Canzoneri, Cumby y Diba, 2001), que sugerían que la política fiscal se habría comportado de manera predominantemente pasiva en Estados Unidos a lo largo de su historia. Esta evidencia ya había sido criticada por Cochrane (1998) y por Leeper y Li (2017). Trabajos recientes como los de Mauro *et al.* (2015), Bianchi e Ilut (2017), Bianchi y Melosi (2022) y Bianchi, Faccini y Melosi (2023) muestran la importancia de considerar la existencia de cambios de régimen. Una vez que estos eventuales quiebres en la conducta fiscal se tienen en cuenta, la evidencia indica una alternancia entre regímenes fiscales pasivos y activos para Estados Unidos y otras economías.

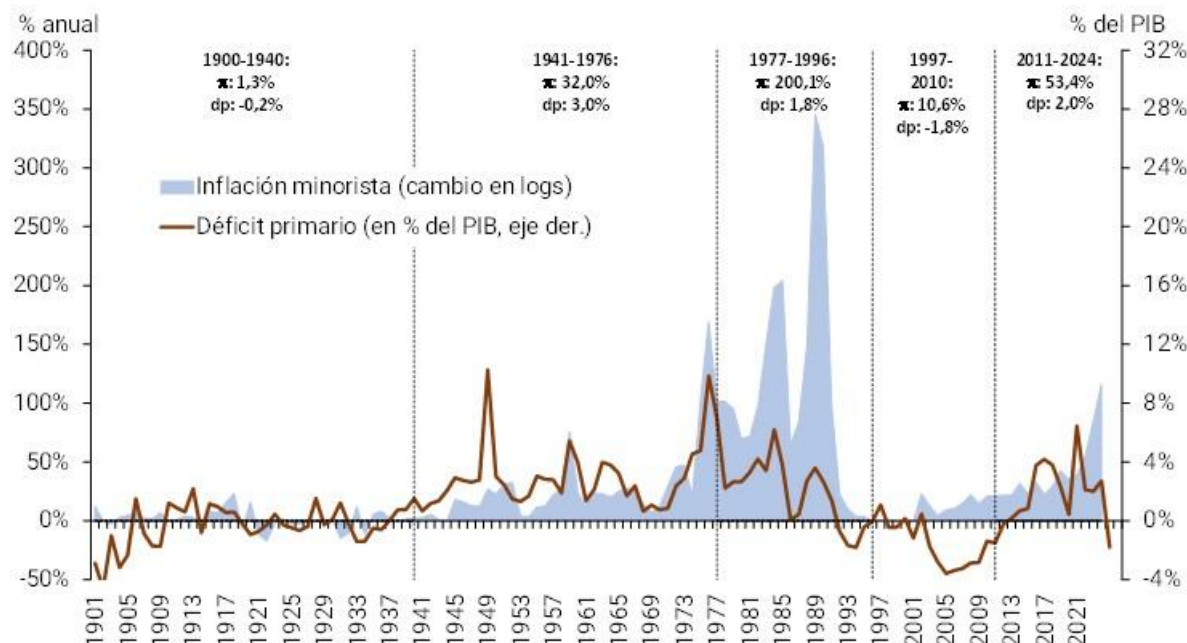
Mauro *et al.* (2015) estudian la historia fiscal de un conjunto diverso de países y encuentran, de hecho, evidencia de alternancia entre regímenes de política fiscal en varias economías, incluida la de Estados Unidos. Bianchi y Melosi (2017) utilizan un modelo dinámico de equilibrio general con cambios de régimen e identifican períodos en los que habrían prevalecido políticas fiscales activas. Bianchi, Faccini y Melosi (2023) amplían el modelo nuevo keynesiano convencional para incorporar shocks fiscales no financiados con superávits futuros y encuentran que esos shocks dan cuenta de la dinámica de la inflación de tendencia (o largo plazo). Más recientemente, Kase *et al.* (2026) estudian cómo la presencia de ratios de deuda elevados y un espacio fiscal restringido condiciona el accionar de la política monetaria.

La idea de que, en presencia de shocks adversos más frecuentes, una política fiscal activa pueda generar una forma de dominancia financiera que restrinja los grados de libertad de la autoridad monetaria en el manejo de su tasa de política ha sido un tema recurrente en el debate reciente. En particular, Bolhuis *et al.* (2024) estudian las tensiones generadas por esa forma de dominancia a partir del cálculo de una brecha fiscal-monetaria, definida como la diferencia entre la tasa natural de interés y la tasa “fiscal” que estabilizaría el ratio deuda/PIB en ausencia de una política fiscal ricardiana. Cuando esta brecha es positiva, la tasa necesaria para estabilizar la inflación se sitúa por encima de la que tolera la solvencia fiscal intertemporal y el banco central ve condicionado su accionar.

Esta noción de tensiones fiscal-monetarias resulta especialmente útil para caracterizar las interacciones entre ambas políticas en un país como Argentina, donde la inestabilidad nominal ha sido recurrente y su vinculación con la persistencia de desequilibrios fiscales es un rasgo notorio de la evolución agregada (ver Gráfico 2). Un aspecto central y distintivo de la historia fiscal-monetaria argentina es que, desde mediados de los años 40, el fisco se tornó persistentemente deficitario y comenzó a descansar de manera sistemática en el financiamiento monetario para atender sus desequilibrios. Ello ocurría al mismo tiempo que, en un marco de represión financiera, se destruía un incipiente mercado de deuda pública, que nunca pudo recrearse. De ese modo, el financiamiento monetario de los desequilibrios fiscales fue la norma, institucionalizada en algunos períodos a través de reformas *de jure* de la carta orgánica del banco central. En un contexto de desequilibrios recurrentes, el acceso al

financiamiento externo, en particular a partir de la expansión de los mercados de deuda globales hacia fines de los 70, fue incapaz de introducir la disciplina necesaria. Por el contrario, los shocks externos y la baja credibilidad de los gobiernos, atribuible a las inconsistencias de las políticas macroeconómicas y a las dificultades para internalizar la restricción presupuestaria, se conjugaron para que Argentina experimentase desde entonces recurrentes episodios de crisis de deuda y default.

**Gráfico 2: Resultado fiscal (en % del PIB) e inflación minorista (% anual) de Argentina**



Fuente: ver el Anexo.

En este trabajo recorremos la historia fiscal-monetaria de Argentina entre 1900 y 2024 con el objetivo de identificar los regímenes fiscales prevalecientes en diferentes etapas y sus eventuales consecuencias en el plano nominal a partir de su interacción con la política monetaria. La configuración de los regímenes fiscal-monetarios en Argentina, donde la institucionalidad y los límites entre ambas políticas fueron particularmente difusos, plantea un desafío para identificar los regímenes prevalecientes usando las metodologías convencionales. Cuando los déficits tienden a monetizarse de manera casi automática y regular y los niveles de deuda pública voluntaria se vuelven poco relevantes, como ocurrió durante el largo período de represión financiera hasta la apertura externa de mediados de los setenta, la identificación de una función de reacción fiscal convencional y estable resulta especialmente desafiante.

Por eso, si nuestra estrategia metodológica parte de la estimación de una función de reacción fiscal a la Bohn, sospecha de la existencia de un régimen de política estable a lo largo de un período tan prolongado y volátil y puntuado por episodios disruptivos de gran entidad. En esa línea, intentamos identificar la existencia de cambios de régimen y para ello descansamos en la estimación de quiebres estructurales en la relación entre la deuda y los superávits fiscales, en línea con el enfoque de Mauro *et al.* (2015). Hallamos un régimen pasivo o ricardiano entre 1900 y 1940, con significativa estabilidad nominal, y uno activo o no ricardiano desde 1941 en

adelante, con marcada inestabilidad nominal, salvo el interregno 1997-2010. Estos quiebres se condicen en general con los que surgen del análisis descriptivo del período.

Por último, la estimación de una brecha fiscal-monetaria provee evidencia complementaria que, a nuestro juicio, resulta consistente con los quiebres estructurales encontrados. Siguiendo a Bolhuis *et al.* (2024), la brecha aporta evidencia de tensiones, por momentos significativas, entre ambas políticas a partir de 1941. Ello permite corroborar la predominancia de un régimen no ricardiano en esa etapa, con un rol activo de la política fiscal al que la política monetaria tendió a acomodarse pasivamente la mayor parte del tiempo.

El trabajo se organiza de la siguiente manera. La sección 2 presenta una revisión de la literatura teórica y empírica. La sección 3 ofrece un repaso descriptivo de la historia fiscal-monetaria de Argentina entre 1900 y 2024. La metodología empírica y los resultados se presentan en la sección 4 y finalmente, la sección 5 concluye.

## **2. Revisión de la literatura**

El origen fiscal de las inflaciones altas y persistentes está bien documentado (Hall y Sargent, 2022; Kehoe y Nicolini, 2021). Aun dejando a un lado las hiperinflaciones, donde la causalidad fiscal es evidente, y aunque puede haber convalidación monetaria de presiones de otros orígenes, la mayor parte de los procesos inflacionarios crónicos ha estado asociada al financiamiento de gobiernos sistemáticamente deficitarios.<sup>2</sup> De allí que la interacción entre políticas monetaria y fiscal sea central en el estudio de la dinámica nominal, en particular en economías con larga historia inflacionaria como las de América Latina.

El vínculo entre desequilibrios presupuestarios, condiciones monetarias e inflación puede ser más o menos estrecho (Kliem *et al.*, 2016). Con acceso a los mercados de crédito voluntario, la distinción entre política monetaria y fiscal es relevante: aun con desequilibrios pronunciados, el banco central decide cuánta deuda del Tesoro mantiene en cartera, es decir, cuánto monetiza de los desequilibrios fiscales. Cuando, en cambio, los tributos y la colocación de deuda resultan sistemáticamente insuficientes para cubrir las erogaciones, los gobiernos suelen recurrir a la emisión monetaria para cerrar esa brecha.

El vínculo se estrecha aún más cuando la percepción de insolvencia de las finanzas públicas cierra el acceso del fisco a los mercados de deuda. La emisión, una forma flexible aunque problemática de financiamiento de emergencia que opera como un tributo no legislado, se

---

<sup>2</sup> Una literatura paralela enfatiza las raíces de economía política de la inflación persistente. Kydland y Prescott (1977) identificaron el problema de inconsistencia temporal: la tentación de generar inflación no anticipada que los agentes, al anticiparla, convierten en inflación de equilibrio, sin ganancias reales sobre la actividad y el empleo. Calvo (1978) extiende el argumento a economías abiertas. Cukierman, Edwards y Tabellini (1992) muestran que, con sistemas tributarios ineficientes e inestabilidad política, los gobiernos recurren más al señoreaje y la inflación de equilibrio es mayor. Tomando elementos de la tradición estructuralista (Olivera, 1963), Heymann (1986) y Heymann y Leijonhufvud (1995) suman conflictos distributivos no resueltos, fragilidad institucional y polarización política a los factores fiscal-monetarios como determinantes de la persistencia inflacionaria. Junto con Frenkel (1989), estudian además el modo en que los impulsos inflacionarios sistemáticos afectan la conducta de los agentes y alteran la estructura de contratos de la economía, configurando un régimen de instituciones y comportamientos adaptado a la alta inflación.

vuelve entonces sistemática.<sup>3</sup> La monetización del desequilibrio fiscal aparece así como la causa directa de los desequilibrios en el mercado de dinero que están en la raíz de presiones inflacionarias sostenidas.

Sargent y Wallace (1981) analizaron, precisamente, cómo interactúan ambas políticas y las consecuencias nominales de distintos esquemas de coordinación. En un extremo, bajo dominancia monetaria, el fisco internaliza la restricción de presupuesto del gobierno consolidado y adapta pasivamente su conducta a las decisiones del banco central. Ello permite a la autoridad monetaria determinar el señoreaje que desea captar y asegurarse el control de la evolución nominal: la fijación exógena de la oferta de dinero basta para determinar activamente el nivel de precios y brindar un ancla a la economía.

Esa capacidad depende, sin embargo, de la conducta de la Tesorería y de la coordinación efectiva entre ambas políticas. En el extremo opuesto, bajo dominancia fiscal, el fisco determina gastos e ingresos con independencia de la conducta de la autoridad monetaria. Surge así la “desagradable” aritmética monetarista: la política monetaria pierde el control nominal y debe adaptarse pasivamente para asegurar el cumplimiento de la restricción presupuestaria consolidada. Dados el valor presente del resultado primario y la deuda máxima que el mercado está dispuesto a absorber, al banco central sólo le queda optar entre inflación presente y futura. Parafraseando a Friedman, Sargent (2013) afirma que las “inflaciones altas y sostenidas son siempre y en todo lugar un fenómeno fiscal en donde el Banco Central es su cómplice”.

Leeper (1991) caracteriza los regímenes de política según cómo se coordinan ambas ramas de la política macroeconómica. Su planteo es que un equilibrio bien determinado exige coordinar una política activa con otra pasiva, y que es el comportamiento conjunto de ambas políticas el que determina el nivel de precios y estabiliza la evolución de los pasivos del gobierno. Hay, en cambio, combinaciones problemáticas que generan dinámicas inestables o indeterminación en precios y deuda: lo primero, si ambas políticas son activas (una puja de dominancias); lo segundo, si ambas son pasivas (véase el Cuadro 1).<sup>4</sup>

El esquema convencional es el de dominancia monetaria: la autoridad monetaria responde activamente a los desvíos de la inflación para asegurar la estabilidad de precios y el fisco se adapta pasivamente, ajustando impuestos y gastos primarios para cumplir la restricción intertemporal consolidada y evitar una trayectoria explosiva de la deuda pública.<sup>5</sup>

Según Leeper, éste no sería el único régimen capaz de asegurar la estabilidad nominal y la sostenibilidad de la deuda. Si el Tesoro se comportase en forma activa, el banco central debería internalizar esa conducta y volverse pasivo, abandonando el control nominal y

---

<sup>3</sup> Ya en 1923, analizando las hiperinflaciones de la primera posguerra, Keynes lo llamó “un método condenable pero cuya eficacia, hasta cierto punto, debe ser admitida”.

<sup>4</sup> Según las condiciones de estabilidad de un sistema de ecuaciones en diferencia estocásticas, un régimen con dos políticas activas está sobredeterminado: ambas raíces características caen fuera del círculo unitario (Blanchard y Kahn, 1980; Farmer, 1993). Con dos políticas pasivas, ambas raíces son estables, lo que reproduce la conocida indeterminación del nivel de precios bajo dinero pasivo y “patrón crédito” (Sargent y Wallace, 1975; Olivera, 1970).

<sup>5</sup> Esta reacción de la política fiscal, además de estabilizar la deuda, es crucial para compensar los efectos “riqueza” de las acciones monetarias (Leeper y Leith, 2016; Cochrane, 2025).

buscando estabilizar la deuda pública. Si, en cambio, respondiera agresivamente con su tasa de política a los desvíos de la inflación, la carga de intereses reales podría volver insostenible la trayectoria de la deuda.<sup>6</sup>

**Cuadro 1: Regímenes fiscal-monetarios alternativos (Leeper, 1991)**

|                      |        | Política monetaria (PM)                            |                                                    |
|----------------------|--------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
|                      |        | Activa                                             | Pasiva                                             |
| Política Fiscal (PF) | Activa | Equilibrio explosivo                               | PM: estabiliza la deuda<br>PF: determina inflación |
|                      | Pasiva | PM: determina inflación<br>PF: estabiliza la deuda | Indeterminación                                    |

Fuente: en base a Leeper, 1991.

¿Qué agencia determina entonces el nivel de precios bajo dominancia fiscal? Según Leeper (2023), en un esquema de este tipo ese rol lo desempeña la rama fiscal de la política macroeconómica.<sup>7</sup> La respuesta remite a la teoría fiscal del nivel de precios, una de las contribuciones más importantes y controvertidas de la macroeconomía reciente. Partiendo de Leeper, autores como Sims (1994), Woodford (1995, 2001) y Cochrane (1998, 2001, 2023) postularon que, frente a la posibilidad de equilibrios múltiples para las variables nominales en los modelos monetarios convencionales, es la política fiscal la que “selecciona” entre ellos el nivel de precios de equilibrio.

El argumento central es que la restricción intertemporal del gobierno consolidado no es una restricción de presupuesto que deba cumplirse a cualquier nivel de precios, sino una condición de equilibrio. El nivel de precios de equilibrio es aquel que iguala el valor presente de los resultados primarios futuros con las obligaciones nominales del gobierno. La causalidad va del valor presente de los resultados primarios (incluido el señoreaje) al nivel de precios y no a la inversa: el nivel de precios “salta” para “licuar” el valor real de las obligaciones y asegurar el cumplimiento de la restricción intertemporal de solvencia (véase la ecuación 1).<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Véase Loyo (1999) para un análisis pionero de estas potenciales inconsistencias de política y sus consecuencias mega inflacionarias en Brasil.

<sup>7</sup> Para autores como Leeper (2023) no hay razones estrictamente teóricas para preferir la dominancia monetaria: todo lo que ésta logra en términos de un equilibrio “bien determinado” para precios y deuda es en principio replicable bajo política monetaria pasiva y fiscal activa. En su mirada, la preferencia generalizada por bancos centrales independientes obedece más bien a razones institucionales y de economía política. El caso argentino, como trataremos de ilustrar, es un buen ejemplo de la deseabilidad de ese tipo de arreglos.

<sup>8</sup> Esta determinación supone que el nivel de precios no es la inversa del valor del dinero sino del total de las obligaciones nominales del gobierno consolidado. Cochrane (2005) supone que el banco central está dispuesto a monetizar incondicionalmente la deuda pública, tornando sustitutos perfectos al dinero y a las obligaciones del Tesoro; la teoría fiscal implica, en ese sentido, un compromiso explícito o implícito de monetización de la deuda. Pero como la deuda, a diferencia de los impuestos, se coloca en mercados voluntarios, no cualquier secuencia de resultados primarios es válida si el sector privado puede rehusarse a prestar (Bassetto, 2002, 2008). Más aún, como resulta claro en el caso argentino, si la recurrencia de “licuaciones inflacionarias” o eventos de crédito volvió a los acreedores reticentes a prestar en moneda doméstica no indexada, el espacio de la política fiscal-monetaria queda necesariamente restringido.

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = \sum_{j=0}^{\infty} \lambda_{t,t+j} \left[ t_{t+j} - g_{t+j} + \left( \frac{i_{t+j}}{1+i_{t+j}} \right) m_{t+j} \right] \quad (1)$$

Con:

$$D_t = (1 + i_t)B_{t-1} + M_{t-1}$$

$$\lambda_{t,t+j} = \prod_{k=0}^j \left( \frac{1}{1 + \tilde{r}_{t+k}} \right)$$

$$\tilde{r}_t = \frac{1 + r_t}{1 + y_t} - 1$$

Donde  $D_t$  es la deuda pública total del sector público consolidado (incluyendo la emisión monetaria),  $B_t$  la deuda del Tesoro,  $M_t$  la base monetaria,  $P_t Y_t$  es el PIB nominal,  $t_t$  los ingresos tributarios en términos del PIB,  $g_t$  el gasto público en términos del PIB,  $m_t$  los saldos monetarios en términos del PIB,  $i_t$  la tasa de interés nominal,  $r_t$  la tasa de interés real e  $y_t$  la tasa de crecimiento del PIB.

Esto significa que el gobierno podría comportarse en forma no ricardiana sin violar estrictamente su restricción intertemporal (Woodford, 1995, 2001). Una política ricardiana es aquella que, frente a un shock fiscal negativo y dado el nivel de precios, ajusta los superávits primarios futuros para asegurar que su valor presente iguale al valor real de las obligaciones heredadas. En cambio, bajo una política no ricardiana, los agentes no esperan que la menor carga tributaria corriente se compense con mayores superávits futuros. Perciben un aumento de riqueza y elevan su gasto hasta que el salto del nivel de precios realinea el valor presente de los resultados primarios con las obligaciones reales del gobierno.

La teoría fiscal del nivel de precios resuelve la indeterminación al seleccionar el nivel de precios de equilibrio, pero introduce un problema de coordinación (Canzoneri *et al.*, 2010). Una política fiscal no ricardiana debe venir apareada con una política monetaria pasiva ya que, como señala Leeper (1991), cualquier apareo “erróneo” puede generar dinámicas explosivas o indeterminación en precios y deuda.<sup>9</sup>

Una dificultad es que su contrastación descansa en un contrafáctico de difícil verificación: que el nivel de precios observado es el necesario para hacer cumplir la restricción intertemporal de un gobierno que se comporta de modo no ricardiano.<sup>10</sup> Pese a ello, la

---

<sup>9</sup> Los requisitos de estabilidad de Leeper (1991) son más exigentes que los de Woodford (2001): los primeros demandan estabilizar la deuda pública; los segundos, sólo que su trayectoria sea consistente con la restricción intertemporal de presupuesto. Véase, más adelante y en la sección 4, la relación de estos requisitos con el test de Bohn.

<sup>10</sup> En palabras de Sims (1994): “la determinación del nivel de precios bajo cualquier política depende de las creencias del público acerca de lo que la autoridad haría bajo condiciones que nunca son observadas en equilibrio”. Si el nivel de precios sólo puede determinarse a partir de la causalidad que va de los resultados primarios descontados al valor real de la deuda, la distinción entre ambos regímenes no es estrictamente

literatura ha diseñado test para caracterizar el comportamiento de ambas políticas e intentar identificar los regímenes vigentes y su grado de coordinación.

Bohn (1995, 1998, 2005) propuso estimar una función de reacción fiscal para caracterizar el régimen fiscal: una regresión del resultado primario sobre la deuda rezagada, controlando por los componentes cíclicos (y extraordinarios) del producto y del gasto, en la que un coeficiente positivo y significativo se interpreta como evidencia de sostenibilidad fiscal.

En varios trabajos influyentes, Bohn encuentra que en Estados Unidos, desde su independencia y hasta los años previos a la crisis financiera global, el superávit primario responde positivamente a la evolución de la deuda, asegurando el cumplimiento de la restricción intertemporal. Ese resultado fue leído como evidencia de políticas fiscales pasivas o ricardianas. Pero la preocupación original de Bohn era la sostenibilidad de la deuda, no la identificación de regímenes en el sentido de Leeper (1991), y la aplicación de su test a ese debate recibió varias críticas.

A ello se suma una limitación señalada por el propio Bohn (2007): la condición de transversalidad puede satisfacerse incluso con raíces unitarias o tendencias localmente explosivas en la deuda. Un coeficiente positivo no descarta dinámicas problemáticas en muestras finitas, ni uno no significativo implica necesariamente insostenibilidad. La razón es intuitiva: mientras la deuda sea integrada de orden finito, el factor de descuento de la condición de transversalidad domina al crecimiento polinómico del endeudamiento (D'Erasmus *et al.*, 2016).

Otra crítica al enfoque de Bohn remite a la posible no linealidad de la respuesta fiscal. Ghosh *et al.* (2013) introducen el concepto de *fatiga fiscal*: la sensibilidad del superávit a la deuda puede ser positiva en rangos bajos e intermedios, pero aplanarse, e incluso volverse negativa, con endeudamiento elevado, cuando la capacidad de ajuste se agota. Una especificación lineal como la propuesta originalmente por Bohn promedia estas respuestas y puede arrojar un coeficiente positivo aun cuando el espacio económico y político para el ajuste fiscal sea estrecho a partir de ratios de deuda elevados.

Se han propuesto estrategias de identificación alternativas al test de Bohn. Canzoneri, Cumby y Diba (2001) examinan la respuesta dinámica del ratio de deuda a innovaciones en el superávit primario en un marco VAR bivariado. Sus conclusiones fueron objeto de la crítica de Cochrane (1998), quien destaca un potencial problema de identificación y equivalencia observacional (Kocherlakota y Phelan, 1999; Canzoneri *et al.*, 2010). El problema es que una correlación positiva entre superávit primario y deuda es a priori compatible tanto con un régimen ricardiano como con uno no ricardiano. Como destaca Cochrane (1998), ambas conceptualizaciones utilizan esencialmente las mismas ecuaciones, aunque con una diferencia de causalidad. En el primero, la función de reacción hace que el superávit responda positivamente a las innovaciones de la deuda. En el segundo, asumiendo que el sendero de resultados primarios esperados es exógeno, un incremento en su valor presente debería traducirse en un aumento del valor real de las obligaciones financieras del gobierno.

---

verificable desde el punto de vista empírico, lo que, al decir de Kocherlakota y Phelan (1999), la transforma en una proposición “religiosa”, no científica.

De este modo, para cada conjunto de evidencia empírica podría haber una explicación consistente con una interpretación ricardiana o no ricardiana. Un test válido podría discriminar entre ambas si fuese posible estudiar cómo reaccionan los superávits a realizaciones del nivel de precios fuera del equilibrio. Como no es obvio que los test estadísticos tradicionales distingan entre ambas explicaciones, la literatura ha tendido a descansar en la plausibilidad de las explicaciones alternativas. Como afirman Canzoneri *et al.* (2010), este enfoque supone que “la plausibilidad, como la belleza, está en el ojo del observador”.

Empíricamente, lo que se observa en funciones de impulso respuesta estimadas para Estados Unidos es que una innovación en el superávit primario provoca una caída en la deuda, y que esa respuesta permanece negativa durante alrededor de una década (en parte como resultado de la autocorrelación positiva de los superávits primarios en la muestra). Esta respuesta se verifica tanto para ordenamientos que colocan primero al superávit y luego a la deuda (más compatibles con una interpretación no ricardiana) como para el ordenamiento inverso (más consistente con una visión ricardiana de la política fiscal).

Bajo un régimen ricardiano la interpretación de esta evidencia es directa, y así lo hacen Canzoneri *et al.* (2001, 2010): vía la función de reacción, más endeudamiento genera un aumento persistente del superávit, lo que a posteriori estabiliza y reduce la deuda. Un régimen no ricardiano requiere, en cambio, que una reducción del ratio de deuda venga acompañada de una reducción del valor presente descontado de los superávits futuros esperados. Si el superávit corriente aumentó, ello implica una caída de los superávits futuros esperados suficiente para que su valor presente se reduzca. En un modelo bivariado, Cochrane (1998) muestra que la correlación observada entre deuda y superávits puede surgir porque ambas variables responden a un proceso exógeno común: shocks al gasto o a los tributos cuyos componentes persistente y transitorio correlacionan negativamente. Una innovación positiva en el superávit cíclico induce una innovación negativa en el componente estructural que, de ser persistente, termina provocando la caída requerida en los superávits distantes en el futuro. El test de Bohn capturaría así una correlación de forma reducida que no identifica el mecanismo causal subyacente.

Atendiendo a esas críticas, Creel y Le Bihan (2006) separan los componentes cíclico y estructural del gasto en un VAR estructural y no encuentran apoyo empírico a los postulados de la teoría fiscal del nivel de precios para un conjunto amplio de economías avanzadas. Chung y Leeper (2009) incorporan la restricción intertemporal del gobierno como restricción de cointegración y argumentan que toda identificación que la ignore está mal especificada.

Finalmente, una línea de investigación más reciente enfatiza la inestabilidad temporal de los regímenes fiscal-monetarios. Davig y Leeper (2006, 2011), Bianchi (2012), Bianchi e Ilut (2017) y Bianchi y Melosi (2017, 2022) muestran que los regímenes cambian endógenamente y que los agentes forman expectativas anticipando esa probabilidad de cambio.<sup>11</sup> Una estimación de muestra completa promedia regímenes heterogéneos y puede enmascarar subperíodos de

---

<sup>11</sup> Estas expectativas de cambio de régimen podrían explicar que dos políticas activas o dos pasivas coexistan sin producir en forma inmediata resultados explosivos o indeterminaciones. La evidencia de Davig y Leeper (2006, 2011) y Canzoneri *et al.* (2008, 2010) sugiere que el problema de coordinación puede no ser tan severo en la práctica y que regímenes no completamente determinados pueden coexistir, al menos en forma transitoria.

políticas alternadamente activas y pasivas. Esto motiva metodologías con coeficientes variables: Markov-switching, ventanas móviles o test de quiebres estructurales.

Con un amplio panel (55 países desde inicios del siglo XIX), Mauro *et al.* (2015) documentan que el grado de prudencia fiscal varía en el tiempo. Para identificar esos cambios utilizan test de quiebre estructural, búsquedas recursivas de observaciones influyentes y regresiones sobre ventanas móviles. Relajar el supuesto de Bohn sobre la constancia de la función de reacción fiscal resulta apropiado para indagar posibles cambios de régimen en el caso argentino, como sugiere el repaso histórico de la siguiente sección. De allí que adoptemos este enfoque en el análisis empírico.<sup>12</sup>

También es útil para nuestro abordaje el enfoque de Bolhuis *et al.* (2024), quienes estudian la coordinación entre banco central y Tesoro e identifican las tensiones fiscal-monetarias generadas por los aumentos de deuda pública tras la crisis financiera global y la pandemia. Esas tensiones se reflejan en la brecha entre la tasa real de política monetaria (la tasa natural wickselliana consistente con estabilidad de precios y pleno empleo) y una tasa “fiscal” que permite la estabilización del ratio de endeudamiento, dados el superávit primario de un fisco no ricardiano y el crecimiento potencial. Cuanto mayor la deuda, menor es la tasa de interés real que la hace sustentable.

En la sección siguiente repasamos la historia de la interacción fiscal y monetaria de la economía argentina entre 1900 y 2024.

### **3. Breve repaso de la historia fiscal-monetaria de Argentina**

Un rasgo distintivo de la economía argentina ha sido su persistente inestabilidad nominal y financiera, impulsada por recurrentes desequilibrios macroeconómicos. La literatura ha destacado el papel central de los factores fiscales en esta dinámica. Ya el estudio clásico de Cortés Conde (1989) sobre la crisis de 1890 mostró que, desde muy temprano, el comportamiento errático de las finanzas públicas constituye una constante de la evolución macroeconómica local (D’Amato y Katz, 2018). Diversos trabajos, incluidos los que examinan el siglo XIX, confirman que, con la excepción del período de adhesión al patrón oro durante la belle époque del modelo agroexportador, los desequilibrios presupuestarios han sido determinantes para explicar el carácter crónico de la alta inflación y las frecuentes crisis crediticias (Díaz Alejandro, 1975; Cortés Conde, 1989, 1997; Mallon y Sourrouille, 1973; Kiguel, 2015; D’Amato y Katz, 2018; Buera y Nicolini, 2021; Della Paolera y Taylor, 2001; Katz, Machinea y Grillo, 2024).

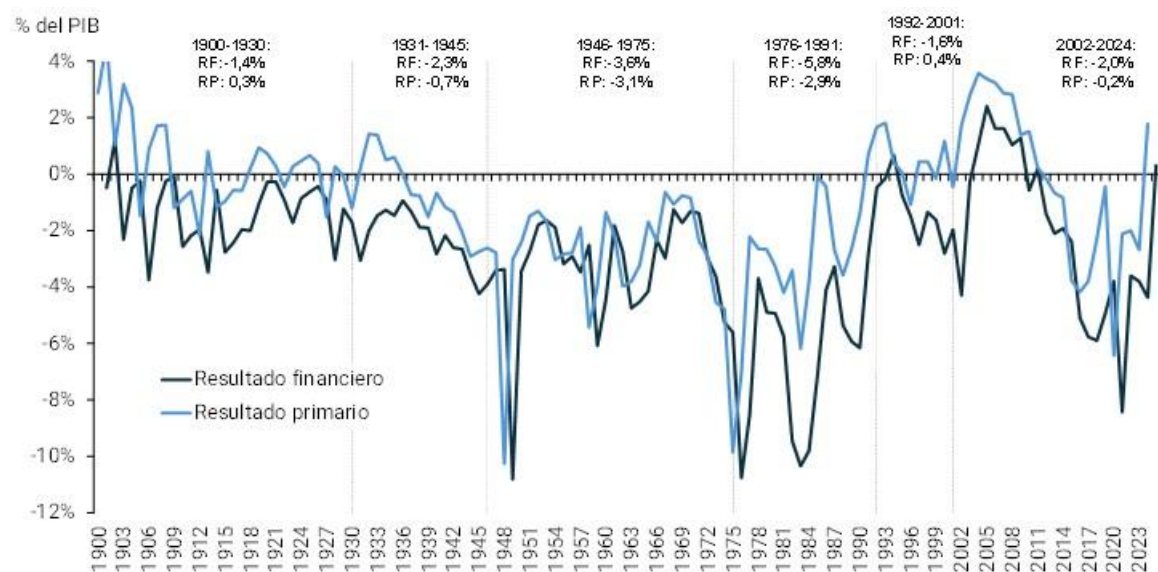
El caso argentino resulta, por ello, apropiado para examinar de manera sistemática las interacciones entre la política fiscal y la monetaria. Antes de abordar ese análisis, repasamos las principales etapas de las finanzas públicas desde inicios del siglo XX, identificables a partir de los cambios en el tamaño del Estado, la magnitud del déficit fiscal, sus fuentes de financiamiento y el nivel de deuda pública.

---

<sup>12</sup> Se suman consideraciones relevantes para el caso argentino: la sensibilidad de los resultados a la inclusión o exclusión de períodos atípicos (hiperinflaciones, episodios de reestructuración) y la posible heterogeneidad de la respuesta fiscal según el tipo de deuda, en particular entre moneda local y extranjera (Reis, 2022, 2026).

Los gráficos y cuadros que siguen resumen los principales hechos estilizados de la evolución fiscal y monetaria entre 1900 y 2024. A nivel general, destaca una propensión sistemática al desequilibrio de las cuentas públicas: con un resultado financiero promedio de -2,7% del PIB (y primario de -1,1% del PIB), el gobierno registró déficit en 92% de los años (66% de los años en el caso del primario, ver Gráfico 3).

**Gráfico 3: Resultado primario y financiero del Sector Público Nacional (en % del PIB)**



Fuente: ver el Anexo.

Este patrón tendió a acentuarse a medida que crecía el tamaño del Estado. El fisco ya exhibía déficit a inicios del siglo XX, cuando el gasto público promediaba apenas 10% del producto. Pero el desequilibrio financiero era entonces resultado de la carga de intereses de una deuda elevada, heredada de la crisis de 1890. Descontada esa carga, el resultado primario estaba equilibrado o era superavitario, lo que, en un contexto de elevado crecimiento, permitió una fuerte reducción de los ratios de endeudamiento. Los desequilibrios fiscales se incrementaron a partir de la segunda posguerra, cuando la participación del gasto público se duplicó con el intento de promover la industrialización sustitutiva mediante un fuerte involucramiento estatal en la economía. Con un interregno durante la Convertibilidad en la década de 1990, las tendencias al desequilibrio fiscal se intensificaron en las etapas posteriores de alto endeudamiento, cuando el gasto llegó a superar 30% del PIB (ver Cuadro 2 y Gráficos 3 a 5).

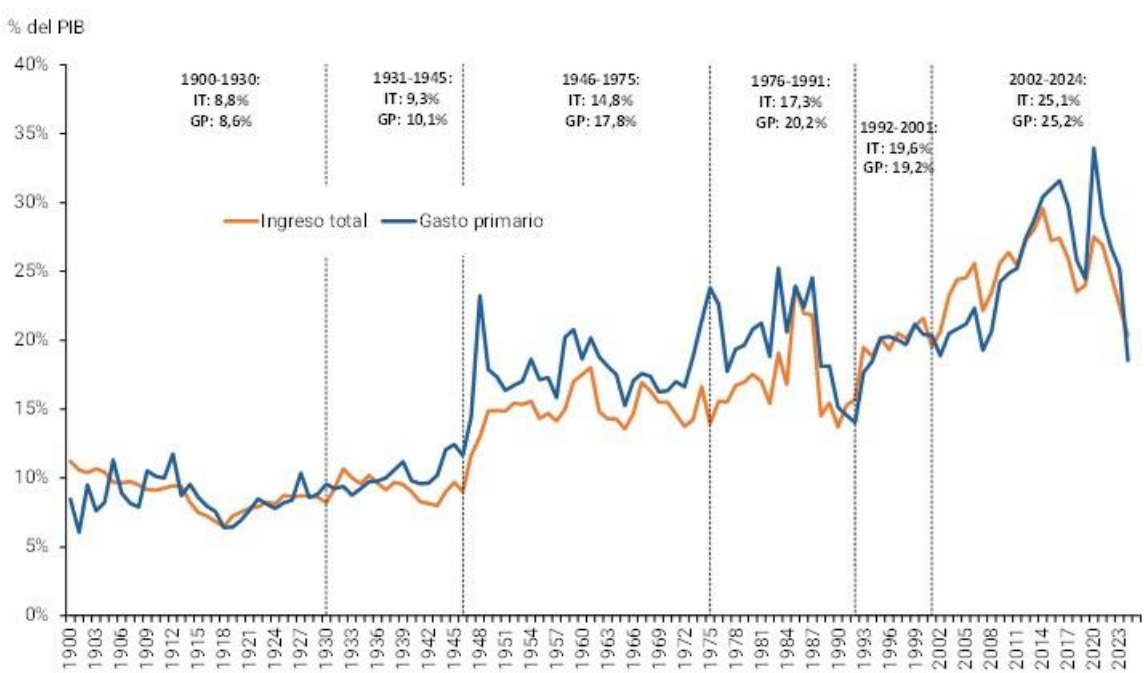
Durante estos ciclos de expansión del gasto, la carga tributaria aumentó mediante la creación de nuevos impuestos, aunque casi siempre a un ritmo menor que las erogaciones (ver Gráfico 4). De este modo, más allá de la orientación política y de ajustes esporádicos forzados por las circunstancias, los déficits fiscales fueron la norma, tanto en fases de abundancia como de escasez de recursos.

Cuadro 2: Promedios de principales variables macroeconómicas por grandes períodos

| Variables                                          | Belle époque | Transición post crisis del treinta | Inflación crónica | Alta inflación e hiperinflaciones | Convertibilidad | Dominancia fiscal y regreso a la alta inflación |
|----------------------------------------------------|--------------|------------------------------------|-------------------|-----------------------------------|-----------------|-------------------------------------------------|
|                                                    | 1900-1930    | 1931-1945                          | 1946-1975         | 1976-1991                         | 1992-2001       | 2002-2024                                       |
| <b>Fiscales</b>                                    |              |                                    |                   |                                   |                 |                                                 |
| Resultado financiero (% del PIB)                   | -1,4%        | -2,3%                              | -3,6%             | -5,8%                             | -1,6%           | -2,0%                                           |
| Resultado primario (% del PIB)                     | 0,3%         | -0,7%                              | -3,1%             | -2,9%                             | 0,4%            | -0,2%                                           |
| Gasto total (% del PIB)                            | 10,2%        | 11,6%                              | 18,5%             | 23,1%                             | 21,3%           | 27,0%                                           |
| Gasto primario (% del PIB)                         | 8,6%         | 10,1%                              | 17,8%             | 20,2%                             | 19,2%           | 25,2%                                           |
| Ingresos totales (% del PIB)                       | 8,8%         | 9,3%                               | 14,8%             | 17,3%                             | 19,6%           | 25,1%                                           |
| Intereses de la deuda/ gasto total (%)             | 24,5%        | 19,4%                              | 5,9%              | 18,0%                             | 15,0%           | 8,7%                                            |
| Intereses de la deuda (% del PIB)                  | 1,7%         | 1,6%                               | 0,7%              | 2,9%                              | 2,1%            | 1,8%                                            |
| Deuda pública (% del PIB)                          | 23,3%        | 28,9%                              | 16,8%             | 40,4%                             | 34,7%           | 72,8%                                           |
| Deuda pública en moneda extranjera (% de la deuda) | 61,2%        | 28,4%                              | 26,9%             | 85,4%                             | 92,0%           | 68,6%                                           |
| <b>Monetarias</b>                                  |              |                                    |                   |                                   |                 |                                                 |
| Inflación (% anual)                                | 2,7%         | 1,8%                               | 32,7%             | 568,6%                            | 4,2%            | 41,3%                                           |
| Tasa de interés real (pasiva bancaria - % anual)   | 1,5%         | 1,4%                               | -13,2%            | -41,5%                            | 5,9%            | -8,7%                                           |
| M3 en pesos (% del PIB)                            | 32,9%        | 35,9%                              | 25,5%             | 13,5%                             | 12,8%           | 23,0%                                           |
| Préstamos en pesos (sector privado - % del PIB)    | 22,5%        | 18,5%                              | 11,3%             | 7,2%                              | 6,7%            | 8,6%                                            |

Fuente: ver el Anexo.

Gráfico 4: Ingreso total y gasto primario del Sector Público Nacional (en % del PIB)



Fuente: ver el Anexo.

En D'Amato y Katz (2018) sugerimos que este patrón deficitario sistemático derivó de incentivos que llevaron a los gobiernos, y a los agentes económicos, a percibir las restricciones presupuestarias como “blandas”.<sup>13</sup> Más allá de las causas subyacentes, es útil para nuestro análisis repasar los efectos disímiles que tuvieron sobre la dinámica macroeconómica las distintas modalidades de financiamiento de los desequilibrios fiscales y de articulación entre las políticas fiscal y monetaria. Esas modalidades dan lugar a etapas bien diferenciadas en esa evolución.

**Gráfico 5: Deuda pública (en % del PIB) y participación de la deuda en moneda extranjera (en % del total)**



Fuente: ver el Anexo.

### Disciplina monetaria y desendeudamiento bajo patrón oro (1900-1930)

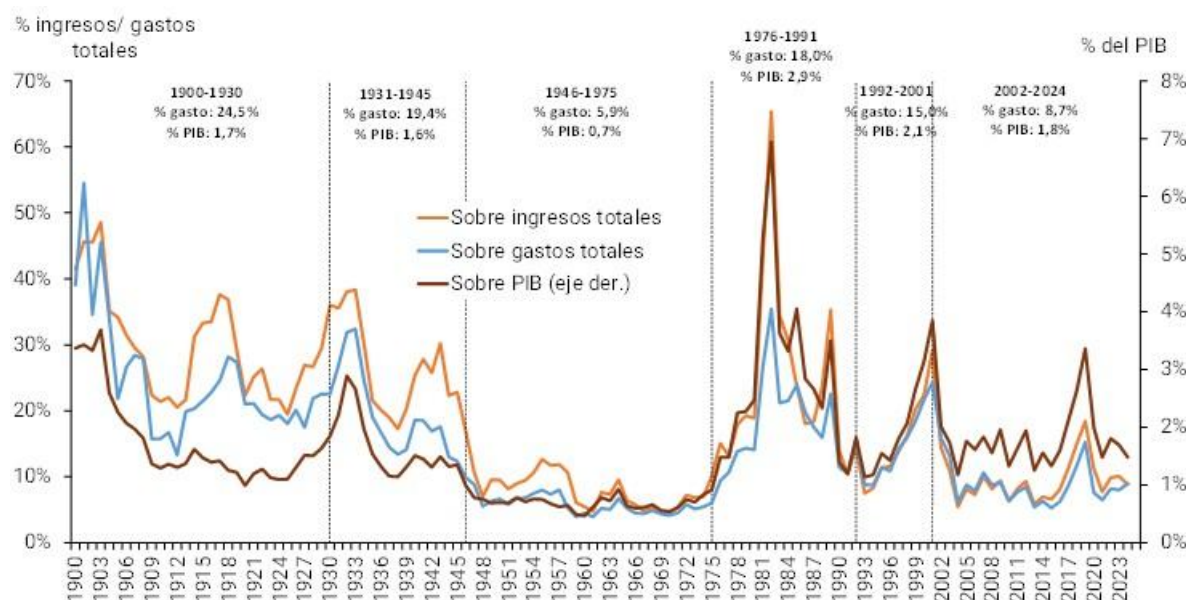
En una primera etapa, durante el patrón oro y el auge agroexportador de principios del siglo XX, el financiamiento fiscal se basó en títulos y empréstitos colocados en mercados voluntarios internos y externos, con una nítida separación entre el Tesoro y la política monetaria. En consonancia con la época, el Estado liberal mantuvo un tamaño y funciones acotadas a garantizar el orden (paz, soberanía y derechos de propiedad) y la infraestructura (red ferroviaria y telégrafos) requerida para la integración a los flujos de comercio global.<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Sobre las restricciones de presupuesto “blandas” y sus efectos agregados, véase Kornai (1980) y Heymann y Leijonhufvud (1995). La percepción de restricciones “blandas” en Argentina suele asociarse a bonanzas externas (términos de intercambio o condiciones de financiamiento ampliamente favorables) en las que la fase expansiva del ciclo parece asumirse como permanente. Tarde o temprano, la restricción “dura”, la externa para economías pequeñas y abiertas como la argentina, termina imponiéndose y desencadena una crisis. Por ello, estos episodios críticos, tanto monetarios como crediticios, suelen derivar en crisis de balanza de pagos (D'Amato y Katz, 2018).

<sup>14</sup> La consolidación del Estado argentino se caracterizó por niveles de gasto per cápita comparables en muchos casos a los de los países más desarrollados (incluida la fuerte inversión en educación a partir de la ley 1420).

Entre 1900 y 1929, el gasto público rondó el 10% del PIB, sostenido principalmente por los aranceles a las importaciones y la recaudación aduanera. Aunque el resultado primario estuvo prácticamente equilibrado, el déficit financiero promedió 1,4% del PIB debido al peso de los intereses de la deuda reestructurada tras la crisis de 1890 (Cuadro 2).<sup>15</sup> En los primeros años del siglo, los intereses de esos pasivos (denominados en libras esterlinas) representaron entre el 40% y el 50% del gasto total, una proporción que nunca volvería a observarse, ni siquiera en las etapas de alto endeudamiento público a partir de mediados de los setenta. No obstante, impulsada por el rápido crecimiento económico de esos años, la relación deuda/PIB descendió del 60% al 10% hacia el fin de la Primera Guerra Mundial (Cortés Conde, 1989; Porto, 2021).

**Gráfico 6: Intereses de la deuda pública sobre ingresos totales, gasto total y PIB (en %)**



Fuente: ver el Anexo.

Aunque la guerra suspendió el patrón oro (brevemente retomado en 1927-1929), en esta etapa inicial se procuró mantener la disciplina monetaria y la separación entre el Tesoro y la política monetaria. El episodio bélico relajó la dominancia monetaria extrema característica de la paridad convertible, al permitir asistencia de la banca oficial mediante la Caja de Conversión y acceso preferencial al oro para el pago de las deudas externas. Aun así, la disciplina se preservó en un marco de razonable estabilidad nominal y financiera (Gerchunoff y Llach, 2018).

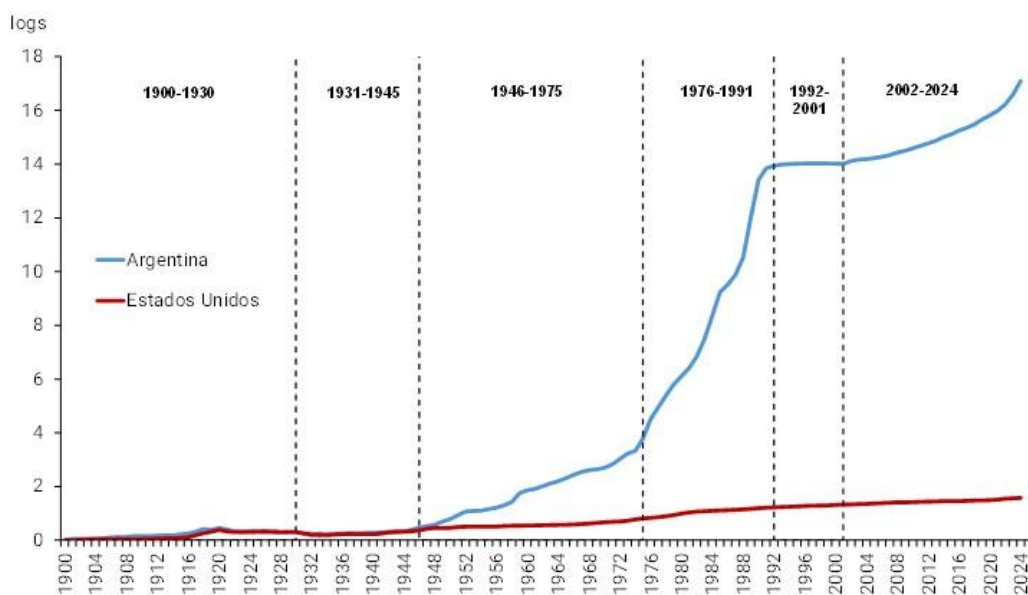
<sup>15</sup> El episodio involucró no sólo deuda externa emitida en Londres sino también obligaciones denominadas en libras esterlinas pero emitidas localmente, aunque colocadas también entre inversores extranjeros. Fue el segundo episodio de impago de la Argentina independiente, luego del default soberano de 1827, en el contexto de la guerra con el Brasil, sobre los compromisos externos contraídos un par de años antes con la banca Baring. Posteriormente, a lo largo del siglo XX y a comienzos del XXI sobrevendrían otros cinco episodios de cesación de pagos (1956, 1982, 1989, 2001 y 2019-2020), que ubican al país en los primeros puestos del ranking de defaultteadores seriales (Reinhart y Rogoff, 2009).

## Financiamiento monetario y represión financiera en economía cerrada (1931-1975)

Ello empezaría a cambiar con la Gran Depresión y el abandono definitivo del patrón oro. En sintonía con los cambios en el funcionamiento de la economía y su inserción internacional, esto condujo a una modificación sustancial de las instituciones que gobernaban la política monetaria y su articulación con la fiscal.<sup>16</sup> El tránsito hacia una economía más cerrada e intervenida, donde el Estado asumió un protagonismo mucho mayor en la asignación de recursos y la redistribución de ingresos, fue la nota característica de la industrialización por sustitución de importaciones (ISI), y ello se tradujo también en el plano nominal y financiero.

Si la primera década del BCRA se caracterizó por un uso prudente y contracíclico de la nueva flexibilidad monetaria ganada con el tránsito a un esquema de dinero fiduciario, esa disciplina se abandonaría rápidamente en los años de la posguerra. A partir de allí, el financiamiento del BCRA al Tesoro se volvió sistemático ante la fuerte expansión del gasto y los marcados desequilibrios presupuestarios (Katz *et al.*, 2024; ver Gráfico 3 y Cuadro 2). Este financiamiento monetario recurrente, que se reflejó legalmente en la paulatina ampliación de las facultades de asistencia crediticia al fisco previstas en la Carta Orgánica de la nueva institución, alteró severamente la dinámica nominal (Cortés Conde *et al.*, 2014; D'Amato y Ortiz Batalla, 2024). Como resultado, Argentina ingresó en un régimen de inflación crónica, en el que el comportamiento de los precios se disoció definitivamente del observado en economías más estables (ver Gráfico 7).

**Gráfico 7: Precios minoristas de Argentina y Estados Unidos (niveles en logs)**



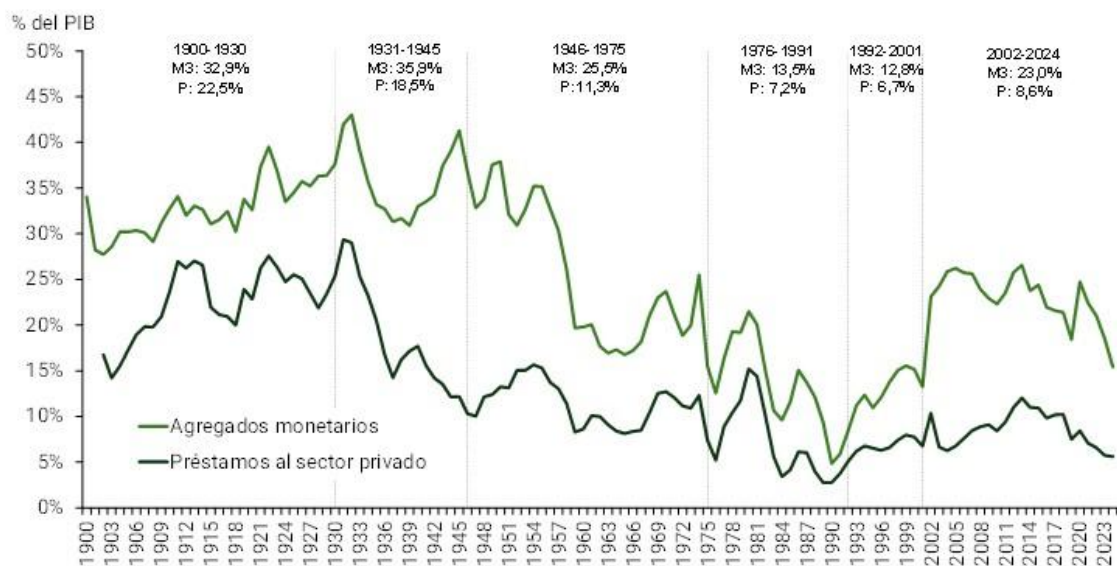
Fuente: ver el Anexo.

<sup>16</sup> Pese al cierre del financiamiento externo y al aumento de la carga de la deuda provocado por el abandono de la paridad convertible al comienzo de la Depresión, el gobierno decidió respetar el pago de los compromisos externos con vistas a preservar la reputación crediticia del país, a diferencia de la mayoría de los países de la región y de su propia historia de defaults previos. Esta decisión obligó, sin embargo, a introducir por primera vez el control de cambios para evitar una depreciación pronunciada del peso, mientras comenzaba a flexibilizarse la política monetaria para combatir las presiones deflacionarias. De allí en adelante, la represión financiera tendería a formar parte de la caja de herramientas de los hacedores de política característica de la nueva etapa.

Desde entonces, la inflación crónica limitaría, entre otros efectos adversos, el margen para financiar en forma sostenible y no disruptiva el desequilibrio de las finanzas públicas. Si bien la creación del BCRA había impulsado el mercado doméstico de deuda y reducido drásticamente la deuda externa (Della Paolera y Taylor, 2001; Gráfico 5), la persistencia inflacionaria, junto con la represión financiera, desplomó la demanda voluntaria de activos financieros domésticos, cuyos retornos reales se volvieron fuertemente negativos (ver Gráficos 8 y 9). En este escenario, a pesar de los altos déficits, la deuda pública se mantuvo reducida (cerca del 20% del PIB) y el Tesoro dependió crecientemente del financiamiento directo del BCRA (ver Gráficos 3 y 5). Todo ello fue configurando un régimen de dominancia fiscal que condicionó en forma creciente la autonomía de la política monetaria para asegurar la estabilidad nominal y el manejo apropiado del ciclo macroeconómico.

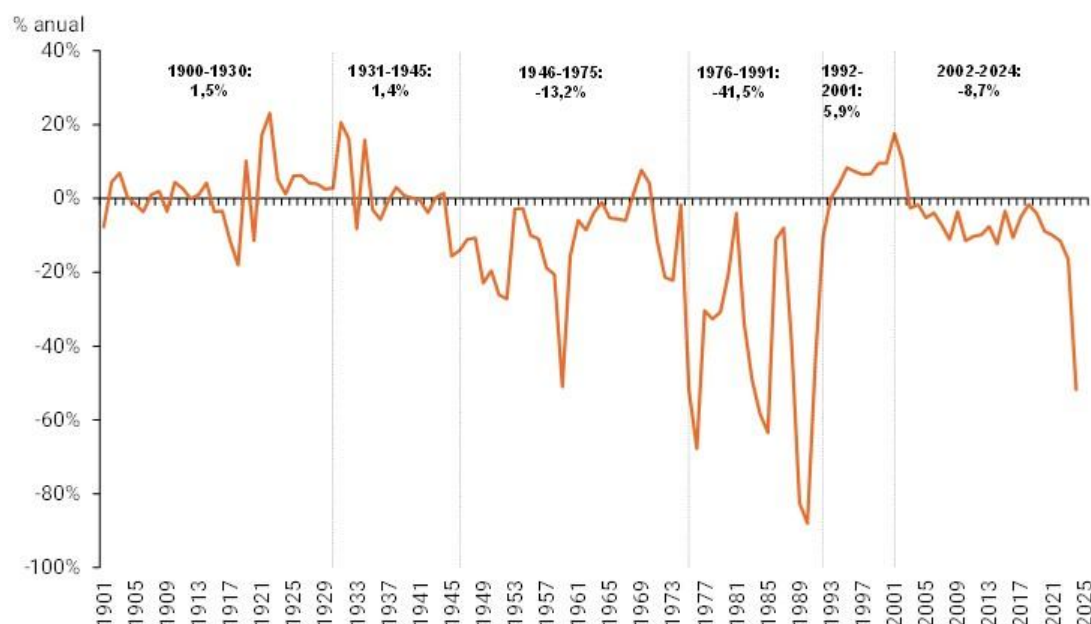
A pesar de intentos fallidos por reducir la inflación y el desequilibrio de las cuentas públicas, esta configuración, con déficits fiscales superiores al 3% del PIB en promedio y una política monetaria crecientemente condicionada por las demandas financieras del Tesoro, prevaleció hasta mediados de los setenta. Desde entonces, el shock del Rodrigazo, en una economía ya plenamente adaptada al fenómeno inflacionario, marcó el ingreso a un régimen de aguda inestabilidad nominal, caracterizado por tres lustros de inflación anual de tres dígitos (ver Gráfico 2).

**Gráfico 8: Monetización (M3 en pesos) y profundidad financiera (préstamos bancarios en pesos) (en % del PIB)**



Fuente: ver el Anexo.

**Gráfico 9: Tasa de interés real pasiva bancaria (en % anual)**



Fuente: ver el Anexo.

### **Desequilibrios persistentes, endeudamiento externo y descontrol nominal (1976-1991)**

La dinámica nominal se agravó por dos factores. Por un lado, los contratos en moneda doméstica se acortaron drásticamente y comenzaron a indexarse para no desaparecer por completo (Frenkel, 1989; Heymann y Leijonhufvud, 1995). Por otro lado, impulsado por una veloz apertura financiera y una abundante liquidez internacional, el uso de crédito externo para financiar el desequilibrio recurrente del fisco introdujo otro mecanismo que, al no corregirse las tendencias al desequilibrio, tuvo consecuencias muy dañinas para el funcionamiento macroeconómico y la interacción fiscal-monetaria (Damill *et al.*, 1988).

Como se mencionó, bajo represión financiera el temor a las licuaciones inflacionarias dificultaba colocar deuda en moneda doméstica y estrechaba los mercados de crédito locales. Esto dejaba a la emisión monetaria prácticamente como único recurso para atender las necesidades financieras del Tesoro. El acceso al crédito internacional ampliaba los canales de financiamiento voluntario y podía, en principio, reintroducir una separación entre la política monetaria y la fiscal.

Al estar denominados en moneda extranjera, estos pasivos no eran “licuables” por inflación ni atendibles con emisión monetaria para la economía en su conjunto.<sup>17</sup> Sin embargo, como se verá en la próxima sección, aunque este mecanismo parecía imponer disciplina al exigir resultados fiscales consistentes con la evolución de las deudas en moneda dura, en la práctica no fue así. Reflejando el comportamiento procíclico de los flujos de capitales, el financiamiento externo actuó como un complemento que relajó las restricciones financieras

<sup>17</sup> Aunque, si las divisas estaban disponibles en la hoja de balance del BCRA, el Tesoro podía acceder a ellas mediante créditos en pesos otorgados por la autoridad monetaria.

en los momentos de auge crediticio y contribuyó a una ampliación de los desequilibrios a financiar.<sup>18</sup>

En estas condiciones, con un Estado cada vez mayor y empresas públicas ineficientes, el gasto público siguió aumentando, al tiempo que la participación de la deuda del Tesoro en moneda extranjera volvió a los niveles elevados de inicios del siglo XX (cerca del 70%, ver Cuadro 2 y Gráfico 5). Al exponer al gobierno al riesgo de descalce de monedas, sin una corrección de la dinámica fiscal subyacente, estos pasivos externos reintrodujeron una fragilidad financiera que había estado ausente desde el período de entreguerras.

Las maxidevaluaciones de principios de los ochenta dispararon la carga financiera de la deuda, con intereses superiores al 20% del gasto total, y provocaron saltos abruptos de los ratios de endeudamiento hacia niveles inéditos (ver Gráficos 5 y 6; Damill y Frenkel, 1987; Dornbusch y de Pablo, 1989).<sup>19</sup> Con déficits fiscales cercanos al 10% del PIB y un cierre total del crédito voluntario externo e interno, las autoridades recayeron casi exclusivamente en el financiamiento monetario. A pesar de intentos de estabilización fallidos como el Plan Austral, este desbalance desató una intensa huida del dinero que culminó la década con dos episodios hiperinflacionarios (Machinea, 2022; Heymann, 1990; Piekarz, 1984; ver Gráficos 2 y 8). Desde entonces, este mecanismo stock-flujo sería un factor permanente de disrupción: al cuestionar la solvencia del gobierno, los saltos cambiarios desencadenaron recurrentes crisis de balanza de pagos e incumplimientos de deuda soberana (tal como ocurriera en 1982, 1989 y, más adelante, en 2001 y 2018/2019/2020).

### **Disciplina monetaria extrema, reformas y estabilidad nominal (1992-2001)**

Tras la hiperinflación, el régimen de Convertibilidad buscó revertir la inestabilidad adoptando una regla monetaria extrema. Al igual que el patrón oro un siglo antes, pero vinculando la moneda al dólar, este esquema ató la base monetaria a las reservas internacionales y limitó estrictamente la emisión para financiar al Tesoro. De este modo, se intentó reintroducir una clara separación entre las políticas monetaria y fiscal. Institucionalmente, esto se plasmó en la Carta Orgánica del BCRA, que, en sintonía con las tendencias globales de la época, estableció la independencia legal de la autoridad monetaria y fijó la estabilidad de precios como objetivo “primario y fundamental” de su accionar.

El esquema logró una reducción sostenida de la inflación a un dígito anual y el retorno a la estabilidad nominal por primera vez en medio siglo. El programa de reformas y privatizaciones dirigido a redefinir el rol del Estado generó superávits primarios por primera vez desde inicios de siglo. Sin embargo, el endeudamiento público en moneda extranjera continuó operando como un factor de vulnerabilidad, disimulado por una fuerte apreciación cambiaria que ocultaba el peso de la deuda sobre la solvencia del fisco. La carga de intereses, en torno al 15% del gasto total incluso tras la reestructuración del plan Brady, sostuvo el déficit financiero. Esto se evidenció a mediados de la década, cuando una sucesión de shocks

---

<sup>18</sup> Estrictamente, no sólo los del fisco sino los del conjunto de la economía, a juzgar por el fuerte incremento observado en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

<sup>19</sup> El salto de los ratios de deuda pública al producto se vio incrementado también como consecuencia de la estatización, a través de diversos mecanismos, de los pasivos en que había incurrido el sector privado durante el ciclo previo de fuerte endeudamiento con el exterior.

externos encareció el crédito externo y elevó las erogaciones financieras del 1,4% del PIB en 1996 al 3,8% en 2001 (ver Gráfico 6). Un factor crítico en esta dinámica fue la rigidez del esquema cambiario, que dificultó la absorción de estos shocks y generó estancamiento y deflación. A ello se sumaron las fragilidades propias de una intermediación financiera interna en moneda extranjera, que operaba como unidad de cuenta de todos los contratos (Kiguel, 2015; Gerchunoff y Llach, 2026).

El desequilibrio entre un stock elevado de pasivos en moneda extranjera y los flujos de ingreso interno seguía operando como factor de vulnerabilidad, pero esta vez la insolvencia potencial implicaba no sólo al gobierno sino al conjunto de la economía. Cuando se agotó el acceso al financiamiento externo, se produjo una fuerte depreciación de la moneda y el esquema colapsó en una triple crisis, bancaria, cambiaria y de deuda soberana (De la Torre, Levy Yeyati y Schmukler, 2003).

### **La reaparición de la dominancia fiscal y la alta inflación (2002-2024)**

Luego del colapso de la Convertibilidad, la reaparición de políticas inconsistentes derivó nuevamente en dominancia fiscal e inflación persistente. Aunque el país ya conocía esta dinámica, lo novedoso fue que ello ocurrió en un marco de abundancia relativa de recursos. Como pocas veces, la reaparición de un entorno de inestabilidad nominal fue mucho menos una imposición de las circunstancias que el resultado de erróneas decisiones de política. Luego de la cesación de pagos de 2002 y la posterior reestructuración de la deuda, las cuentas gubernamentales (y las externas) experimentaron una mejora notable (ver Gráfico 3). Esta mejora fue el producto de varios factores: la licuación del gasto público tras la devaluación, la reducción de la carga de intereses y el auge de los términos de intercambio que, luego de la reintroducción de las retenciones a las exportaciones, volvió a asociar el desempeño del fisco a la evolución del comercio exterior.

Sin embargo, en plena recuperación económica, un fuerte impulso fiscal procíclico erosionó rápidamente los superávits gemelos, llevó el gasto público a niveles récord y desató presiones inflacionarias que el régimen vigente tendía a estimular. Virtualmente ausente el financiamiento voluntario en los mercados de crédito, la política monetaria abandonó su prudencia inicial y se concentró crecientemente en atender, una vez más, las necesidades financieras del Tesoro, tanto a través de la asistencia monetaria directa como del uso de reservas internacionales para el pago de los compromisos externos.

Mientras los índices oficiales negaban la reaparición del fenómeno, el BCRA volvió a desentenderse de su responsabilidad en el manejo de la inflación. Ello se reflejó formalmente en la reforma de su Carta Orgánica, que diluyó el objetivo de estabilidad nominal y financiera entre otros menos convencionales, como el de alcanzar “el desarrollo económico con inclusión social”. Paralelamente, el deterioro de las reservas obligó a reintroducir restricciones cambiarias tras más de dos décadas. En este contexto de represión financiera y creciente dominancia fiscal, las cuentas públicas siguieron deteriorándose y la inflación se aceleró (ver Gráfico 2 y Cuadro 2).

Ilustrando las tensiones propias de una "puja de dominancias" (dos políticas “activas” según Leeper), la posterior reapertura financiera y el intento de aplicar una política monetaria estricta para frenar la inflación —sin resolver las dudas sobre la (in)sostenibilidad fiscal— operaron

como nuevos factores generadores de incertidumbre. Esto desembocó en otra crisis de financiamiento externo, que forzó la reintroducción de controles cambiarios y una nueva cesación de pagos, que esta vez incluyó el “reperfilamiento” de las obligaciones del Tesoro en moneda local.

Sin financiamiento voluntario, el aumento del gasto provocado por la pandemia, que elevó el déficit primario al 6% y el financiero a más del 8% del PIB, debió afrontarse con asistencia monetaria en gran escala y con colocación forzada de deuda en los bancos, garantizada por el BCRA a través de diferentes mecanismos. Bajo una represión financiera reforzada, la absorción mediante pasivos remunerados no logró atenuar la percepción de un grave desequilibrio monetario. Se desataron fuertes presiones cambiarias y una aceleración de precios que dejó a la economía al borde de un nuevo episodio inflacionario crítico, con una inflación que superó el 200% anual a fines de 2023.

Desde entonces, la nueva administración llevó adelante un intento de estabilización inédito por la magnitud de las correcciones introducidas, con resultados inicialmente exitosos en términos de reducción de la inflación. Mediante un fuerte ajuste fiscal (cercano al 5% del PIB), la reducción del peso del Estado y una reforma de la Carta Orgánica del BCRA que cierra el financiamiento monetario al Tesoro, se busca replantear la interacción fiscal-monetaria y establecer un esquema de clara dominancia monetaria.

Luego de este repaso de las interacciones fiscal-monetarias en Argentina, en la próxima sección intentamos sistematizarlas con el objetivo de caracterizar los regímenes de política vigentes en las diferentes etapas de la evolución macroeconómica local.

## 4. Ejercicio empírico

### 4.1. Metodología

Nuestro objetivo central es identificar las configuraciones de política fiscal-monetaria prevalecientes en Argentina entre 1900 y 2024. La estrategia de identificación comienza con la estimación de una función de reacción de la política fiscal a la Bohn (1998). Luego evaluamos la presencia de quiebres en las relaciones implícitas en dicha función (Mauro *et al.*, 2015), mediante estimaciones en ventanas móviles y el test de Bai y Perron, que permite determinar endógenamente quiebres en la relación entre el resultado fiscal y la deuda. Los resultados indican que, con excepción del período inicial 1900-1940, en el que la política fiscal se habría comportado de manera ricardiana, respondiendo a los niveles de deuda, entre 1941 y 2024 prevalecieron regímenes fiscales activos o no ricardianos, con un interregno entre 1997 y 2010. Este resultado es consistente con la narrativa de la sección 3. Finalmente, dada la prevalencia de políticas fiscales activas nos enfocamos en identificar las tensiones fiscal-monetarias asociadas a ese régimen. Este enfoque, propuesto por Bolhuis *et al.* (2024) bajo el supuesto de regímenes no ricardianos, se basa en el cálculo de una **brecha fiscal-monetaria**, definida como la distancia entre las tasas monetaria y fiscal requeridas para la estabilidad nominal y la sostenibilidad de la deuda, respectivamente.

#### 4.1.1. Función de reacción fiscal

La función de reacción fiscal propuesta por Bohn (1998) modela el resultado primario en función de la deuda preexistente y de variables de control que capturan las condiciones cíclicas de la economía y la ocurrencia de eventos extraordinarios:

$$s_t = \alpha + \rho d_{t-1} + \beta_1 \tilde{Y}_t + \beta_2 \tilde{G}_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

donde  $s_t$  es el resultado primario del Sector Público Nacional (SPN) en porcentaje del PIB,  $d_{t-1}$  la deuda total del SPN en porcentaje del PIB, rezagada un período,  $\tilde{Y}_t$  el componente cíclico del PIB y  $\tilde{G}_t$  el componente cíclico del gasto primario.

Bohn (1998) muestra que si el coeficiente  $\rho$  sobre la deuda rezagada es mayor que el diferencial entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento de la economía,  $\rho > \frac{r-y}{1+y'}$ , el ratio deuda a PIB es estacionario. Frente a un shock, la respuesta fiscal es suficientemente fuerte como para retornar gradualmente ese ratio a su valor de estado estacionario. Pero aun si esa condición de estacionariedad no se cumple, el hallazgo de un  $\rho > 0$  y estadísticamente significativo sería suficiente para asegurar el cumplimiento de la restricción intertemporal de solvencia. Ello podría tomarse también como indicación de una política fiscal pasiva o ricardiana, aun cuando estrictamente el ratio de deuda fuese explosivo (D'Erasmus *et al.*, 2016; Bohn, 2007; Canzoneri *et al.*, 2010).

Nuestra especificación ampliada incorpora dos variables externas relevantes para una economía pequeña y abierta como la argentina: el componente cíclico del tipo de cambio real bilateral contra el dólar,  $\tilde{TCR}_t$ , calculado con la cotización libre o paralela cuando corresponde (suavizado mediante el filtro de Hodrick-Prescott), y los términos del intercambio,  $TI_t$ .

#### 4.1.2. Identificación de quiebres y ventanas móviles

Bianchi (2012), Bianchi e Ilut (2017) y Bianchi y Melosi (2017, 2022) muestran que los regímenes fiscal-monetarios pueden cambiar endógenamente y que los agentes formulan expectativas anticipando esa probabilidad de cambio. La centralidad de una identificación robusta de los cambios de régimen es evidente para el caso de Argentina, donde esos cambios son más la norma que la excepción. En línea con el trabajo histórico de Mauro *et al.* (2015), utilizamos dos estrategias complementarias para evaluar quiebres en el régimen fiscal-monetario: estimaciones en ventanas móviles (*rolling windows*) de 25 años, que permiten visualizar la evolución del coeficiente  $\rho$  y de su significatividad a lo largo del tiempo, y el test de quiebres estructurales de Bai y Perron (1998, 2003), que permite identificar cambios significativos en el valor del coeficiente  $\rho$ .

#### 4.1.3. Brecha fiscal-monetaria

Luego de corroborar el predominio de regímenes de política fiscal activa a lo largo del período analizado, ponemos foco en las tensiones fiscal-monetarias que dicho predominio conlleva a través del cálculo de una brecha fiscal-monetaria siguiendo el enfoque de Bolhuis *et al.* (2024). Esta noción resulta útil bajo un régimen no ricardiano, en el que el resultado primario no

responde endógenamente al stock de deuda. En ese caso, el cálculo del resultado primario que estabiliza la deuda deja de tener sentido como medida de sostenibilidad. Por el contrario, si se tiene que la trayectoria del resultado primario es exógena, cobra sentido una métrica basada en el cálculo de la tasa fiscal,  $r_{ft}^*$ , que estabiliza el ratio de deuda a PIB,  $d_t$ .

La ley de movimiento de la deuda como porcentaje del PIB puede escribirse como:

$$\Delta d_t = \frac{r_t - y_t}{1 + y_t} d_{t-1} - s_t \quad (3)$$

donde  $r_t$  es la tasa de interés real,  $y_t$  la tasa de crecimiento del PIB y  $s_t$  el resultado primario en porcentaje del PIB. Típicamente, el cálculo de sostenibilidad de la deuda se pregunta cuál es, dadas las tasas de crecimiento y de interés reales, el resultado primario necesario para estabilizar el ratio de deuda a producto. Ello supone que la política fiscal se comporta en forma ricardiana con vistas a estabilizar la dinámica de la deuda. Si, en cambio, la política fiscal es activa y el superávit primario es exógeno y no responde a las variaciones de la deuda, puede invertirse la pregunta: dado el superávit primario y el crecimiento real de largo plazo, cuál es la tasa de interés real compatible con el ratio de deuda existente. Esa es la tasa que Bolhuis et al. (2024) denominan tasa fiscal,  $r_f^*$ , compatible con la estabilización de la deuda ( $\Delta d_t = 0$ ). Asumiendo que en el equilibrio de largo plazo el producto crece a su tasa potencial  $\bar{y}_t$ , que el resultado primario es exógeno y que el ratio de deuda es el heredado, dicha tasa fiscal puede calcularse como:

$$r_{ft}^* = \bar{y}_t + (1 + \bar{y}_t) \frac{\bar{s}_t}{\bar{d}_{t-1}} \quad (4)$$

El primer componente,  $\bar{y}_t$ , indica que, con un resultado primario tendencial nulo, la deuda se estabiliza cuando la tasa real iguala a la tasa de crecimiento tendencial. El segundo componente corrige esa tasa por el resultado primario tendencial. Un superávit persistente eleva  $r_{ft}^*$  por encima de la tasa de crecimiento y amplía el espacio de la política monetaria para ejercer su rol estabilizador del ciclo. Un déficit persistente la reduce y limita el espacio para que la política monetaria responda a presiones inflacionarias sin generar dinámicas explosivas de deuda. De ese modo,  $r_{ft}^*$  aumenta con  $\bar{y}_t$  y  $\bar{s}_t$  y disminuye con el nivel de deuda  $\bar{d}_{t-1}$ .

Calculamos dos tasas fiscales: una para el total de la deuda, en pesos y en moneda extranjera, de acuerdo con la fórmula anterior, y otra,  $r_{ft}^{*P}$ , para la deuda en pesos. Esta distinción es relevante en el caso de Argentina, donde el persistente desmanejo fiscal-monetario impidió el desarrollo de un mercado de deuda voluntaria en moneda local y llevó a un creciente peso de la deuda en moneda extranjera. Esto restringió los grados de maniobra de las autoridades, en la medida en que esa deuda no es “licuable”. Si la proporción de deuda en moneda extranjera es elevada, un aumento de los costos de financiamiento externo, por ejemplo, frente a un *sudden stop*, sólo puede compensarse con tasas domésticas más bajas para preservar la sostenibilidad de la deuda. Ello tiende a amplificar las tensiones fiscal-monetarias y puede generar no linealidades cuando los diferenciales de tasas inducen depreciaciones cambiarias.

En el caso de la deuda en pesos, la tasa  $r_{ft}^{*P}$  está dada por:

$$r_{ft}^{*P} = \frac{1}{\alpha_{t-1}^{\$}} \left[ \bar{y}_t + (1 + \bar{y}_t) \frac{\bar{s}_t}{\bar{d}_{t-1}} - \alpha_{t-1}^{USD} (\bar{r}_t^{USD} + \overline{tcr}_t + \bar{r}_t^{USD} \cdot \overline{tcr}_t) \right] \quad (5)$$

donde  $\bar{s}_t$  es el resultado primario tendencial del SPN en porcentaje del PIB,  $\bar{d}_{t-1}$  la deuda pública tendencial en porcentaje del PIB,  $\bar{y}_t$  el crecimiento tendencial del PIB real,  $\bar{tcr}_t$  la variación del tipo de cambio real tendencial contra el dólar (libre o paralelo),  $\bar{r}_t^{USD}$  la tasa de interés real tendencial de la deuda en moneda extranjera y  $\alpha_{t-1}^{\$} = \frac{\bar{d}_{t-1}^{\$}}{\bar{d}_{t-1}}$ ,  $\alpha_{t-1}^{USD} = \frac{\bar{d}_{t-1}^{USD}}{\bar{d}_{t-1}}$ , con  $\alpha_{t-1}^{\$} + \alpha_{t-1}^{USD} = 1$ .

La brecha fiscal-monetaria es la diferencia entre la tasa natural de interés,  $r_{mt}^*$ , y la fiscal,  $r_{ft}^*$ . La tasa natural  $r_{mt}^*$  es aquella que iguala el ahorro a la inversión *ex ante* y es, por lo tanto, consistente con el equilibrio macroeconómico, es decir, con un nivel del producto cercano al potencial y una tasa de inflación estable (véase Woodford, 2003).

$$Brecha_t = r_{mt}^* - r_{ft}^* \quad (6)$$

Una brecha persistentemente positiva indica que la tasa real natural supera a la tasa que estabilizaría la deuda, lo que puede interpretarse como una manifestación de tensiones fiscal-monetarias. El intento del banco central de cumplir con sus objetivos podría colocar a la deuda pública en una trayectoria explosiva y condicionar su accionar, en una suerte de dominancia financiera (Blanchard, 2004).

Combinando la ecuación de acumulación de deuda con las curvas IS y de Phillips estándar, Bolhuis *et al.* (2024) muestran que la brecha puede cerrarse por cuatro vías: (i) crecimiento de la deuda, si ninguna autoridad ajusta su postura; (ii) aumento de la inflación por encima de la meta, si la autoridad monetaria acomoda la presión fiscal; (iii) consolidación fiscal mediante una mejora del resultado primario; o (iv) reducción del spread entre la tasa real efectiva sobre la deuda pública y la tasa de política monetaria, a través de mecanismos de represión financiera o de gestión activa del perfil de la deuda.

En Argentina, estos últimos mecanismos, en particular la represión financiera a través de los controles de cambios, se utilizaron con frecuencia en las situaciones en las que el país perdió acceso a los mercados de deuda. Los controles de cambios comenzaron a utilizarse para lidiar con el impacto de la crisis del treinta, con la creación de la Comisión de Control de Cambios en 1931, que estableció tipos de cambio diferenciales que funcionaron como un impuesto implícito sobre el sector exportador. Esta herramienta, quizás adecuada para enfrentar puntualmente un shock de gran magnitud, se naturalizó luego bajo el monopolio del comercio exterior ejercido por el IAPI entre 1946 y 1955. El ciclo de *stop-go* de las décadas de 1960 y 1970 reprodujo esta lógica de manera sistemática: cada fase contractiva coincidió con la imposición o el endurecimiento de controles cambiarios como respuesta de corto plazo a la presión sobre las reservas generada por la expansión fiscal y monetaria previa, sin que ello implicara una corrección del desequilibrio de fondo. La crisis de la deuda externa de 1982 profundizó este vínculo y llevó a una coexistencia de controles de cambio y señoreaje como fuentes de financiamiento del déficit, que culminó en la hiperinflación de 1989. Tras el paréntesis de la Convertibilidad (1991–2001), que eliminó la posibilidad de controles cambiarios al fijar la paridad cambiaria, el patrón reapareció en dos episodios más recientes: el “cepo” de 2011–2015 y el de 2019–2024. Ambos se caracterizaron por la multiplicación de tipos de cambio (oficial, MEP, CCL, “blue”, entre otros) como mecanismo para contener, sin

resolver, una brecha fiscal-monetaria creciente, financiada en última instancia con emisión monetaria. Esta recurrencia sugiere que los controles de cambio en Argentina no deben interpretarse como episodios aislados de política comercial o cambiaria, sino como una manifestación recurrente de la falta de sostenibilidad fiscal de largo plazo.

Idealmente, quisiéramos tener una estimación independiente de la tasa de interés real natural. Sin embargo, en el caso argentino, la vigencia de periodos prolongados de represión financiera puede provocar que los filtros tradicionalmente utilizados para estimar esta variable no observable arrojen resultados no confiables. En dicho sentido, tomando en cuenta la perspectiva de muy largo plazo adoptada aquí, preferimos utilizar una aproximación parsimoniosa a la tasa natural que nos parece potencialmente menos problemática. La teoría del crecimiento estándar postula la existencia de una asociación positiva entre la tasa de interés real de equilibrio y la evolución de la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía. Por ello, para estimar la tasa natural,  $r_{m_t}^*$ , se utilizó la siguiente fórmula:

$$r_{m_t}^* = \frac{y_t^{pot}}{y_{t-1}^{pot}} - 1 \quad (7)$$

Donde  $y_t^{pot}$  es el PIB potencial calculado como la tendencia obtenida con el filtro de Hodrick-Prescott. Esta aproximación se basa en la condición de la regla de oro del crecimiento económico:

$$f'(k_{GR}) = n + g + \delta$$

Donde  $f'(k)$  es el producto marginal del capital,  $\delta$  es la tasa de depreciación del capital,  $n$  es la tasa de crecimiento de la población y  $g$  es la tasa de progreso tecnológico. Asimismo, bajo mercados competitivos, el producto marginal neto (el rendimiento bruto del capital menos la tasa de depreciación) iguala a la tasa de interés real ( $r$ ). De ambas condiciones se sigue que la tasa de interés natural en el equilibrio de largo plazo iguala a la tasa de crecimiento del producto potencial (Phelps, 1961).<sup>20</sup>

## 4.2. Los datos

La descripción histórica de la sección anterior y las estimaciones de esta sección utilizan series anuales de PIB, tipo de cambio (oficial y paralelo), tasa de interés pasiva bancaria, inflación minorista, resultado fiscal, gastos e ingresos públicos, deuda pública, términos de intercambio, agregados monetarios y préstamos bancarios de Argentina para el período 1900-2024. La construcción de una base de datos coherente para un período tan extenso enfrenta

---

<sup>20</sup> Como es sabido, en el modelo neoclásico de Cass-Koopman esta condición se modifica para permitir el descuento de la utilidad intertemporal de las generaciones futuras. Ello conduce a la regla dorada modificada del crecimiento económico que, al tomar en cuenta la impaciencia de la generación presente, supone que el punto de equilibrio de largo plazo ocurre con una menor acumulación de capital y, en consecuencia, una tasa de rendimiento neto más elevada. Si la regla dorada modificada supone  $f'(k_{MGR}) = \theta + \delta + \sigma g$ , donde  $f'(k)$  es el producto marginal del capital o tasa de interés real ( $r$ ),  $\theta$  es la tasa de preferencia intertemporal,  $\delta$  es la tasa de depreciación del capital,  $\sigma$  es el coeficiente de aversión relativa al riesgo y  $g$  es la tasa de progreso tecnológico- la diferencia entre ambas se reduce a una (conjunto de) constante(s):  $f'(k_{MGR}) - f'(k_{GR}) = \theta + (\sigma - 1)g - n$ , con lo que la aproximación de la tasa de interés natural a través de la de crecimiento potencial sigue siendo válida.

el desafío de que no existen series oficiales homogéneas que cubran la totalidad del intervalo. Este trabajo se basa en la base construida en Basco *et al.* (2015), actualiza muchas de sus series y la expande para los datos fiscales. La estrategia adoptada allí consistió en consultar diversas fuentes tratando de utilizar la información más cercana posible a los datos oficiales o primarios. Luego se construyeron las variables de interés empalmando las series de una misma temática con algún criterio (utilizando los niveles o las variaciones anuales). También se consultaron, a modo de referencia, trabajos que presentan bases de datos históricas, como IEERAL (1986), Vázquez Presedo (1988 y 1994), Della Paolera y Taylor (2001), Gerchunoff y Llach (2018) y Ferreres (2005), entre los más relevantes. En el Anexo se describen en detalle la metodología y las fuentes utilizadas para la construcción de las variables empleadas.

### 4.3. Resultados

#### 4.3.1. Test de Bohn sobre la muestra completa

El Cuadro 3 muestra los resultados de la estimación del test de Bohn en su versión original y en la versión ampliada con las variables externas.

**Cuadro 3: Test de Bohn (1900-2024)**

|                | Bohn (1998)           | Con variables externas |
|----------------|-----------------------|------------------------|
| $d_{t-1}$      | 0,0199***<br>(0,009)  | 0,0168**<br>(0,025)    |
| $PIB\_ciclo_t$ | 0,0000<br>(0,999)     | 0,0104<br>(0,791)      |
| $g\_ciclo_t$   | -0,625***<br>(0,000)  | -0,576***<br>(0,000)   |
| $TCR\_ciclo_t$ |                       | -0,016<br>(0,295)      |
| $Tl_t$         |                       | -0,0003***<br>(0,002)  |
| C              | -0,0181***<br>(0,000) | 0,0158<br>(0,155)      |

Nota: estimado por MCO. P-values entre paréntesis. \*\*\*, \*\* y \* indican significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Fuente: estimaciones propias.

El coeficiente  $\rho$  sobre la deuda rezagada resulta positivo y estadísticamente significativo en las dos versiones del test. Su valor se encuentra en el entorno del hallado para otras economías en trabajos previos e indicaría la prevalencia de un régimen ricardiano en el período analizado.<sup>21</sup> Se trata, sin embargo, de un resultado contraintuitivo en el caso de Argentina, donde el fisco fue predominantemente deficitario en el período bajo análisis (resultado primario de -1,1% del PIB en promedio entre 1900 y 2024 y apenas 34% de años superavitarios). También resulta inconsistente con la evidencia provista en la sección 3. De ser plausible este primer resultado, el valor del coeficiente  $\rho$  estaría indicando que, con

<sup>21</sup> Mauro *et al.* (2015) encuentran coeficientes no muy diferentes para un panel de países que incluye a Argentina; en el caso particular de Argentina, el  $\rho$  es 0,021 para la muestra completa.

niveles de deuda cercanos al 100% del PIB, el superávit primario debería rondar en promedio el 2% del PIB para preservar la sostenibilidad de la deuda en la versión convencional del test de Bohn, y el 1,7% en la versión que incorpora las variables externas.

Este resultado puede vincularse a las limitaciones, ya mencionadas en la sección 2, que enfrentan las metodologías de Bohn (1998) o Canzoneri, Cumby y Diba (2001), que arrojaban una evidencia similar para Estados Unidos. Como se señala en la sección 2, estos hallazgos fueron revisados posteriormente por Mauro *et al.* (2015), Leeper y Li (2017) y Bianchi e Ilut (2017), quienes, con distintas metodologías, identificaron cambios de régimen y alternancia entre políticas fiscales activas y pasivas en Estados Unidos.

En el caso de Argentina, una razón adicional para la obtención de un coeficiente  $\rho$  positivo es que los desequilibrios fiscales persistentes que caracterizaron su historia fiscal-monetaria no necesariamente tuvieron un correlato en aumentos de la deuda pública, en la medida en que fueron predominantemente financiados con señoreaje, con excepción de algunos períodos en los que los gobiernos pudieron acceder temporalmente a los mercados internacionales de deuda.

Para indagar sobre estas inconsistencias, el siguiente paso es estudiar la presencia de cambios de régimen a través de estimaciones en ventanas móviles y de la identificación de quiebres en la relación entre el superávit y la deuda pública rezagada, mediante el test de quiebre estructural de Bai y Perron (1998, 2003). En ambos casos se evidencia una considerable heterogeneidad en el comportamiento de la política fiscal a lo largo del período.

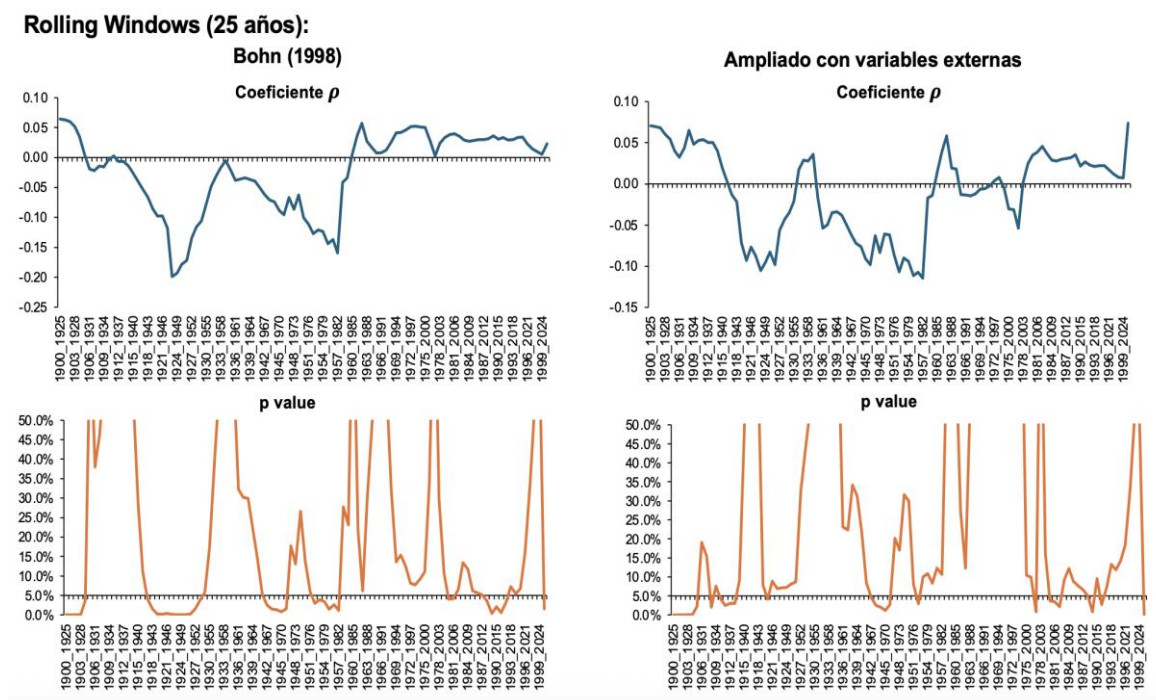
#### **4.3.2. Resultados en ventanas móviles**

Estimamos el coeficiente  $\rho$  en ventanas móviles de 25 años.<sup>22</sup> Los resultados se muestran en el Gráfico 10. Se observan cambios significativos a lo largo del período analizado, tanto en el valor de  $\rho$  como en su significatividad. En particular, se visualizan tramos prolongados en los que el coeficiente no es estadísticamente distinto de cero, o incluso es negativo, compatibles con la hipótesis de una política fiscal activa o no ricardiana.

---

<sup>22</sup> Seguimos el criterio de Mauro *et al.* (2015) en la elección de una ventana de 25 años, quienes estiman una función de reacción fiscal a la Bohn sobre series históricas extensas con datos anuales. La elección también responde a un compromiso entre grados de libertad y extensión media de los regímenes: con datos anuales, 25 observaciones permiten estimar  $\rho$  con razonable precisión, evitando el ruido de ventanas más cortas, pero son suficientemente pocas como para no promediar regímenes distintos, que son justamente nuestro objeto de interés. Por último, una ventana de esta amplitud abarca al menos un ciclo completo de deuda, de modo que recoge la respuesta fiscal de mediano plazo y no reacciones puramente cíclicas.

**Gráfico 10: Estimación del test de Bohn en ventanas móviles (25 años)**



Fuente: estimaciones propias.

En el caso de las regresiones sobre la deuda total, sólo un 12% de las estimaciones muestran coeficientes  $\rho$  mayores a cero (política fiscal pasiva) a un nivel de significatividad de 5%. Estos se concentran en los años de la belle époque hasta 1929 y a partir de mediados de los 80, denotando un esfuerzo de ajuste presupuestario luego de la crisis de deuda. Aumentando la exigencia al 1%, los  $\rho$  positivos bajan al 6%, y se mantiene la significatividad en el período previo a la crisis del treinta y en el período 1989-2016. Este último incluye dos experiencias de prudencia fiscal: los inicios de la Convertibilidad y los primeros años de los 2000. En este último caso, como se señala en la sección 3, la mejora del resultado fiscal se explica en una medida no despreciable por la suspensión de pagos de la deuda en 2002, su posterior reestructuración en 2005 y los términos del intercambio extraordinariamente favorables que prevalecieron hasta 2012. El fisco pudo apropiarse de parte de esos recursos a través de las retenciones a las exportaciones y mantuvo cierta disciplina fiscal hasta 2009, cuando los superávits comenzaron a declinar pronunciadamente. Al incorporar las variables externas, los resultados se mantienen en general, excepto que el período inicial ricardiano se extiende hasta 1938.

En resumen, las estimaciones con ventanas móviles evidencian una clara inestabilidad en los parámetros de la función de reacción. El siguiente paso es identificar potenciales quiebres en la relación entre deuda y superávit primario.

#### **4.3.3. Estimación de quiebres estructurales**

Evaluamos la presencia de cambios de régimen mediante el test de Bai y Perron (1998, 2003). Este test permite identificar de manera endógena múltiples quiebres estructurales en los coeficientes de un modelo de regresión lineal y determinar tanto el número de quiebres como

las fechas en que ocurren. El Cuadro 4 muestra, para ambas versiones del ejercicio de Bohn, la presencia de múltiples quiebres.

**Cuadro 4: Identificación de quiebres en la regla fiscal**

**Bohn (1998): coeficiente  $\rho$  y p-value**

| Quiebres  | 1901-2024           | Quiebres  | 1942-2024            |
|-----------|---------------------|-----------|----------------------|
| 1901-1940 | 0,055***<br>(0,009) | 1941-1971 | -0,060**<br>(0,019)  |
| 1941-1984 | -0,029<br>(0,147)   | 1972-1984 | 0,0145<br>(0,519)    |
| 1985-2006 | 0,028**<br>(0,012)  | 1985-1996 | -0,068***<br>(0,005) |
| 2007-2024 | -0,013<br>(0,242)   | 1997-2012 | 0,031***<br>(0,003)  |
|           |                     | 2013-2024 | 0,008<br>(0,419)     |

**Ampliado con variables externas: coeficiente  $\rho$  y p-value**

| Quiebres  | 1901-2024           | Quiebres  | 1941-2024           |
|-----------|---------------------|-----------|---------------------|
| 1901-1940 | 0,066***<br>(0,001) | 1941-1976 | -0,059**<br>(0,015) |
| 1941-1972 | -0,053*<br>(0,070)  | 1977-1996 | -0,041**<br>(0,018) |
| 1973-1991 | 0,012<br>(0,510)    | 1997-2010 | 0,025**<br>(0,016)  |
| 1992-2024 | 0,008<br>(0,355)    | 2011-2024 | -0,020*<br>(0,085)  |

Nota: P-values entre paréntesis. \*\*\*, \*\* y \* indican significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Fuente: estimaciones propias.

Los resultados sugieren, de acuerdo con ambas versiones del test de Bohn, una primera caracterización por períodos. Entre 1901 y 1940, la obtención de un coeficiente  $\rho$  positivo y altamente significativo en ambas especificaciones apunta a la prevalencia de una política fiscal pasiva o ricardiana. Este hallazgo resulta consistente con el predominio de superávits primarios (0,2% del PIB en promedio) y con niveles de deuda muy reducidos (23,3% del PIB en promedio) en ese período. El valor del coeficiente  $\rho$  para ese período es de 0,055 en la versión original de Bohn y de 0,066 en la versión que incorpora las variables externas. Estos valores indican que un aumento de 1 punto porcentual en el ratio de deuda a PIB requería una mejora de entre 0,055 y 0,066 puntos del PIB en el superávit primario para preservar su sostenibilidad.

De 1941 en adelante, los coeficientes son no significativos o negativos, compatibles con una política fiscal predominantemente activa o no ricardiana. Este resultado es acorde con el deterioro del resultado fiscal durante la Segunda Guerra Mundial, que se extendió a los años posteriores al fin del conflicto debido al sesgo fuertemente expansivo de las políticas fiscal y monetaria de esos años y a una importante expansión del tamaño del Estado a partir de 1946, con la nacionalización de varias empresas de servicios públicos, y con el posterior derrotero de la política fiscal descrito en la sección 3.

Tomando en cuenta el quiebre de 1940, que resulta robusto a ambas especificaciones del test de Bohn, volvemos a utilizar el test de Bai y Perron para estudiar con más detalle el subperíodo 1941-2024.

En el caso de la estimación de Bohn original, sin variables externas, aparece el interregno 1997-2012 con un coeficiente positivo y significativo al 1%. En el último tramo de la Convertibilidad, entre 1997 y 2001, el resultado primario fue levemente positivo y los niveles de deuda crecientes. Luego de que la deuda pública alcanzara un máximo con la devaluación que siguió a la salida de la Convertibilidad, la suspensión de pagos en 2002, la

reestructuración de la deuda en 2005 y los excepcionalmente elevados términos del intercambio entre 2002 y 2013 contribuyeron a una mejora sustantiva de las cuentas públicas. Estas reflejaron también cierta prudencia fiscal hasta 2009, cuando el superávit primario comenzó a declinar. La estimación ampliada con variables externas encuentra un quiebre similar para el período 1997-2010, con significatividad al 5%. Esta periodización es consistente con el análisis descriptivo de la sección 3 y, como se aprecia en la siguiente subsección, también con los resultados obtenidos al estimar la brecha fiscal-monetaria.

En la versión original del test de Bohn, el valor del coeficiente  $\rho$  que acompaña a la deuda rezagada indica que un aumento de 1 punto porcentual del PIB en la deuda pública requería en ese período una mejora de 0,031 puntos del PIB en el superávit primario para preservar la sostenibilidad de la deuda, y de 0,025 puntos en la versión ampliada. Ambos coeficientes no son estrictamente comparables, porque el interregno identificado en cada caso no es el mismo (1997-2010 en la versión ampliada y 1997-2012 en la versión original).

En resumen, se identifica un quiebre nítido entre el período inicial 1900-1940, que puede caracterizarse como ricardiano, en el que la política fiscal respondió a los niveles de deuda, y un extenso período no ricardiano, en el que el fisco no parece haber internalizado su restricción de presupuesto. La excepción es el interregno 1997-2010. Este abarca los últimos años de la Convertibilidad, un período de transformaciones estructurales que incluyeron la adopción de un régimen monetario exitoso en reducir la inflación, aunque muy rígido frente a shocks externos, la privatización de gran parte de las empresas del Estado, la apertura de la economía y un fuerte crecimiento del endeudamiento externo. Abarca también los primeros años posteriores a la salida de ese régimen, en los que la suspensión de pagos de la deuda y su posterior reestructuración generaron un alivio fiscal, al que contribuyeron los elevados términos del intercambio que prevalecieron hasta 2012. El sector público pudo beneficiarse de esa abundancia de recursos a través de las retenciones a las exportaciones. Hacia 2012 la prudencia fiscal se había abandonado: el fisco viró hacia políticas de fuerte expansión del gasto, con el retorno a un régimen no ricardiano y al financiamiento monetario de los desequilibrios fiscales. A partir de 2024, se produce un giro significativo de la política fiscal hacia una conducta ricardiana, cuyo éxito en reducir la inflación ha sido significativo. Por otro lado, la reciente reforma de la carta orgánica del BCRA evidencia una voluntad de institucionalizar un régimen de esa naturaleza, con una clara delimitación entre las capacidades del fisco y el banco central. Sin embargo, este nuevo régimen es aún muy reciente y por lo tanto indistinguible desde el punto de vista empírico.

#### **4.3.4. La brecha fiscal-monetaria**

Dado el hallazgo de una clara prevalencia de políticas fiscales activas o no ricardianas, en esta subsección nos enfocamos en las tensiones fiscal-monetarias que conlleva ese comportamiento de la política fiscal.

Estimamos entonces la brecha fiscal-monetaria, dada por el diferencial entre la tasa natural y la tasa que estabiliza el ratio deuda/PIB, de acuerdo con la ecuación (4) para el total de la deuda en pesos y moneda extranjera y con la ecuación (5) para la deuda en pesos. En ambos casos se observa la presencia de tensiones fiscal-monetarias asociadas al predominio de políticas fiscales activas a partir de 1941, con excepción del período 1997-2010 que, de

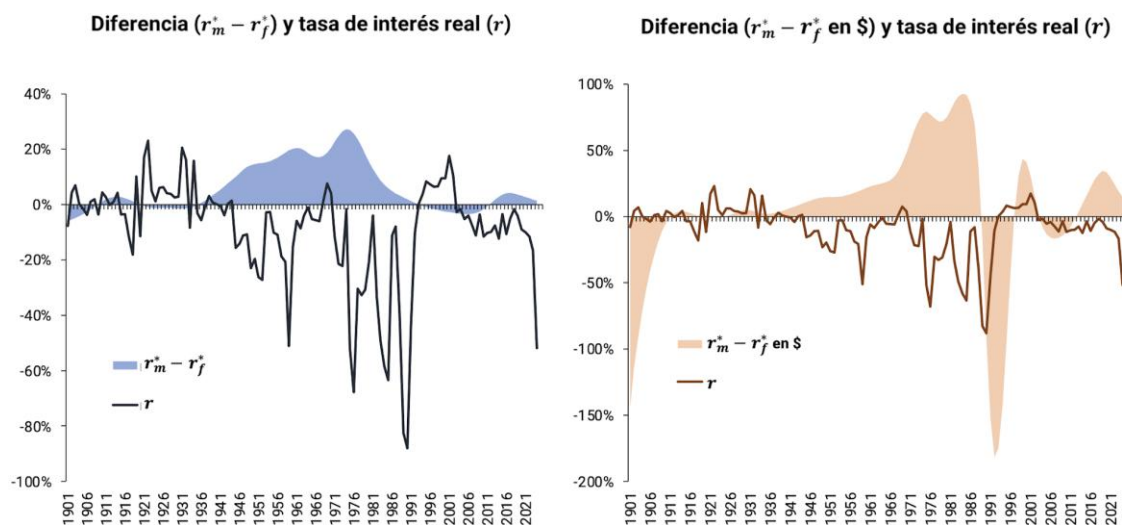
acuerdo con los resultados del test de Bai y Perron, podría caracterizarse como un régimen de política fiscal pasiva o ricardiana.

El Gráfico 11 muestra la brecha entre la tasa monetaria y la tasa fiscal en sus dos versiones, junto con la tasa de interés real observada. En ambos casos, las tensiones entre ambas políticas se incrementan desde fines de los años treinta hasta fines de los ochenta. Ello coincide con un prolongado período de resultados fiscales negativos, que culmina con las hiperinflaciones de 1989-1990 y el plan de estabilización de la Convertibilidad, y con años de tasas de interés reales negativas.

Luego de ese período, las tensiones entre ambas políticas vuelven a surgir a partir de 2012, coincidiendo con el deterioro de las cuentas públicas y el agotamiento del superávit primario posterior a la crisis de la Convertibilidad. Este período también comparte la predominancia de tasas de interés reales negativas.

La brecha calculada sobre la deuda en pesos (ecuación 5) muestra mayor volatilidad a partir de fines de los ochenta, cuando la deuda pública en moneda extranjera comienza a tener un peso significativo. Ello hace que la brecha se vuelva negativa en los episodios de fuerte devaluación del peso.

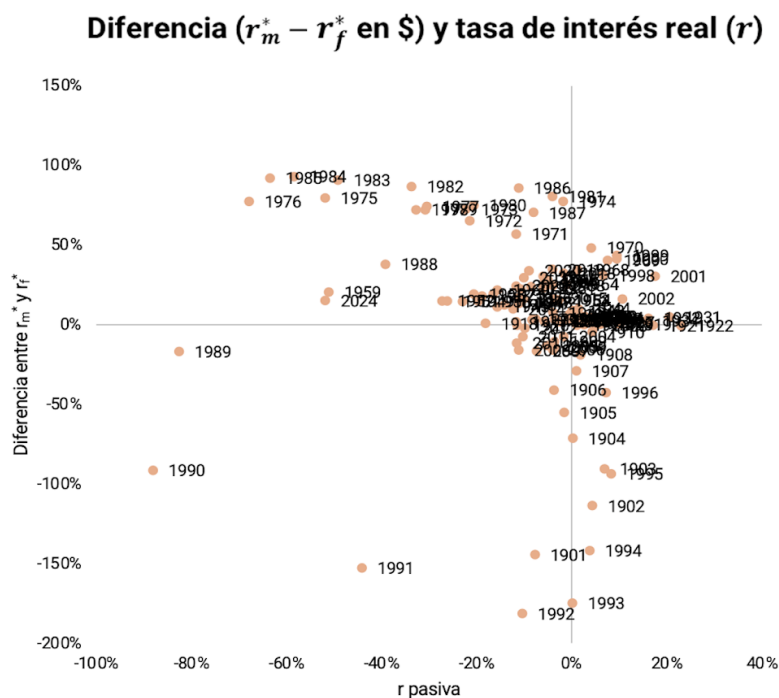
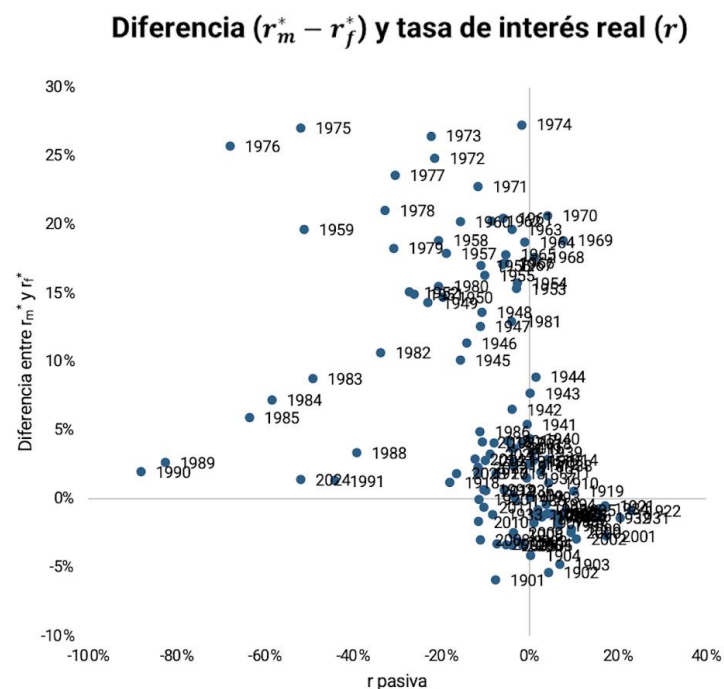
**Gráfico 11: Brecha fiscal-monetaria**



Fuente: estimaciones propias.

El Gráfico 12 muestra en gráficos de dispersión la relación entre la tasa pasiva real, como medida del sesgo predominante de la política monetaria, y la brecha fiscal-monetaria. Se observa también aquí la predominancia de tasas pasivas reales negativas en el período caracterizado por tensiones fiscal-monetarias.

**Gráfico 12: Tasa pasiva real y brecha fiscal-monetaria**



Fuente: estimaciones propias.

Finalmente, el Cuadro 5 resume la información de los gráficos anteriores, agrupada por los períodos identificados en el análisis de quiebres con la especificación que incluye variables externas. Esto permite corroborar una correspondencia significativa entre los regímenes

identificados en la subsección anterior y la intensidad de las tensiones fiscal-monetarias, medida con distintos criterios: el porcentaje de años con tensiones fiscal-monetarias, la magnitud de la brecha y el porcentaje de años con tasas pasivas reales negativas.

En los períodos de política fiscal activa o no ricardiana predominan los años de tensión fiscal-monetaria (en los que la tasa natural supera a la que estabiliza el ratio de deuda a PIB). El período 1941-1976 muestra tensión en el 100% de los años; el período siguiente, posterior al Rodrigazo, 1977-1996, en el 85%; y el posterior a 2011, en el 93%. Estos períodos también coinciden casi por completo con años de tasas de interés reales negativas, con porcentajes de 86%, 94% y 100%, respectivamente. Este último hallazgo sugiere que la administración de estas tensiones se vio facilitada, en buena parte del período no ricardiano, por la persistencia de tasas de interés reales marcadamente negativas. Este patrón es consistente con la hipótesis de que las tensiones se gestionaron, cuando fue posible, mediante mecanismos de represión financiera (Reinhart y Sbrancia, 2015; Hall y Sargent, 2022; Reis, 2026), como se señaló en la subsección 4.1.3.

**Cuadro 5: Tensión fiscal-monetaria y quiebres en la regla fiscal\***

| Período   | Porcentaje de años con tensión<br>( $r_m^* > r_f^*$ ) |               | Diferencia promedio entre $r_m^*$ y $r_f^*$ |               | Porcentaje de años de tensión<br>( $r_m^* > r_f^*$ ) con $r < 0$ |               |
|-----------|-------------------------------------------------------|---------------|---------------------------------------------|---------------|------------------------------------------------------------------|---------------|
|           | $r_f^*$                                               | $r_f^*$ en \$ | $r_f^*$                                     | $r_f^*$ en \$ | $r_f^*$                                                          | $r_f^*$ en \$ |
| 1900-40   | 40,0%                                                 | 60,0%         | -0,3%                                       | -12,8%        | 50,0%                                                            | 37,5%         |
| 1941-76   | 100,0%                                                | 100,0%        | 17,2%                                       | 28,2%         | 86,1%                                                            | 86,1%         |
| 1977-96   | 85,0%                                                 | 60,0%         | 7,0%                                        | 1,6%          | 94,1%                                                            | 100,0%        |
| 1997-10   | 0,0%                                                  | 50,0%         | -2,7%                                       | 5,0%          | -                                                                | 14,3%         |
| 2011-24   | 92,9%                                                 | 85,7%         | 2,6%                                        | 18,4%         | 100,0%                                                           | 100,0%        |
| 1900-2024 | 66,1%                                                 | 73,4%         | 6,0%                                        | 7,0%          | 82,9%                                                            | 71,4%         |

(\*) Quiebres estimados mediante el test de Bai-Perron incluyendo variables externas.

Fuente: estimaciones propias.

**5. Conclusiones**

Este trabajo recorre la historia fiscal-monetaria de Argentina entre 1900 y 2024 con el objetivo de identificar qué tipo de régimen predominó a lo largo de un prolongado período, caracterizado por desequilibrios fiscales recurrentes y una gran inestabilidad nominal. Además de construir una base anual de variables fiscales, monetarias y financieras y de estimar una función de reacción fiscal en la tradición de Bohn (1998), ampliada con variables externas relevantes, su principal aporte consistente en identificar quiebres estructurales en la conducta del fisco a lo largo de ese prolongado período, indicativos de cambios de régimen en la interacción fiscal-monetaria. Esa identificación se complementa con la construcción de una brecha fiscal-monetaria, representativa de la existencia de tensiones entre ambas ramas de la política macroeconómica.

Los resultados indican que durante los primeros cuarenta años del siglo XX, entre 1900 y 1940, la política fiscal se comportó de manera pasiva o ricardiana: el resultado primario tendió a responder a los niveles de deuda y preservó su sostenibilidad. El correlato monetario de este régimen fue una significativa estabilidad nominal, atípica en una perspectiva histórica más amplia del desempeño posterior de la economía argentina.

A partir de inicios de la década de los años 40, la política fiscal se habría tornado predominantemente activa o no ricardiana. Ello es consistente con las grandes expansiones del gasto primario observadas hacia mediados de esa década que, sin contrapartida completa en la generación de ingresos, comenzaron a financiarse con señoreaje. De allí en más, el financiamiento monetario tendió a ser la norma. La apertura a los mercados de deuda internacionales a mediados de los 70 posibilitó una fuente de financiamiento alternativa, que tendió a agotarse rápidamente (y agregó mecanismos de amplificación de nuevo cuño) frente a la persistente indisciplina fiscal. El correlato de este proceso fue una marcada inestabilidad nominal.

Entre 1997 y 2010 se encuentra un interregno ricardiano, coincidente con los años finales de la Convertibilidad y la salida de ese régimen, en el que predominaron los superávits fiscales y niveles de inflación moderados. Ello ocurrió en un contexto muy particular, de fuerte inestabilidad macroeconómica a inicios del milenio, suspensión de pagos en 2002 y posterior reestructuración de la deuda pública en 2005.

La estimación de la brecha fiscal-monetaria, calculada como la distancia entre la tasa natural y la tasa que estabiliza el ratio deuda/PIB, corrobora la presencia de tensiones fiscal-monetarias asociadas al predominio de políticas fiscales activas a partir de 1941, con la excepción mencionada del período 1997–2010.

La persistencia de tasas de interés reales marcadamente negativas a lo largo del régimen no ricardiano sugiere que las tensiones fiscal-monetarias se administraron, cuando fue posible, mediante mecanismos de represión financiera, en línea con la evidencia documentada para otros países por Reinhart y Sbrancia (2015), Hall y Sargent (2022) y Reis (2026). Estos mecanismos incluyeron, entre otros, distintas formas de control de capitales que desvinculaban la tasa doméstica de la internacional, así como tasas de interés internas reguladas en un contexto de alta inflación.

Los resultados aquí presentados sugieren al menos dos líneas de trabajo para una agenda de investigación futura.

En primer lugar, resulta importante evaluar la robustez de la identificación de los regímenes frente a la crítica de Cochrane (1998) sobre equivalencia observacional. Una vía promisorio es una metodología de espacio-estado que permita modelar conjuntamente la dinámica de los componentes cíclico y estructural del gasto y obtener una identificación más nítida del régimen fiscal prevaleciente.

En segundo lugar, puede resultar interesante completar el análisis de las interacciones fiscal monetarias y sus resultados nominales, mediante el estudio de la restricción consolidada del gobierno y, en particular, el comportamiento de la hoja de balance del banco central. El financiamiento monetario de los desequilibrios fiscales fue, con algunos interregnos, la norma

a lo largo de buena parte del período no ricardiano. La hiperinflación y el default sobre la deuda externa, cuando se recurrió a ella, fueron las formas en que se resolvieron las tensiones fiscal-monetarias una vez que se tornaron insostenibles. Bajo regímenes de monetización del déficit, esas tensiones se reflejan en la hoja de balance del banco central y en su patrimonio neto, en la línea de los desarrollos recientes de Del Negro y Sims (2015), Benigno (2025) y García-Cicco (2025). La ampliación del marco analítico en esta dirección permitirá una caracterización más completa de los regímenes prevalecientes y de los mecanismos a través de los cuales se manifestaron y resolvieron las tensiones fiscal-monetarias en la experiencia argentina.

## Referencias

Bai, J. y P. Perron (1998). "Estimating and Testing Linear Models with Multiple Structural Changes". *Econometrica*, 66(1), 47–78.

Bai, J. y P. Perron (2003). "Computation and Analysis of Multiple Structural Change Models". *Journal of Applied Econometrics*, 18, 1–22.

Baiocco, M. (1937). *La economía bancaria argentina a través de sus índices más significativos en el período 1901-1935*.

Basco, E., Burdisso, T., Corso, E., D'Amato, L., Grillo, F. y Katz, S. (2015). "A Century of Nominal History in Argentina: Monetary Instability and Non-neutralities", XLIX Reunión Anual, noviembre de 2014, Anales - Asociación Argentina de Economía Política.

Bassetto, M. (2002). "A Game-theoretic View of the Fiscal Theory of the Price Level". *Econometrica*, 70(6), 2167–2195.

Bassetto, M. (2008). "Fiscal Theory of the Price Level". En S. N. Durlauf y L. E. Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics* (2.<sup>a</sup> ed.). Palgrave Macmillan.

Benigno, P. (2025). *Monetary Economics and Policy: A Foundation for Modern Currency Systems*. Princeton University Press.

Bianchi, F. (2012). "Evolving Monetary/Fiscal Policy Mix in the United States". *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 102(3), 167–172.

Bianchi, F. e Ilut, C. (2017). "Monetary/Fiscal Policy Mix and Agents' Beliefs". *Review of Economic Dynamics*, 26, 113–139.

Bianchi, F., Faccini, R., y Melosi, L. (2023). "A Fiscal Theory of Persistent Inflation". *Quarterly Journal of Economics*.

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

Bianchi, F., y Melosi, L. (2022). "Inflation as a Fiscal Limit". *Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium*.

Blanchard, O. J. (2004). "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil". NBER Working Paper N.º 10389. National Bureau of Economic Research.

Blanchard, O. J. y Kahn, C. M. (1980). "The Solution of Linear Difference Models under Rational Expectations". *Econometrica*, 48(5), 1305–1311.

Bohn, H. (1995). "The Sustainability of Budget Deficits in a Stochastic Economy". *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(1), 257–271.

Bohn, H. (1998). "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits". *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 949–963.

Bohn, H. (2005). "The Sustainability of Fiscal Policy in the United States". CESifo Working Paper N.º 1446. CESifo.

Bohn, H. (2007). "Are Stationarity and Cointegration Restrictions Really Necessary for the Intertemporal Budget Constraint?". *Journal of Monetary Economics*, 54(7), 1837–1847.

Bolhuis, M. A., Koosakul, J. y Shenai, N. (2024). "Fiscal R-Star: Fiscal-monetary Tensions and Implications for Policy". IMF Working Paper N.º 2024/174. International Monetary Fund.

Buera, F., y Nicolini, J. P. (2021). "The Monetary and Fiscal History of Argentina, 1960–2017". En *The Monetary and Fiscal History of Latin America*, University of Minnesota Press.

Bunge, A. (1918). *Costo de la vida en la Argentina, de 1910 a 1917*.

Calvo, G. A. (1978). "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy". *Econometrica*, 46(6), 1411–1428.

Canitrot, A. (1981). "Teoría Y Práctica Del Liberalismo. Política Antinflacionaria Y Apertura Económica En La Argentina, 1976-1981". *Desarrollo Económico*, 21(82), 131-189.

Canzoneri, M. B., Cumby, R. E. y Diba, B. T. (1998). "Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency?". NBER Working Paper N.º 6471. National Bureau of Economic Research.

Canzoneri, M. B., Cumby, R. E. y Diba, B. T. (2001). "Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency?". *American Economic Review*, 91(5), 1221–1238.

Canzoneri, M. B., Cumby, R. E. y Diba, B. T. (2010). "The Interaction Between Monetary and Fiscal Policy". En B. M. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics* (vol. 3, pp. 935–999). Ámsterdam: Elsevier.

CEPAL (1959). *El desarrollo económico de la Argentina*.

CEPAL (1999). *Recopilación de series históricas del producto y del ingreso*.

Cetrángolo, O. y Gómez Sabaini, J. C. (2009). "Tax Policy in Argentina: Between Solvency and Emergency". Columbia University, Initiative for Policy Dialogue Working Paper.

Chung, H., y Leeper, E. M. (2009). "What Has Financed Government Debt?". *NBER Working Paper*.

Cochrane, J. H. (1998). "A Frictionless View of U.S. Inflation". *NBER Macroeconomics Annual*.

Cochrane, J. H. (2001). "Long-term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level". *Econometrica*, 69(1), 69–116.

Cochrane, J. H. (2005). "Money as Stock". *Journal of Monetary Economics*, 52(3), 501–528.

Cochrane, J. H. (2023). *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton University Press.

Cochrane, J. H. (2025). "Monetary-fiscal Interactions". NBER Working Paper N.º 34257. National Bureau of Economic Research.

Corso, E. A. y della Paolera, G. (2024). "La reforma financiera de 1946 y sus consecuencias sobre los instrumentos de ahorro del sector privado argentino". En R. Cortés Conde, G. della Paolera, L. D'Amato y J. Ortiz Batalla (dirs.), *La economía de Perón. Una historia económica (1946-1955)*. 2.ª ed. ampliada. Buenos Aires: Edhasa.

Cortés Conde, R. (1979). *El progreso argentino 1880–1914*. Editorial Sudamericana.

Cortés Conde, R. (1989). *Dinero, deuda y crisis. Evolución fiscal y monetaria en la Argentina*. Buenos Aires: Sudamericana.

Cortés Conde, R. (1997). *La economía argentina en el largo plazo: ensayos de historia económica de los siglos XIX y XX*. Buenos Aires: Sudamericana / Universidad de San Andrés.

Cortés Conde, R. (2009). *The Political Economy of Argentina in the Twentieth Century*. Cambridge: Cambridge University Press.

Cortés Conde, R., D'Amato, L. y Ortiz Batalla, J. (eds.) (2014). *Historia de las instituciones monetarias argentinas*. Buenos Aires: Temas Grupo Editorial/Asociación Argentina de Economía Política.

Cottely, E. (1981). "Financiación del déficit presupuestario", Boletín Informativo Techint, N° 223.

Creel, J., y Le Bihan, H. (2006). "Using Structural Balance Data to Test the Fiscal Theory of the Price Level: Some International Evidence". *Journal of Macroeconomics*.

Cukierman, A., Edwards, S. y Tabellini, G. (1992). "Seigniorage and Political Instability". *American Economic Review*, 82(3), 537–555.

D'Amato, L., y Katz, S. (2018). "Una constante en la evolución macroeconómica argentina: dinero, deuda y crisis (1945–2015)". En R. Cortés Conde y G. Della Paolera (Eds.), *Nueva historia económica de la Argentina: Temas, problemas, autores. El último medio siglo. Ensayos de historiografía económica desde 1810 a 2016*, Edhasa, 141–176.

D'Amato, L. y Ortiz Batalla, J. (2024). "Política monetaria y bancaria: el Banco Central y el sistema financiero durante el primer peronismo". En R. Cortés Conde, G. della Paolera, L. D'Amato y J. Ortiz Batalla (dirs.), *La economía de Perón. Una historia económica (1946-1955)*. 2.ª ed. ampliada. Buenos Aires: Edhasa.

Damill, M., Fanelli, J. M., Frenkel, R. y Rozenwurcel, G. (1988). *Las relaciones financieras en la economía argentina*. Buenos Aires: Ediciones del IDES.

Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005). "The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring". *Economía*, 6(3), 29-90.

Damill, M. y Frenkel, R. (1987). “De La Apertura a La Crisis Financiera. Un Análisis De La Experiencia Argentina De 1977 a 1982”. *Ensayos Económicos*, 37, 1-105.

Davig, T., y Leeper, E. M. (2006). “Fluctuating Macro Policies and the Fiscal Theory”. *NBER Macroeconomics Annual*, 21, 247–298.

Davig, T., y Leeper, E. M. (2011). “Monetary–Fiscal Policy Interactions and Fiscal Stimulus”. *European Economic Review*, 55(2), 211–227.

De la Torre, A., Levy Yeyati, E. y Schmukler, S. L. (2003). “Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina’s Currency Board”. *Economía*, 5(2), 43-99.

D’Erasmus, P., Mendoza, E. G. y Zhang, J. (2016). “What is a Sustainable Public Debt?”. En J. B. Taylor y H. Uhlig (eds.), *Handbook of Macroeconomics* (vol. 2, pp. 2493–2597). Ámsterdam: Elsevier.

Del Negro, M., y Sims, C. A. (2015). “When Does a Central Bank’s Balance Sheet Require Fiscal Support?”. *Journal of Monetary Economics*.

Della Paolera, G. y Taylor, A. M. (2001). *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880-1935*. NBER Series on Long-Term Factors in Economic Development. Chicago: University of Chicago Press.

Díaz Alejandro, C. F. (1975). *Ensayos sobre la historia económica argentina*. Buenos Aires: Amorrortu. Edición castellana de *Essays on the Economic History of the Argentine Republic*, Yale University Press, 1970.

Dornbusch, R. y de Pablo, J. C. (1989). “Debt and Macroeconomic Instability in Argentina”. En J. D. Sachs (ed.), *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 2: Country Studies — Argentina, Bolivia, Brazil, Mexico*. Chicago: University of Chicago Press.

Farmer, R. E. A. (1993). *The Macroeconomics of Self-Fulfilling Prophecies*. Cambridge, MA: MIT Press.

Ferreres, O. (2005). *Dos siglos de economía argentina*. Fundación Norte y Sur.

Frenkel, R. (1989). “El régimen de alta inflación y el nivel de actividad”. Documento CEDES N.º 26. Centro de Estudios de Estado y Sociedad.

Frenkel, R. y Rapetti, M. (2008). “Five Years of Competitive and Stable Real Exchange Rate in Argentina, 2002-2007”. *International Review of Applied Economics*, 22(2), 215-226.

García-Cicco, J. (2025). “Balance del BCRA y del Tesoro, y dinámica de precios”. Documento de Trabajo RedNIE N.º 357. Red Nacional de Investigadores en Economía.

Gerchunoff, P. y Llach, L. (2018). *El ciclo de la ilusión y el desencanto. Políticas económicas argentinas de 1880 a nuestros días*. Buenos Aires: Crítica.

Gerchunoff, P., y Llach, L. (2026). *Ved en trono a la noble igualdad: Ascenso y caída de la economía argentina, de 1880 al presente*. Siglo XXI Editores.

Gerchunoff, P. y Rapetti, M. (2016). “La Economía Argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015)”. *El Trimestre Económico*, LXXXIII (330), 225-272.

Ghosh, A. R., Kim, J. I., Mendoza, E. G., Ostry, J. D., y Qureshi, M. S. (2013). “Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies”. *Economic Journal*, 123(566), F4–F30.

Hall, G. J., y Sargent, T. J. (2022). “Three World Wars: Fiscal-monetary Consequences”. *Proceedings of the National Academy of Sciences*.

Hall, G. J., y Sargent, T. J. (2025). “Fiscal Consequences of the US War on COVID”. *International Economic Review*, 66(5), 1753–1780.

Heymann, D. (1986). “Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización”. Documento de Trabajo N.º 18. Buenos Aires: CEPAL.

Heymann, D. (1987). “The Austral Plan”. *The American Economic Review*, 77(2), 284-287.

Heymann, D. (1990). “From Sharp Disinflation to Hyper and Back: The Argentine Experience, 1985–1989”. Mimeo, CEPAL, Buenos Aires.

Heymann, D., y Leijonhufvud, A. (1995). *High Inflation: The Arne Ryde Memorial Lectures*. Oxford University Press.

IEERAL (1986). “Estadísticas De La Evolución Económica De Argentina, 1913–1984”. *Estudios*, 9(39), 103–184. Instituto de Estudios Económicos sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana.

International Monetary Fund. (2021). *Argentina: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2018 Stand-By Arrangement*. IMF Country Report N.º 21/279. Washington, D.C.: IMF.

Kase, H., Melosi, L., Rast, S., & Rottner, M. (2026). “The Perils of Narrowing Fiscal Spaces”. BIS Working Papers N° 1328. Bank for International Settlements.

Katz, S., Machinea, J. L. y Grillo, F. (2024). “Impulso Expansivo, Redistributivo E Industrializador: La Política Fiscal Bajo El Peronismo”. En R. Cortés Conde, G. della Paolera, L. D’Amato y J. Ortiz Batalla (dirs.), *La economía de Perón. Una historia económica (1946-1955)*. 2.ª ed. ampliada. Buenos Aires: Edhasa.

Kehoe, T. J., y Nicolini, J. P. (Eds.). (2021). *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960–2017*. University of Minnesota Press.

Keynes, J. M. (1923). *A Tract on Monetary Reform*. Londres: Macmillan.

Kiguel, M. A. (1999). “The Argentine Currency Board”. CEMA Working Paper N.º 152.

Kiguel, M. A. (2015). *Las crisis económicas argentinas: una historia de ajustes y desajustes*. Buenos Aires: Sudamericana.

Kliem, M., Kriwoluzky, A., y Sarferaz, S. (2016). “Monetary–fiscal Policy Interaction and Fiscal Inflation: A Tale of Three Countries”. *European Economic Review*, 88, 158–184.

Kocherlakota, N. R., y Phelan, C. (1999). “Explaining the Fiscal Theory of the Price Level”. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 23(4), 14–23.

Kornai, J. (1980). *Economics of Shortage* (vols. A–B). Ámsterdam: North-Holland.

Kydland, F. E. y Prescott, E. C. (1977). “Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–491.

Leeper, E. M. (1991). “Equilibria under ‘Active’ and ‘Passive’ Monetary and Fiscal Policies”. *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129–147.

Leeper, E. M. (2021). “Shifting Policy Norms and Policy Interactions.” En *Macroeconomic Policy in an Uneven Economy: Proceedings of the 2021 Jackson Hole Economic Policy Symposium* (pp. 219–247). Federal Reserve Bank of Kansas City.

Leeper, E. M. (2023). *Monetary-fiscal policy interactions for central bankers*. Background paper prepared for the Review of the Reserve Bank of Australia.

Leeper, E. M., y Leith, C. (2016). “Understanding Inflation as a Joint Monetary-fiscal Phenomenon”. En *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2.

Leeper, E. M. y Li, B. (2017). “Surplus-debt Regressions”, *Economics Letters*, Elsevier, vol. 151(C), 10-15.

Levy Yeyati, E. (2021). *Dinosaurios & Marmotas. En busca del desarrollo perdido*. Buenos Aires: Capital Intelectual.

Loyo, E. (1999). “Tight Money Paradox on the Loose: A Fiscalist Hyperinflation”. Manuscrito, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

Machinea, J. L. (2022). “Plan Austral: una mirada 37 años después”. Fundación CECE.

Mallon, R. y Sourrouille, J. V. (1973). *La política económica en una sociedad conflictiva. El caso argentino*. Buenos Aires: Amorrortu.

Mauro, P., Romeu, R., Binder, A., y Zaman, A. (2015). “A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy”. *Journal of Monetary Economics*.

Mendoza, E. G., y Oviedo, P. M. (2009). “Deuda Pública, Solvencia Fiscal E Incertidumbre Macroeconómica En América Latina: Los Casos De Brasil, Colombia, Costa Rica Y México”. *Economía Mexicana. Nueva Época*, 18(2), 133–177.

Olivera, J. H. G. (1970). “On Passive Money”. *Journal of Political Economy*, 78(4, parte 2), 805–814.

Phelps, E. S. (1961). “The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen”. *American Economic Review*, 51(4), 638–643.

Piekarz, J. A. (1984). “Compensación de reservas de efectivo mínimo. La Cuenta Regulación Monetaria, el resultado cuasifiscal del Banco Central y la transformación del sistema financiero argentino”. *Ensayos Económicos*, N.º 31, segunda parte. BCRA.

Porto, A. (2021). *Evolución del sector público argentino en el largo plazo. Gastos, recaudación y descentralización. 1900-2018*. La Plata: Universidad Nacional de La Plata, Facultad de Ciencias Económicas.

Reinhart, C. M. y Rogoff, K. S. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Reinhart, C. M., y Sbrancia, M. B. (2015). “The Liquidation of Government Debt”. *Economic Policy*, 30(82), 291–333.

Reis, R. (2022). “Debt Revenue and the Sustainability of Public Debt”. *Journal of Economic Perspectives*, 36(4), 103–124.

Reis, R. (2026). “Financial Repression in the Twenty-first Century”. CEPR Discussion Paper N.º 21072. Centre for Economic Policy Research.

Remes Lenicov, J. (2023). *115 días para desactivar la bomba. Historia íntima de la última vez que se sinceró la economía. ¿Cuáles fueron las lecciones de la crisis de 2001 que la política no quiso aprender?* Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Ariel.

Sargent, T. J. (2013). *Rational Expectations and Inflation* (3.<sup>a</sup> ed.). Princeton University Press.

Sargent, T. J. y Wallace, N. (1975). “‘Rational’ Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule”. *Journal of Political Economy*, 83(2), 241–254.

Sargent, T. J., y Wallace, N. (1981). “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1–17.

Sims, C. A. (1994). “A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy”. *Economic Theory*, 4(3), 381–399.

Sims, C. A. (2011). “Stepping on a Rake: The Role of Fiscal Policy in the Inflation of the 1970s”. *European Economic Review*, 55(1), 48–56.

Sturzenegger, F. (2019). “Macri’s Macro: The Elusive Road to Stability and Growth”. *Brookings Papers on Economic Activity*.

Torre, J. C. (2021). *Diario de una temporada en el quinto piso. Episodios de política económica en los años de Alfonsín*. Buenos Aires: Edhasa.

Vázquez Presedo, V. (1988). *Estadísticas históricas argentinas*.

Vázquez Presedo, V. (1994). *Estadísticas históricas argentinas: suplemento 1970–1990*. Academia Nacional de Ciencias Económicas, Instituto de Economía Aplicada.

Woodford, M. (1995). "Price-level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, 1–46.

Woodford, M. (2001). "Fiscal Requirements for Price Stability". *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(3), 669–728.

Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

## **Anexo:**

### **Metodología para la construcción de la base de datos históricos 1900-2024**

#### **1. Precios minoristas:**

Las fuentes utilizadas fueron las siguientes:

Entre 1900 y 1913 se tomaron dos fuentes: entre 1900 y 1910, inclusive, se utilizaron las variaciones anuales de la serie de precios de alimentos de Cortés Conde base 1903=100 (para el período 1882-1912) presentada en “El progreso argentino 1880-1914” (1979); y entre 1911 y 1913, inclusive, se tomaron las variaciones anuales del costo de vida base 1910=100 (para el período 1910-1917) presentadas por Alejandro Bunge (1918) en el “Costo de la vida en la Argentina, de 1910 a 1917”. Esta serie es continuada para el período 1914-1923 en el “El costo de la vida y el poder de compra de la moneda” de la Dirección General de Estadística de la Nación (1924).

Entre 1913 y 1939, se usaron las variaciones anuales de la serie de costo de la vida de Capital Federal del Departamento Nacional del Trabajo. Los datos mensuales de esta serie comienzan en 1933 y llegan hasta 1942. El inicio de la serie se encuentra en la publicación “Costo de la vida - Encuesta octubre 1933”, y en los números del Boletín Informativo a partir del correspondiente a octubre y noviembre 1934 (N° 177-78).

Entre 1939 y 1943 se utilizaron las variaciones anuales de la serie de costo de la vida en Capital Federal publicada en el “Índice del costo de la vida – Tablas básicas de salarios” de la Dirección de Estadística Social (1945). Estos datos se continuaron hasta 1946 en “Los números índices del costo de la vida y de los salarios” de la Dirección Nacional de Investigaciones, Estadística y Censos (1947).

Entre 1943 y 2024 inclusive se tomaron los datos del INDEC que publica la serie histórica mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del Gran Buenos Aires (los capítulos de la canasta están disponibles desde abril de 1977), que empalma las series base 1943, 1960, 1974, 1988 y 1999 con la Serie Base abril 2008=100, y que llega hasta diciembre 2013 (luego fue discontinuada y reemplazada por el IPC-Nu para intentar corregir el problema de los índices falseados a partir de fines de 2006). Debido a la intervención del INDEC, desde enero de 2007 (inclusive) hasta abril de 2016 se empalmaron las variaciones mensuales del índice promedio ponderado por gasto de los IPC de la Ciudad de Buenos Aires, Córdoba y San Luis, luego hasta diciembre de 2016 las del IPC GBA del INDEC y, finalmente, las del IPC de cobertura nacional de INDEC. Los datos anuales a partir de 1943 se obtienen promediando los índices mensuales de cada año.

#### **2. Producto bruto interno:**

Las fuentes utilizadas fueron las siguientes:

Entre 1900 – 1935 se usaron los datos de “El desarrollo económico de la Argentina”, Anexo: algunos estudios especiales y estadísticas macroeconómicas preparados para el informe de la CEPAL (1958), que corresponden al producto bruto interno a precios de 1950, con

información anual entre 1900 y 1955 de PIB total a precios de mercado y por sectores de actividad económica a costo de factores.

Ante la falta de deflatores del PIB o series de PIB nominal, se construyó un índice de precios implícitos del PIB mediante la fórmula:  $50\% \cdot \text{IPC} + 50\% \cdot \text{IPM}$ , descriptos en la sección de precios.

Entre 1935 y 1992, inclusive, se utilizaron las series publicadas en "Recopilación de series históricas del producto y del ingreso" de CEPAL (Martínez, 1999). Las estimaciones sistemáticas del producto bruto interno se iniciaron en los primeros años de la década de 1940, y luego se realizaron revisiones o actualizaciones más o menos regularmente: 1950, 1960, 1970 y 1986. Los documentos base son los siguientes:

- Producto a precios de 1935, serie publicada por primera vez en el volumen "La Renta Nacional en la República Argentina", editado en 1946 por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), Departamento de Investigaciones Económicas. Contenía: PBI sectorial a precios de mercado con periodicidad anual para el período 1935-1946.

- Producto e Ingreso a precios de 1950, series publicadas en "Producto e Ingreso de la República Argentina en el período 1935-54", editado en el año 1955 por la Secretaría de Asuntos Económicos. Las actualizaciones posteriores a 1955 fueron publicadas en el Boletín Estadístico del BCRA. Contenía: información de producto, ingreso, consumo, inversión, exportaciones e importaciones, y datos a precios corrientes, con periodicidad anual para el período 1935-1962.

- Cuentas Nacionales a precios de 1960, series publicadas en "Producto bruto interno de la República Argentina. Años 1950-62" y "Suplemento del Boletín Estadístico Número 2", febrero de 1964 del BCRA. Las actualizaciones posteriores a 1963 fueron publicadas en el Boletín Estadístico del BCRA. Contenía: información de PIB, ingreso nacional, ingresos y gastos corrientes de las familias e instituciones privadas sin fines de lucro, ingresos y gastos corrientes del Gobierno General, transacciones con el exterior, ahorro e inversión, y datos a precios corrientes, con periodicidad anual y datos entre 1950-1980.

- Cuentas nacionales a precios de 1970. Estas series fueron publicadas por el BCRA en 1980, junto a una comparación de las estimaciones anteriores (a precios de 1960) y una reseña de las principales diferencias metodológicas. Las actualizaciones posteriores salieron publicadas en "Estimaciones trimestrales de la oferta y demanda global", del BCRA. Contenía: información de PIB, ingreso nacional, ingresos y gastos corrientes de las familias e instituciones privadas sin fines de lucro, ingresos y gastos corrientes del Gobierno General, transacciones con el exterior, ahorro e inversión, y datos a precios corrientes, con periodicidad trimestral y datos entre 1970-1990.

- Cuentas Nacionales a precios de 1986. La metodología de cálculo y la serie primitiva se publicó en "Proyecto de Revisión de las Cuentas Nacionales y de la Distribución del Ingreso", informe final de la CEPAL, Oficina de Buenos Aires, editado en diciembre de 1991. Contenía: información de producto y gastos internos brutos, ingreso nacional disponible, financiación del capital y transacciones con el exterior, y datos a precios corrientes, con periodicidad trimestral desde 1980 hasta 1994.

La publicación presenta también una serie de PIB a costo de factores por sectores de actividad económica para el período 1935-1994. Luego se presenta una serie histórica del PBI a costo de factores para el período 1900-1997, pero cuyas variaciones no coinciden con las de CEPAL, que es a precios de mercado (1958).

Entre 1993 y 2004, se emplearon las Cuentas Nacionales de Argentina a precios de 1993, con información trimestral para el período 1993-2013 (sin completar este último año), calculadas por INDEC. A partir de entonces se utilizaron los datos de Cuentas Nacionales a precios de 2004 del INDEC, que se modificaron en junio de 2016 en “Revisión del Producto Interno Bruto, base 2004 y series de Oferta y Demanda Globales”, para corregir los problemas generados en la información de cuentas nacionales por la intervención del INDEC a partir de 2007 (que buscando subestimar la inflación, llevaron a una sobreestimación del crecimiento).

Se utilizaron las variaciones anuales tanto reales como nominales de las fuentes anteriores para construir desde los valores más recientes de cuentas nacionales (base 2004) las series empalmadas de producto bruto a precios de 2004 y de PIB a precios corrientes. Los datos por componentes de la demanda y oferta agregadas en términos reales y nominales están disponibles para el período 1935-2024.

### **3. Tipo de cambio:**

Se construyeron series de tipo de cambio de la moneda nacional respecto de la libra esterlina y del dólar de Estados Unidos desde 1900. La moneda inglesa fue más relevante durante la primera parte del siglo XX, mientras que el dólar se consolidó como moneda internacional luego de la segunda guerra mundial.

Se armaron series de tipo de cambio promedio anual de mercado libre (que muestra el paralelo en momentos de controles de cambio) y oficiales con sus distintas variantes de acuerdo con el período: a partir de 1933 (diciembre) se establecen los tipos comercial comprador y vendedor, a partir de 1939 surgen los preferenciales comerciales, a partir de 1947 el financiero, entre 1948-1950 preferenciales A y B, especiales y licitación. Luego entre 1956 y 1970 dejan de utilizarse los tipos de cambio múltiples, aunque aparecen las cotizaciones paralelas en algunos períodos de mayores controles. Entre 1971 y principios de 1976, nuevamente surgen los tipos de cambio múltiples: uno financiero y otro comercial (con estos dos como base luego se calculaban tipos de cambio de exportaciones promocionadas y no promocionadas y de importaciones como un promedio con distintas ponderaciones de ambas cotizaciones). Hasta fines de 1976 coexistieron un mercado libre del dólar con un mercado oficial único. A partir de entonces y hasta mediados de 1981 el dólar pasó a cotizar exclusivamente en el mercado libre. Luego volvieron los tipos de cambios múltiples financiero y comercial en el segundo semestre de 1981 y en el período entre julio y octubre de 1982. En el resto del período se observó un mercado cambiario oficial que por momentos coexistió con un mercado libre o con uno paralelo dependiendo de la magnitud de las restricciones cambiarias existentes en cada momento.

Las fuentes utilizadas fueron:

Desde 1900 hasta 1935, se emplearon los tipos de cambio promedio mensuales de “La economía bancaria argentina a través de sus índices más significativos en el período 1901-1935” de Baiocco (1937), que toma la información de tipos de cambio del Boletín Oficial de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, los diarios La Prensa, La Nación y La Razón, y del BCRA. En esta publicación los datos de tipo de cambio de la libra están disponibles desde 1900, mientras que respecto del dólar norteamericano desde 1914. Por ello se completó 1900-1914 con la cotización promedio mensual dólar/libra esterlina del Banco de Inglaterra publicada por la Reserva Federal de St. Louis (FRED).

Desde 1935 se utilizaron los datos de tipo de cambio respecto del dólar promedio mensual de la Revista Económica del BNA, de los Boletines Estadísticos del BCRA y de las Memorias del BCRA. Estos datos incluyen las cotizaciones del mercado oficial en sus diferentes variantes según la época: comerciales básicos, preferenciales, especiales, licitación, etc., entre 1939 y 1955, y el financiero y el comercial oficial entre 1970 y 1976 (que se usaban con distinto porcentaje para definir el tipo de cambio de exportaciones promocionadas y no promocionadas e importaciones), y del mercado libre.

Para el dólar paralelo se usó como fuente la información de tipo de cambio del Anexo Boletín Informativo Techint, que contiene datos de fin desde 1947. Se basa en la cotización del mercado libre para transferencias financieras y, en caso de que no existiera, utiliza las del mercado paralelo o del mercado de Montevideo (promedio de las puntas compradora y vendedora). A partir de mediados de 2002, se emplearon las cotizaciones promedio mensuales de las puntas vendedora y compradora (cotización blue) publicadas en Ámbito Financiero.

Para obtener los tipos de cambio libra-peso, se transformaron las paridades con el dólar a libras esterlinas utilizando la serie de tipo de cambio dólar-libra esterlina presentada en la sección de “Variables internacionales” (que es consistente con los datos de Baiocco (1937) y del Suplemento Estadístico del BCRA para los períodos en los que disponía de información de cotizaciones en la moneda inglesa).

Con esta información se calcularon las brechas cambiarias para los distintos tipos de cambio múltiples y los tipos de cambio reales con los datos de precios domésticos y de precios internacionales (ver sección internacional).

Comentario: la serie de tipo de cambio de valuación que figura en las estadísticas actuales del BCRA (desde enero de 1940) representa básicamente el dólar oficial de fin de mes (financiero cuando se dieron mercados múltiples), pero con momentos donde se acerca al libre (aún con tipos de cambios múltiples), por ejemplo, hasta 1946, 1956-59 y 1976.

Otra compilación de cotizaciones anuales de tipo de cambio (oficiales y paralelos/libres) puede encontrarse en “Enigmas de la política bancaria cambiaria - 1900-1988” de Cottely, publicado en el Boletín Informativo Techint 262 de 1990.

#### **4. Resultado, gasto e ingresos fiscales:**

Entre 1900 y 1944, se usaron los datos de Financiación del déficit del presupuesto de Cottely, publicado en el Boletín Techint 223 (julio-septiembre 1981), que tienen como fuente original

las Memorias del Departamento de Hacienda. Estos datos incluyen ingresos, egresos y resultado de la Administración Nacional (incluye rentas generales, cuentas especiales, organismos descentralizados y fondos especiales).

Entre 1945 y 1955 se utilizaron los datos del capítulo del Anexo X: “Gastos e ingresos públicos de la Argentina”, de la publicación de CEPAL (1959): “El desarrollo económico de la Argentina” del Gobierno Nacional. Los datos de este informe contienen las cuentas del Gobierno Nacional, que incluye el financiamiento a empresas del Estado (en el rubro de aportes a empresas) y las cuentas del IAPI. Este último organismo resultó de suma relevancia en el período actuando prácticamente como una segunda tesorería por fuera del control presupuestario. El nivel siguiente es del Gobierno Nacional Consolidado que agrega a las cuentas anteriores las de los organismos descentralizados, siendo de particular importancia para las finanzas públicas las cajas previsionales, debido al nivel de superávit que alcanzaron durante el período. Este nivel se asimila al Sector Público Nacional (incluye empresas públicas y seguridad social). Asimismo, incluyen los rubros de ingresos y gastos con un importante grado de detalle, incluyendo el resultado primario (sin intereses de la deuda).

Entre 1956 y 1960 volvieron a utilizarse los datos de Cottely (1981).

A partir de 1961, se emplearon los datos del Ministerio de Economía, con diversas fuentes: “Sector Público Argentino no Financiero. Cuenta ahorro-inversión- financiamiento. 1961-2004” con una última actualización en 2005 y el “Apéndice estadístico de Finanzas Públicas” disponible en el sitio Web del ministerio. Hasta 1993 son datos devengados, luego base caja con metodologías 1993-2006, 2007-2014 y 2017. Estos datos contienen la información de las cuentas del Sector Público Nacional (incluyendo el resultado primario) con amplio grado de detalle.

## **5. Deuda del sector público**

Existe una gran dificultad para obtener una serie homogénea de deuda del sector público nacional y para la clasificación por tipo de moneda. Las fuentes consultadas fueron las siguientes:

- *Ferreres*: cubre el período 1824-2004. Consolidada (interna y externa). En millones de USD y como % del PIB.
- *Cottely (1981)*: tiene datos de deuda pública de la Nación entre 1900-1978. Consolidada durante todo el período y flotante desde 1932. En millones de m\$n. Pasada a dólares coincide bastante con la de Ferreres hasta 1929. Fuente: Anuario de la Dirección General de Estadística. El comercio exterior argentino. Memorias del Departamento de Hacienda. No hay distinción de deuda por tipo de moneda.
- *Memorias de Hacienda (1863-1985)*: datos distinguibles de deuda pública de la Nación desde 1927 a 1985. En el período 1946-1955 no está la información. Puede completarse con los datos del Anuario Estadístico de la DNEyC 1958. Consolidada y flotante durante todo el período 1927-1985. La Consolidada puede dividirse en deuda interna y externa (salvo para 1930). En millones de m\$n. Coincide con Cottely desde 1932 (cuando Cottely empieza a incluir flotante). No hay distinción de deuda por tipo de moneda.

- *Vázquez Presedo (1988)*: deuda pública federal para el período 1935-1973. Distinción entre interna y externa. Divididas en corto, mediano y largo plazo. Interna en millones de m\$n y externa en millones de USD. Fuente: BCRA, "Evolución de la Deuda Pública Federal Interna y Externa documentada con valores desde 1935 hasta 1973", Ruíz V. H., agosto 1974. Externa: coincide con Ferreres (2005) entre 1935-1961. Interna: superior a Memorias de Hacienda desde 1940 hasta 1973. Deuda externa pública entre 1970-1990. Similar a la que está en el Boletín Estadístico del BCRA en 1974-1988. Podría incluir deuda que no es del sector público nacional. No hay distinción de deuda por tipo de moneda.
- *Boletín Estadístico del BCRA*: deuda pública federal 1958-1984. Circulación neta de valores emitidos por el Gobierno Nacional. Distinción entre interna y externa. Divididas en corto, mediano y largo plazo. Interna en millones de m\$n y externa en millones de USD. A su vez, la deuda está por tipo de instrumento (con moneda, tasas y plazo en algunos casos). En interna se puede calcular la deuda indexada por inflación. Deuda efectiva entre 1978-1990 (septiembre), donde los stocks de deuda ajustada por inflación y tipo de cambio se actualizan año a año. En moneda extranjera llega hasta 1987. Incluye sólo títulos valores. Valores ajustables por inflación y tipo de cambio entre 1971-1977 no están a valor efectivo.
- *Ministerio de Economía - Secretaría de Finanzas*: deuda del Sector Público Nacional. Desde 1992 por tipo de instrumento. Desde 1994, interna y externa. Desde 1997, el Boletín fiscal muestra el dato por tipo de moneda. Entre 1992 y 1996 para tener la distinción por tipo de moneda, se aproximó la tenencia en moneda doméstica con la tenencia de títulos públicos en dicha moneda (que se acerca bastante al dato del Boletín fiscal para los años 1997 y 1998). Desde 2001, en moneda nacional, ajustada por inflación y en moneda extranjera. También datos de tasas, plazos y vencimientos. En USD millones.

La serie de deuda total (en millones de USD) se construyó de la siguiente manera:

- En 1901-1934, deuda pública de la Nación de Cottely (1981) pasada a dólares con el tipo de cambio libre de diciembre. No hay distinción por residente ni por moneda. Se utilizó la proporción interna/externa de Ferreres.
- En 1935-1957, deuda pública federal interna de Vázquez Presedo (1988, con fuente BCRA) pasada a dólares con el tipo de cambio libre de diciembre. No hay distinción por moneda. Se utilizó la proporción interna/externa de Ferreres.
- En 1958-1990, deuda en moneda nacional (Boletín del BCRA, circulación neta de valores emitidos), con valores efectivos desde 1978, pasada a dólares con el tipo de cambio libre de diciembre. El dato de 1990 es de septiembre. Incluye sólo títulos valores. Valores ajustables por inflación y tipo de cambio entre 1971-1977 no están a valor efectivo.
- En 1935-1962, deuda pública federal externa de Vázquez Presedo (1988, con fuente BCRA). No hay distinción por moneda.
- En 1963-1973, obligaciones externas del sector público (Boletín del BCRA).
- En 1974-1988, deuda externa pública (Boletín del BCRA).

- En 1989-1990, deuda externa pública (Vázquez Presedo 1988, con fuente BCRA). Podría incluir deuda que no es del sector público nacional.
- En 1991-1993, deuda total (interna y externa) de Ferreres (2005), que son fuente Ministerio de Economía. Se tomó la proporción de deuda en moneda extranjera del Boletín Fiscal para 1992 y 1993.
- En 1994-2000, deuda total (interna y externa) del Ministerio de Economía en millones de USD. Se tomó la proporción de deuda en moneda extranjera del Boletín Fiscal para 1994 y 2000.
- En 2001-2024, deuda en moneda doméstica (incluyendo ajuste por inflación) y moneda externa del Ministerio de Economía en millones de USD. Variante: en el caso de la deuda en moneda doméstica se corrigió la expresión en USD con dólar valuación por el USD libre. La descomposición de la variación de deuda puede realizarse para este período (por datos de tasas y composición por moneda).

Se calcularon distintas variantes de stock de la deuda en USD, con la deuda en pesos pasada a USD con tipo de cambio libre/ paralelo promedio y punta, y pasada a USD con tipo de cambio oficial comprador, vendedor y financiero (promedio mensual). En todos los casos el ratio a PIB se calculó con el PIB nominal convertido a USD con la cotización libre.

## **6. Términos de intercambio**

Para el período 1900-1912 se tomó la serie de precios (implícitos) de exportaciones de “Crecimiento e inestabilidad del valor y el volumen físico de las exportaciones argentinas en el período 1864-1963” de Héctor Diéguez (1972). Para construir los términos de intercambio se combinó la serie anterior con el índice de precios mayoristas (base 1916=100 del Bureau of Labor Statistics) como precio de las importaciones.

Para el período 1913-1949 se consideraron los índices de precios de las exportaciones e importaciones en dólares de “Tipo de cambio y términos de intercambio en la República Argentina: 1913-76” de Díaz-Alejandro (1981). Las series se extienden hasta 1957 y son las tomadas por IEERAL (1986).

Desde 1950 en adelante se emplearon los datos de términos de intercambio de bienes (series 2000=100 y 2005=100) publicados por la CEPAL y que están disponibles en su página Web. La serie se armó como promedio anual de datos mensuales.

## **7. Agregados monetarios**

Los datos oficiales de agregados monetarios publicados por el BCRA en la sección de estadísticas monetarias y financieras de su sitio Web comienzan en junio de 1940.

Allí pueden encontrarse los datos de circulante y base monetaria (planilla panhis.xls/M0) y de depósitos en entidades financieras por cuenta y orden del BCRA, para definir la base monetaria en los períodos de nacionalización de los depósitos de 1946-1957 y 1973-1977) (planilla balbcrhis.xls/B.C.R.A.). Otros conceptos de reservas bancarias que figuran en estas planillas son: efectivo en bancos en moneda extranjera y depósitos de entidades financieras en moneda extranjera en el BCRA (con datos desde enero de 1994).<sup>23</sup>

En el caso de los depósitos, en las planillas panhis.xls/M1, M2 y M3 se presentan datos por tipo de depósito (cuenta corriente, caja de ahorro, plazo fijo, otros depósitos de efectivo y aceptaciones), por tipo de moneda (moneda nacional y extranjera, esta última aparece discriminada a mediados de 1980), y por tipo de agente (sector público y sector privado).<sup>24</sup>

Hacia atrás la información mensual se completó utilizando varias fuentes.

Para el período 1901-1935 se utilizaron los datos de Baiocco (1937). Para circulante, billetes en poder del público y billetes en poder de los bancos la fuente fueron balances mensuales de la Caja de conversión. Desde mayo 1935 (creación del BCRA) los datos provienen del Suplemento Estadístico de la Revista Económica del BCRA. Estos datos excluyen las tenencias interbancarias e incluyen la moneda subsidiaria, que era la emisión monetaria de denominaciones de cinco pesos y menores a cargo del Gobierno Nacional y sin respaldo en oro y divisas.

En lo que respecta a la liquidez de los bancos, hasta la creación del BCRA se utilizaba el concepto de efectivo mínimo (tenencias de pesos oro y papel moneda en poder de los bancos) y luego el de existencias bancarias (efectivo en los bancos y depósitos de cuenta corriente en el BCRA).

En el caso de los depósitos, la información de Baiocco (1937) tiene como fuente la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco de la Nación Argentina, y corresponde al conjunto de bancos. No se discriminan los depósitos por tipo de moneda (pesos oro o pesos moneda nacional). A partir de 1926 se deducen los depósitos interbancarios y se diferencia por tipo de depósito (cuenta corriente, caja de ahorro, plazo fijo y diversos). Para discriminar por tipo de depósito en años los años previos se utilizaron los datos de “Veinte años de estadística bancaria de la República Argentina 1908-1927” coordinado por Prebisch (1928). Allí, se presentan datos por tipo de depósitos surgidos de una encuesta de 27 bancos entre 1912 y 1926, y una encuesta de 13 bancos entre 1908 y 1911. Se tomaron las participaciones de los

---

<sup>23</sup> La reforma poscrisis del Tequila en 1995 modificó la forma en la que las entidades financieras podían integrar sus encajes con la aparición de los requisitos de liquidez (Com. "A" 2350) en corresponsales del exterior y las letras de liquidez bancaria. No hay información de estos conceptos en esta planilla.

<sup>24</sup> Se trata de un mecanismo de financiación de corto y mediano plazo que estuvo vigente hasta mediados de los ochenta. Surgieron como una alternativa de libre mercado para ahorro y el financiamiento de las empresas por fuera del sistema regulado. Comenzaron a operarse con las financieras y luego se sumaron los bancos. Los primeros datos oficiales aparecen en 1970. En febrero de 1971 el BCRA pasó a regular la actividad, aunque permaneció como un mercado de libre fijación de tasas, y se incrementó fuertemente su volumen entre 1970 y 1976 (en 1975 representaban un monto equivalente al de los plazos fijos). Con la desregulación financiera en 1977 perdieron relevancia y cayeron definitivamente en desuso en los noventa con la nueva desregulación financiera y la aparición de nuevos mecanismos de financiamiento y ahorro.

distintos depósitos para esos años, y para el período 1901-1908 se utilizó la participación promedio de 1908-1911. Luego se aplicaron dichos porcentajes al dato de depósitos totales de Baiocco (1937).

Desde julio de 1936 hasta diciembre de 1939 se utilizaron los datos mensuales del Suplemento Estadístico de la Revista de Economía del BCRA.

Se armaron las series a fin de período y promedio anual de datos mensuales. En este último caso, recién en abril de 1907 aparecen los datos mensuales (sin una entidad reguladora oficial, se estableció que las entidades debían enviar sus balances de manera mensual a la Secretaría de Hacienda). Entonces, para 1900-1906 se calculó el promedio anual como el promedio de diciembre de cada año y diciembre del año previo. Los datos previos de 1899 y 1900 a fin de período, a fin de completar los valores de 1901 y 1900 promedio anual, se tomaron de Ferreres (2005), que se basó en las estadísticas económicas retrospectivas de la Dirección General de Estadística y Censos de la Nación (1945) y en Della Paolera y Taylor (2003).

Estas series permiten construir base monetaria, M1, M2 y M3 bimonetarios y totales, los multiplicadores de los correspondientes agregados, los ratios de los agregados a PIB y los agregados en términos reales.<sup>25</sup> En estos dos últimos puntos resulta relevante para los momentos de alta inflación utilizar los datos promedio anual de agregados con los índices de precios promedio anual o de PIB nominal promedio anual para evitar distorsiones en los indicadores.

## **8. Préstamos bancarios**

Los datos oficiales de préstamos del sistema financiero publicados por el BCRA en la sección de estadísticas monetarias y financieras de su sitio Web comienzan en junio de 1940. En la planilla “balenthis.xls” se detallan los préstamos de efectivo del sistema financiero por destinatario (sector privado no financiero desde 1940 y sector público desde 1990), por destino (adelantos, descuentos, hipotecarios, y desde 1994 se agregan prendarios, personales y otros), y por tipo de moneda (nacional y extranjera). También se presentan los datos de préstamos en valores públicos y valores privados.

Entre 1981-1984 la información del BCRA no discrimina entre préstamos en efectivo de valores públicos en el caso de los préstamos al sector público. Para lidiar con esto se interpoló la tasa de crecimiento anual de los datos de 1985 y 1980. Las series anteriores a 1940 no incluyen los préstamos hipotecarios, que sí aparecen discriminados en los datos posteriores (salvo para el período 1981-1984), por ello se incluyeron en los préstamos totales al sector privado los

---

<sup>25</sup> Se construyeron las series incluyendo y excluyendo la utilización del FUCO (Fondo Unificado de Cuentas Oficiales), que se crea en diciembre de 1946 para centralizar los cobros y pagos del gobierno en una sola cuenta en el Banco de la Nación Argentina. Incluyendo la utilización del FUCO implica deducir los importes de las utilidades que la Tesorería General de la Nación efectúa de los saldos de cuentas bancarias a la orden de ministerios, secretarías y organismos descentralizados (cuyos presupuestos de gastos y cálculo de recursos integran el Presupuesto General de la Administración Nacional) dependientes del Gobierno Nacional, cuentas que son subsidiarias de la denominada "Fondo Unificado de las Cuentas del Gobierno Nacional" abierta en el Banco de la Nación Argentina. También implica deducir las utilidades que efectúan los gobiernos provinciales de los saldos en fondos unificados de su jurisdicción.

hipotecarios a partir de 1981. Sin duda es un tema a profundizar el papel del sistema financiero en el mercado de crédito hipotecario para todo el período, tema que está relacionado además con la evolución de las entidades reguladas por la autoridad monetaria.

Para el período 1901-1935 se utilizó la información de Baiocco (1937) que tiene como fuente la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco de la Nación Argentina. Hasta 1926 esta publicación registra los préstamos totales. A partir de dicho año la información presenta una desagregación de los préstamos en descuentos, adelantos, otros y préstamos al gobierno nacional, además de comenzar a deducir los préstamos interbancarios (redescuentos del BNA y cauciones oficiales en el BNA). Los préstamos incluyen los denominados en pesos oro. Para discriminar por tipo de préstamo en los años previos se utilizó la participación de cada tipo de préstamo en el total proveniente de la publicación coordinada por Prebisch (1928), que presenta datos de una encuesta de 27 bancos entre 1912 y 1926, y de 13 bancos entre 1908 y 1911. Para el período 1902-1908 se utilizó las participaciones promedio de 1908-1911.

Desde julio de 1936 hasta diciembre de 1939 se emplearon los datos mensuales del Suplemento Estadístico de la Revista de Economía del BCRA.

Se armaron las series de préstamos del sistema financiero en moneda nacional al sector público (incluyendo y excluyendo la utilización del FUCO) y al sector privado a fin de período y promedio anual de datos mensuales (la serie que incluye los hipotecarios desde el principio comienza en 1940). En este último caso, recién en abril de 1907 aparecen los datos mensuales (sin una entidad reguladora oficial, se estableció que las entidades debían enviar sus balances de manera mensual a la Secretaría de Hacienda). Entonces, para 1902-1906 se calculó el promedio anual como el promedio de diciembre de cada año y diciembre del año previo.