INFORME ESPECIAL · BCRA 2003–2026

De la dominancia fiscal al orden monetario

El Banco Central de la República Argentina entre 2003 y 2026: inflación, emisión, balance y credibilidad en seis gobiernos. Una lectura desde la Escuela Austríaca con datos oficiales y diecinueve índices.

NIVEL DE PRECIOS

×1.768

Multiplicación de los precios entre mayo de 2003 y septiembre de 2026 (IPC oficial empalmado)

DEL PIB

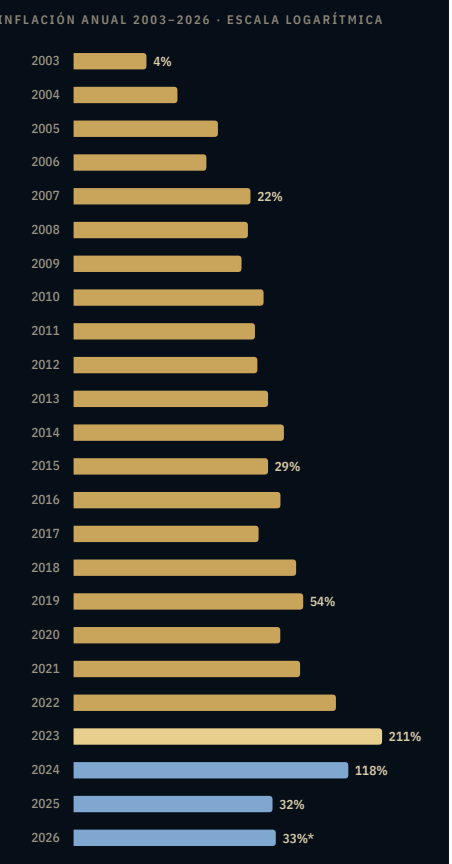
85%

Recursos cedidos y costos asumidos por el BCRA en favor del Tesoro, 2003-2023 (estimación oficial del BCRA)

ÍNDICE IDM

79,1

Índice de Disciplina Monetaria en septiembre de 2026, sobre 100 (mínimo: 9,8 en julio de 2023)



* 2026: interanual a septiembre de 2026. IPC oficial empalmado Anubis.

ELABORADO POR

Diego Macana Roa

Director · Anubis Intelligence & Strategy · Buenos Aires, noviembre de 2026

Fuentes oficiales: BCRA (API de estadísticas y documentos institucionales), Ministerio de Economía de la Nación (datos.gob.ar), INDEC, Dirección Provincial de Estadística y Censos de San Luis, Instituto de Estadística de la Ciudad de Buenos Aires, Boletín Oficial, Presidencia de la Nación, FMI, Banco Mundial y Banco de Pagos Internacionales.

Contenido

	Resumen ejecutivo Hallazgos y agenda	**4**
01	**La moneda, el Banco Central y la visión austríaca** Marco conceptual y legal	**6**
02	**Datos, fuentes y método** Jerarquía de fuentes, IPC oficial empalmado y períodos	**8**
03	**Veintitrés años de destrucción del peso** Inflación, estadística intervenida y cien años de moneda	**10**
04	**La anatomía de la emisión** Dominancia fiscal y financiamiento al Tesoro	**13**
05	**El balance del BCRA** Pasivos remunerados, reservas y respaldo	**15**
06	**Cuentas fiscales, tasas y tipo de cambio real** El precio del dinero y el ahorro	**17**
07	**Néstor Kirchner, 2003-2007** Superávits gemelos y el origen del desvío	**19**
08	**Cristina Fernández de Kirchner I, 2007-2011** Estadística intervenida y reservas al Tesoro	**20**
09	**Cristina Fernández de Kirchner II, 2011-2015** Mandato múltiple, cepo y pérdida de reservas	**21**
10	**Mauricio Macri, 2015-2019** Normalización incompleta y crisis cambiaria	**22**
11	**Alberto Fernández, 2019-2023** Emisión récord y bomba de pasivos remunerados	**23**
12	**Javier Milei, 2023-2026** Fin de la emisión para el Tesoro y saneamiento	**24**
13	**Índices: econometría, perspectivas y comparación internacional** Econométricos, de perspectivas y de uso internacional	**28**
14	**Índice de Disciplina Monetaria** Construcción, robustez y perspectiva histórica desde 1935	**32**
15	**Conclusiones y agenda de reformas** Diez medidas para una moneda sana	**35**
A–D	**Anexos** Tabla anual, metodología, fuentes y validaciones	**37**

Guía de lectura

FICHA TÉCNICA

Documento	Informe especial de Anubis Intelligence & Strategy sobre el Banco Central de la República Argentina (BCRA), 2003-2026.
Autor	Diego Macana Roa, Director.
Fecha de corte	2 de noviembre de 2026. Datos monetarios hasta octubre de 2026; precios hasta septiembre de 2026; cuentas fiscales hasta agosto de 2026.
Enfoque	Escuela Austríaca de economía: la inflación como fenómeno monetario de raíz fiscal, el efecto Cantillon y la distorsión de la tasa de interés. La interpretación es del autor; los datos, de fuentes oficiales.
Criterio de fuentes	Sólo bases de datos y documentos oficiales: BCRA, Ministerio de Economía, INDEC, institutos provinciales de estadística, Boletín Oficial, Presidencia, FMI, Banco Mundial y BIS. No se utilizan artículos periodísticos. Las declaraciones citadas provienen de transcripciones y documentos oficiales.
Inflación 2007-2016	Se utiliza el IPC oficial empalmado Anubis, construido con los índices de San Luis y de la Ciudad de Buenos Aires que el propio INDEC recomendó como fuentes alternativas en 2016 (capítulo 2).

TRES NIVELES DE LECTURA

Dato. Cifra tomada de una fuente oficial identificada (serie del BCRA, del INDEC o del Ministerio de Economía).

Índice. Indicador calculado por Anubis o tomado de la práctica internacional, con fórmula explícita en el Anexo B.

Interpretación. Lectura del autor desde la tradición austríaca, señalada en los recuadros «Lectura austríaca».

CÓDIGO VISUAL: UN COLOR POR MANDATO PRESIDENCIAL

- Néstor Kirchner (2003–2007)
- Cristina Fernández de Kirchner I (2007–2011)
- Cristina Fernández de Kirchner II (2011–2015)
- Mauricio Macri (2015–2019)
- Alberto Fernández (2019–2023)
- Javier Milei (2023–hoy)

GLOSARIO

Base monetaria. Billetes y monedas en circulación más los depósitos de los bancos en el BCRA: el dinero que emite directamente el Banco Central.

Adelantos transitorios. Préstamos en pesos del BCRA al Tesoro previstos en el artículo 20 de la Carta Orgánica.

Emisión neta para el Tesoro. Efecto sobre la base de todas las operaciones con el Tesoro: adelantos, utilidades, compras de divisas y otras.

Efecto Cantillon. El dinero nuevo beneficia a quien lo recibe primero (el Estado) y perjudica a quien lo recibe último (asalariados y ahorristas).

Pasivos remunerados. Deuda del BCRA que paga interés (LEBAC, LELIQ, pases pasivos). Absorbe pesos hoy a cambio de emitir intereses mañana.

Letras Intransferibles. Letras del Tesoro no negociables que el BCRA recibió a cambio de reservas transferidas al Tesoro.

Dominancia fiscal. Régimen en el que la política monetaria queda subordinada a las necesidades de financiamiento del Tesoro.

REM. Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA: mediana de la inflación esperada por analistas.

SÍNTESIS

Resumen ejecutivo

Durante dos décadas el Banco Central dejó de ser el guardián del valor de la moneda para convertirse en el financista del Tesoro. Los datos oficiales permiten medir el costo de esa decisión y la magnitud del cambio iniciado en diciembre de 2023.

PRECIOS 2003-2026
×1.768
Multiplicación del nivel de precios, mayo de 2003 a septiembre de 2026

CESIONES AL TESORO
85% PIB
Del PIB, 2003-2023: estimación oficial del BCRA (septiembre de 2026)

PASIVOS REMUNERADOS
241→0,5
% de la base monetaria, noviembre de 2023 frente a octubre de 2026

DISCIPLINA MONETARIA
79,1
Índice (IDM) en septiembre de 2026, sobre 100 (mínimo 9,8 en jul-23; máximo 87,5 en abr-25)

1 **La inflación argentina fue un fenómeno monetario de raíz fiscal.**

Entre 2003 y 2026 el nivel de precios se multiplicó 1.768 veces y la base monetaria acompañó ese recorrido (elasticidad de largo plazo de 1,10; $R^2 = 0,99$). A frecuencia mensual la causalidad corre de la inflación hacia la emisión ($p < 0,001$): el BCRA convalidó con pesos lo que el Tesoro necesitaba. Es la definición de dominancia fiscal.

2 **El Estado intervino también la medición.**

Entre diciembre de 2006 y octubre de 2015 los precios medidos con los índices provinciales oficiales subieron 185% más que los publicados por el INDEC. En 2013 el FMI emitió una declaración de censura contra la Argentina por datos inexactos de precios y de PIB.

3 **Entre 2008 y 2023 el Tesoro se financió con emisión.**

La emisión neta para el Tesoro sumó −4,2% del PIB con Néstor Kirchner, +2,0% y +11,3% en los dos mandatos de Cristina Fernández de Kirchner, +9,7% con Mauricio Macri y +8,7% con Alberto Fernández. El propio BCRA estimó en 2026 que entre 2003 y 2023 cedió recursos y asumió costos en favor del Tesoro por 85% del PIB.

4 **El balance del BCRA llegó al borde de la hiperinflación.**

En noviembre de 2023 los pasivos remunerados equivalían a 241% de la base monetaria, sus intereses habían representado 8,4% del PIB durante ese año y las reservas brutas cubrían apenas 25% de los pasivos en pesos. El Índice de Disciplina Monetaria tocó su mínimo histórico, 9,8 puntos sobre 100, en julio de 2023.

5 **El ahorrista pagó la cuenta.**

La tasa real de un depósito fue negativa en promedio en cuatro de los cinco mandatos de 2003-2023 (hasta −17,8% anual) y casi nula en el quinto (+0,1%), y el peso perdió 99,94% de su poder de compra desde 2003: el impuesto inflacionario recayó sobre quien no podía protegerse.

6 **Desde diciembre de 2023 la dirección se invirtió.**

Con Javier Milei la emisión neta para el Tesoro fue negativa (−4,7% del PIB), los pasivos remunerados bajaron de 241% de la base en noviembre de 2023 a 0,5%, las reservas subieron de USD 23,1 a 50,6 mil millones, la tasa real volvió a ser positiva (+12,0%) y el IDM marcó su máximo en abril de 2025 (87,5). La inflación mensual bajó de 25,5% en diciembre de 2023 a 1,9% en septiembre de 2026; falta convertir en ley lo que ya se logró en los hechos.

EL BALANCE DE SEIS GOBIERNOS EN UNA TABLA

Indicador	N. Kirchner	CFK I	CFK II	Macri	A. Fernández	Milei (en curso)
Inflación promedio anual del mandato	11,0% (8,3%)	22,3% (8,5%)	30,2% (15,7%)	40,2%	87,9%	58,4% ↓ en descenso
Inflación interanual del último mes	21,5% (dic-07)	23,3% (dic-11)	29,2% (dic-15)	53,8% (dic-19)	211,4% (dic-23)	33,4% (sep-26)
Inflación mensual promedio	0,87%	1,69%	2,23%	2,85%	5,40%	3,91%
Base monetaria, crecimiento promedio anual	26,1%	21,7%	31,1%	28,8%	51,9%	77,8%
Base amplia real, variación	+144,4%	−11,1%	+9,1%	−16,1%	−7,6%	−62,4%
Emisión neta para el Tesoro (% PIB)	−4,2	+2,0	+11,3	+9,7	+8,7	−4,7
Intereses de pasivos (% PIB, promedio)	0,0	0,1	0,0	1,1	4,5	0,6
Resultado primario (% PIB, promedio)	+3,3	+1,5	−1,4	−2,7	−3,3	+1,6
Resultado financiero (% PIB, promedio)	+1,7	−0,1	−2,9	−5,1	−5,0	+0,3
Reservas brutas, inicio → fin (USD miles de M)	11,4 → 46,2	46,2 → 46,4	46,4 → 25,6	25,6 → 44,8	44,8 → 23,1	23,1 → 50,6
Tipo de cambio oficial, variación	+10%	+37%	+202%	+361%	+1.250%	+90%
Tasa real del ahorrista (promedio)	−6,2%	−7,2%	−9,2%	+0,1%	−17,8%	+12,0%
Poder de compra perdido	38,0%	55,3%	65,2%	74,1%	92,0%	71,8%
Disciplina monetaria (IDM), promedio (cierre)	65,2 (64,5)	63,0 (55,5)	45,7 (43,0)	50,2 (51,5)	28,3 (29,5)	67,7 (79,1)

Inflación promedio anual: tasa anual equivalente a la inflación acumulada en el mandato (IPC oficial empalmado Anubis; 2007-2015 entre paréntesis: IPC publicado por el INDEC). Cada gobierno se mide desde su primer mes completo: el mes de traspaso (diciembre) se asigna al gobierno saliente, por lo que la inflación interanual del último mes coincide con la del último año de cada mandato. Mandato de Javier Milei en curso, medido desde enero de 2024: su promedio disminuye todos los meses (de 848% con el dato de enero de 2024 a 58,4%). Emisión neta para el Tesoro: suma de los años del mandato, % del PIB de cada año. Mandato de Javier Milei: datos hasta septiembre de 2026 (precios) y octubre de 2026 (monetarios). Fuentes: BCRA, INDEC, Ministerio de Economía, institutos provinciales. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

TRES AGENDAS PARA COMPLETAR EL GIRO

LEY

Blindar la moneda

- Reforma de la Carta Orgánica: mandato único de preservar el valor de la moneda.
- Prohibición legal de adelantos, utilidades no realizadas y Letras Intransferibles.
- Directorio independiente y rendición de cuentas al Congreso.

BALANCE

Sanear el activo

- Recompra total de las Letras Intransferibles.
- Distribuir sólo resultados realizados y capitalizar el BCRA.
- Reservas netas propias, no prestadas.

MERCADO

Devolver la moneda a la gente

- Eliminar las restricciones cambiarias remanentes.
- Competencia de monedas y libertad de contratación.
- Estadísticas públicas con estándares del FMI.

◆ ALCANCE DE LAS CONCLUSIONES

Los datos de este informe provienen de bases oficiales y pueden reproducirse con la base de datos complementaria. Los índices son herramientas analíticas con fórmulas explícitas y pruebas de robustez. La lectura de los resultados se realiza desde la Escuela Austríaca, cuyo punto de partida es que la inflación es la consecuencia de la emisión de dinero y que su causa última es la decisión política de financiar al Estado con la moneda de los ciudadanos.

CAPÍTULO 01

La moneda, el Banco Central y la visión austríaca

La Escuela Austríaca entiende el dinero como una institución surgida del mercado y a la inflación como la consecuencia de su emisión. Desde esa perspectiva, la pregunta central no es cuánto subieron los precios, sino quién emitió, para quién y a costa de quién.

1.1 El dinero no es neutral

Carl Menger explicó el dinero como el bien más fácilmente intercambiable que los mercados seleccionan espontáneamente; Ludwig von Mises, en *La teoría del dinero y del crédito* (1912), mostró que su poder adquisitivo depende de su cantidad y de la demanda que el público hace de él. Cuando una autoridad aumenta la cantidad de dinero más rápido que la demanda, el poder de compra de cada unidad cae: eso es la inflación. No es una perturbación climática ni un conflicto distributivo exógeno; es una decisión.

La emisión, además, no se distribuye de manera pareja. Richard Cantillon describió en el siglo XVIII que quienes reciben primero el dinero nuevo pueden gastarlo a los precios anteriores, mientras que quienes lo reciben último —asalariados, jubilados, ahorristas— enfrentan precios ya aumentados. En la Argentina del período analizado el primer receptor fue, casi siempre, el Tesoro nacional.

Friedrich A. Hayek añadió una advertencia institucional: un emisor monopólico sometido a presiones políticas tenderá a abusar de su privilegio. Por eso, en *La desnacionalización del dinero* (1976), propuso la competencia de monedas como disciplina. La teoría austríaca del ciclo, por su parte, señala que las tasas de interés reales negativas fijadas por la autoridad envían señales falsas sobre el ahorro disponible y alimentan inversiones que luego se revelan insostenibles.

1.2 Cuando el Tesoro manda sobre la imprenta

La literatura llama dominancia fiscal al régimen en el que la política monetaria se subordina al financiamiento del déficit. Thomas Sargent y Neil Wallace formalizaron en 1981 su consecuencia: si el Tesoro no ajusta, el banco central termina monetizando, hoy o mañana. El propio BCRA lo resumió en 2026 citando a Sargent: la inflación crónica es «un fenómeno fiscal en donde el banco central es su cómplice». Los capítulos siguientes miden esa complicidad con los datos del propio banco.

1.3 De preservar el valor de la moneda al mandato múltiple

El marco legal acompañó el desvío. La Carta Orgánica de 1992 (Ley 24.144) fijaba una misión única. En palabras del documento institucional del BCRA sobre su historia legislativa:

> *«La reforma estableció que la misión primaria y fundamental del BCRA era preservar el valor de la moneda.»*
>
> BCRA, «Directorios y Legislación del Sistema Financiero (1935-2025)», sobre la Carta Orgánica de 1992.

La Ley 26.739, publicada en el Boletín Oficial el 28 de marzo de 2012, reemplazó ese mandato. El artículo 3 vigente dispone:

> *«El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.»*
>
> Carta Orgánica del BCRA, artículo 3, sustituido por el artículo 2 de la Ley 26.739 (B.O. 28/03/2012). Texto según la compilación oficial del BCRA.

El mismo documento del BCRA resume el alcance de la reforma: «Se cambió su objetivo, ampliándolo; las normas sobre asistencia financiera al Estado Nacional; las normas contables para la confección de sus estados contables; la norma sobre utilidades». El artículo 20 vigente, por su parte, habilita los adelantos al Tesoro:

> *«El banco podrá hacer adelantos transitorios al Gobierno nacional hasta una cantidad equivalente al doce por ciento (12%) de la base monetaria [...]. Podrá, además, otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el diez por ciento (10%) de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos doce (12) meses.»*
>
> Carta Orgánica del BCRA, artículo 20 (compilación oficial «Marco Legal del Sistema Financiero Argentino»).

◆ LECTURA AUSTRÍACA

Un banco central que debe «promover» el empleo y el desarrollo «en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional» deja de tener un objetivo verificable y queda expuesto a la presión política. El artículo 20, además, convierte al Tesoro en un acreedor privilegiado del emisor. En septiembre de 2026 el vicepresidente del BCRA presentó ante el Senado los fundamentos de una reforma con un título elocuente: «Recuperar la estabilidad de precios requiere una reforma que elimine el financiamiento del Banco Central (BCRA) al Tesoro Nacional (TN)».

CAPÍTULO 02

Datos, fuentes y método

Cada cifra de este informe proviene de una base oficial descargada en forma directa. Donde la estadística oficial fue intervenida, se la reemplaza por las fuentes alternativas que el propio INDEC recomendó.

2.1 Fuentes

Organismo	Datos utilizados	Acceso
Banco Central (BCRA)	Base monetaria y sus factores de explicación, reservas, tipo de cambio, LEBAC, LELIQ, pases, adelantos transitorios, depósitos del Tesoro, tasas, REM, bandas cambiarias, depósitos en dólares (70 series)	API de estadísticas monetarias v4.0
Ministerio de Economía	Esquema Ahorro-Inversión-Financiamiento del Sector Público Nacional, base caja (tres metodologías); resultado primario, financiero y sin rentas	API de series de tiempo (datos.gob.ar)
INDEC	IPC (2003-2006 y desde 2016), PIB a precios corrientes y constantes, EMAE, tasa de desocupación (EPH)	datos.gob.ar y API del BCRA
Institutos provinciales	IPC de San Luis (DPEyC, desde 2005) e IPCBA de la Ciudad de Buenos Aires (IDECBA, desde 2012)	datos.gob.ar; archivo oficial del IDECBA
FMI, Banco Mundial, BIS	World Economic Outlook (inflación, crecimiento, resultado fiscal, proyecciones); reservas, deuda de corto plazo, exportaciones, tasas; tipo de cambio real efectivo y tasa de política	APIs DataMapper, World Bank y BIS SDMX
Documentos oficiales	Carta Orgánica del BCRA, decretos y leyes (Boletín Oficial), comunicados y presentaciones del BCRA, discursos publicados por la Presidencia, informes del FMI y del INDEC	Sitios oficiales (Anexo C)

2.2 El IPC oficial empalmado Anubis

Entre 2007 y 2015 el IPC del INDEC dejó de reflejar la evolución de los precios. El propio Fondo Monetario Internacional lo dejó asentado en un documento oficial:

> *«On February 1, 2013, the Board issued a Declaration of Censure against Argentina for its breach of obligation under the Articles of Agreement for the provision of inaccurate CPI and GDP data.»*
>
> FMI, Informe de País N.º 16/68 (2016). Traducción: «El 1 de febrero de 2013 el Directorio emitió una Declaración de Censura contra la Argentina por el incumplimiento de su obligación, conforme al Convenio Constitutivo, de proveer datos precisos de IPC y de PIB».

Tras declarar la emergencia del Sistema Estadístico Nacional, el INDEC indicó las fuentes a utilizar en la transición:

> *«[...] el período de transición durante el cual el INDEC está recomendando como fuentes alternativas los respectivos índices de San Luis y Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA)»*
>
> INDEC, «Índice de Precios al Consumidor (IPC). Metodología», abril de 2016.

Sobre esa base, el IPC oficial empalmado Anubis utiliza el IPC-GBA del INDEC entre 2003 y 2006, el IPC de San Luis entre enero de 2007 y julio de 2012, el promedio geométrico de los índices de San Luis y de la Ciudad de Buenos Aires entre agosto de 2012 y abril de 2016, y nuevamente el INDEC desde mayo de 2016, cuando el organismo restableció su índice. Todos los tramos son oficiales. La serie que publica el BCRA para el período reproduce el índice intervenido y, entre noviembre de 2015 y abril de 2016, alterna entre las fuentes de la Ciudad y de San Luis; por eso no se la utiliza como medida principal.

La validación es directa: las variaciones calculadas con las series descargadas coinciden, con el redondeo, con los valores que el INDEC publicó en sus informes «IPC alternativos».

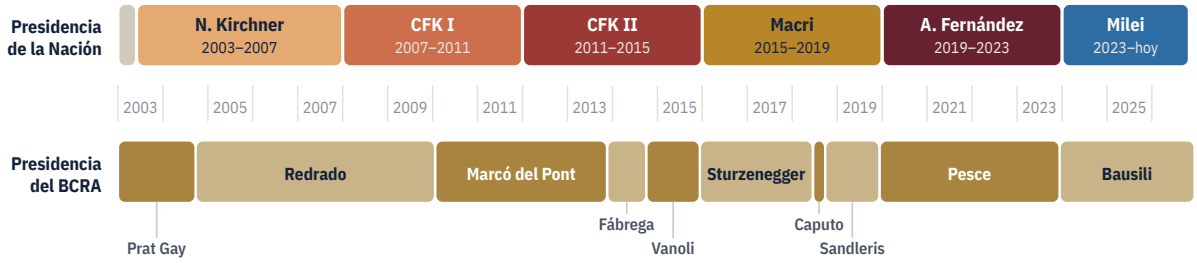
Mes	Ciudad (calculado)	Ciudad (INDEC)	San Luis (calculado)	San Luis (INDEC)
Nov-2015	1,95	2,0	2,87	2,9
Dic-2015	3,92	3,9	6,49	6,5
Feb-2016	3,97	4,0	2,71	—
Mar-2016	3,32	3,3	2,98	—
Abr-2016	6,54	6,5	3,39	3,4

Variación mensual, %. «INDEC»: informes «IPC alternativos» de noviembre de 2015 a abril de 2016. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

2.3 Períodos y convenciones

Cada gobierno se mide desde su primer mes completo: junio de 2003 para Néstor Kirchner, que asumió el 25 de mayo, y enero del año siguiente para los presidentes que asumieron un 10 de diciembre. El mes de traspaso se asigna al gobierno saliente, responsable de la política monetaria que determinó esos precios; por eso la inflación de diciembre de 2015 y la de diciembre de 2023, que incluyen las primeras medidas cambiarias de los nuevos gobiernos, se computan en el mandato anterior. Con este criterio los períodos coinciden con los años calendario de las series fiscales y monetarias. Los meses de enero a mayo de 2003 corresponden a la transición de Eduardo Duhalde y se usan sólo como punto de partida. Los cocientes sobre el PIB se calculan con el PIB del INDEC; para 2026 se utiliza el PIB a tasa anual de los trimestres disponibles y se prorratean los flujos según los meses transcurridos. Los valores reales se expresan en pesos de la última fecha disponible.

GRÁFICO 1 **Presidencias de la Nación y del Banco Central, 2003-2026**



Períodos constitucionales. En los indicadores, cada gobierno se mide desde su primer mes completo (el mes de traspaso es del gobierno saliente).

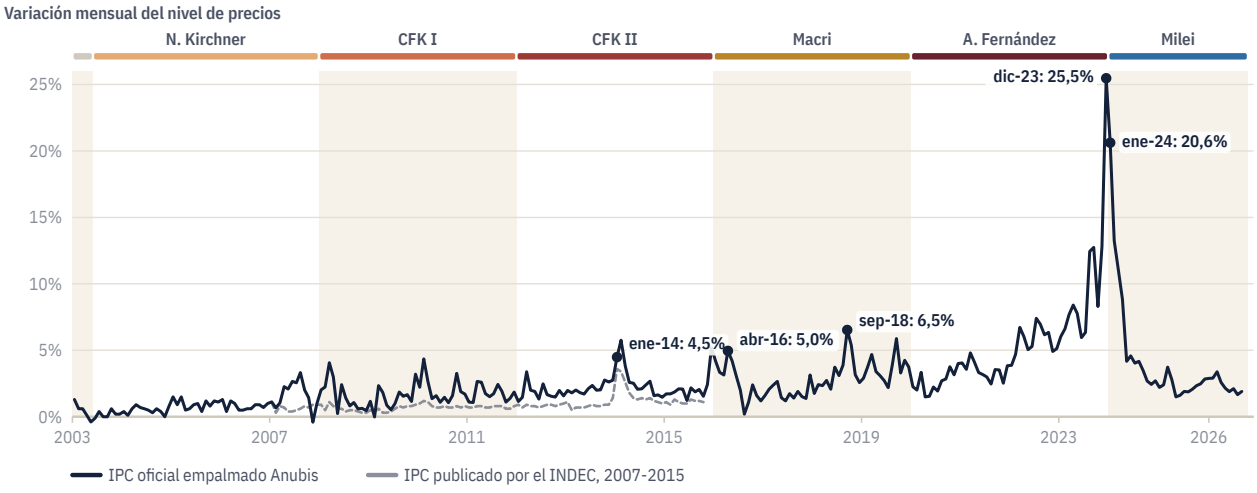
Fuente: BCRA, «Directorios y Legislación del Sistema Financiero (1935-2025)»; nómina de autoridades. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

CAPÍTULO 03

Veintitrés años de destrucción del peso

Cien pesos de mayo de 2003 compran hoy lo que compraban 5,7 centavos entonces. Detrás de esa cifra hay una secuencia: inflación moderada, inflación ocultada, inflación crónica y, en 2023, el umbral de la hiperinflación.

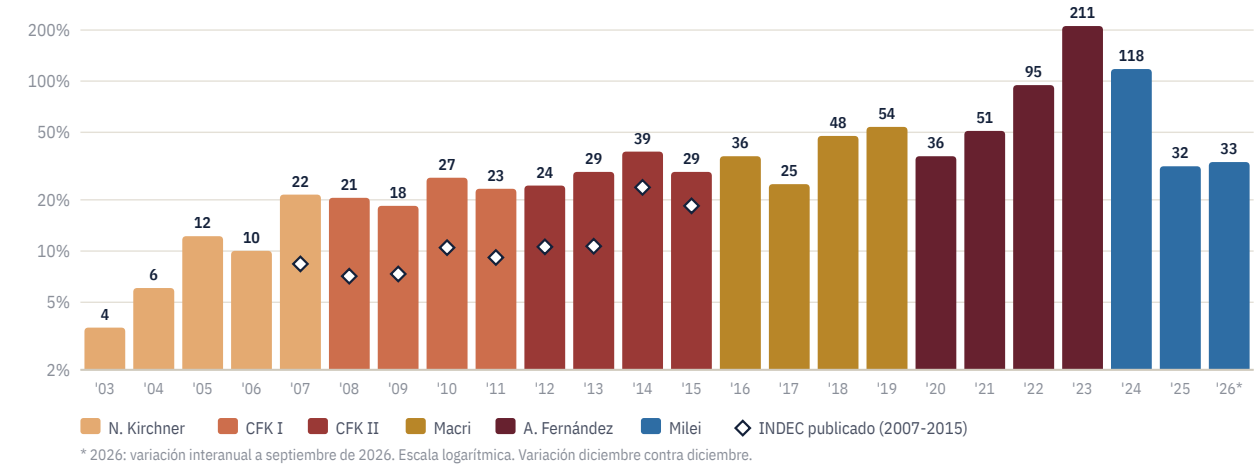
GRÁFICO 2 **Inflación mensual, 2003-2026**



Fuente: INDEC; DPEyC San Luis; IDECBA; BCRA (IPC publicado). **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

La inflación mensual se mantuvo por debajo de 2% durante la mayor parte de 2003-2013, con una tendencia ascendente que el índice publicado ocultaba. Desde 2014 los saltos se volvieron recurrentes y desde 2022 el ritmo se aceleró hasta 12,8% en noviembre de 2023. El pico de diciembre de 2023 (25,5%) reflejó la corrección de precios reprimidos; desde entonces la tasa bajó hasta 1,5% en mayo de 2025, el registro más bajo desde abril de 2020.

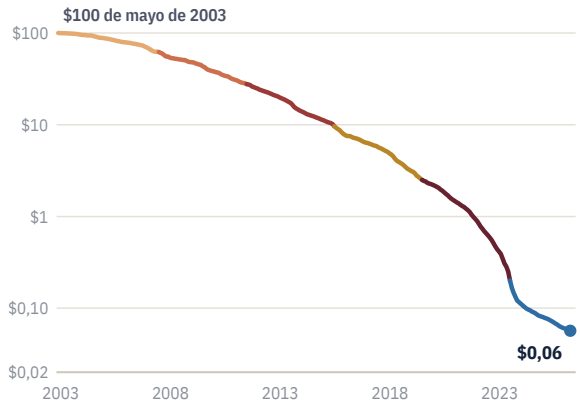
GRÁFICO 3 **Inflación anual por mandato, 2003-2026**



* 2026: variación interanual a septiembre de 2026. Escala logarítmica. Variación diciembre contra diciembre.

Fuente: INDEC; DPEyC San Luis; IDECBA; BCRA. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

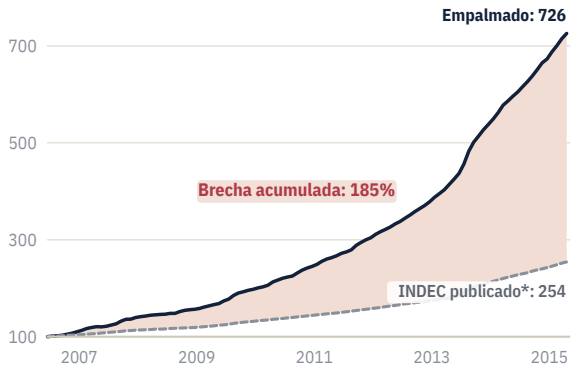
GRÁFICO 4 **Poder adquisitivo de $100 de mayo de 2003**



Escala logarítmica. Color: mandato. IPC oficial empalmado Anubis.

Fuente: IPC oficial empalmado Anubis. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

GRÁFICO 5 **La brecha estadística, 2007-2015**

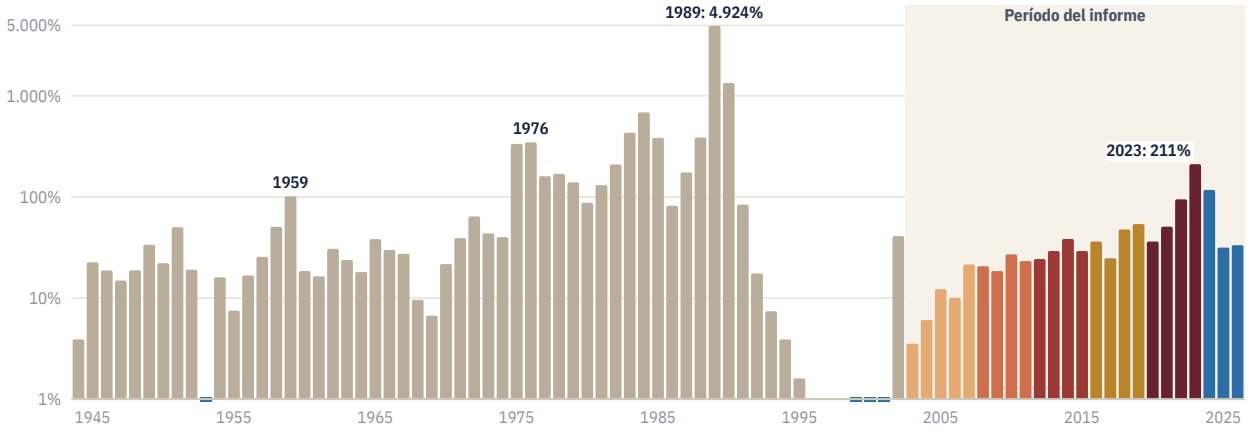


* IPC publicado por el INDEC (serie del BCRA). Índice dic-2006 = 100.

Fuente: INDEC; DPEyC San Luis; IDECBA; BCRA. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

Entre diciembre de 2006 y octubre de 2015 el índice publicado subestimó la inflación de manera sistemática: al final del período, los precios medidos con fuentes oficiales alternativas eran 185% más altos que los publicados. La consecuencia no fue sólo estadística: los bonos ajustados por CER, las jubilaciones y los contratos indexados se actualizaron con un índice que ocultaba la pérdida real, una transferencia silenciosa desde los acreedores y beneficiarios hacia el Estado.

GRÁFICO 6 **Inflación anual, 1944-2026**



Diciembre contra diciembre, escala logarítmica. 1944-2002: serie histórica publicada por el BCRA; 2003-2026: IPC oficial empalmado Anubis (2026: interanual a septiembre de 2026). Los años con variación negativa se marcan en la línea base.

Fuente: BCRA (serie histórica de inflación); IPC oficial empalmado Anubis. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

◆ LECTURA AUSTRÍACA

La historia larga muestra que la estabilidad de precios fue la excepción: sólo durante la convertibilidad (1991-2001), cuando la ley prohibía emitir pesos sin respaldo, la inflación cayó a niveles internacionales. El período 2003-2023 repitió el patrón clásico: primero la emisión parece inocua porque la demanda de dinero se recupera; luego los precios la alcanzan; finalmente la desconfianza acelera la huida del peso.

3.1 Cien años de moneda: cinco signos monetarios y trece ceros

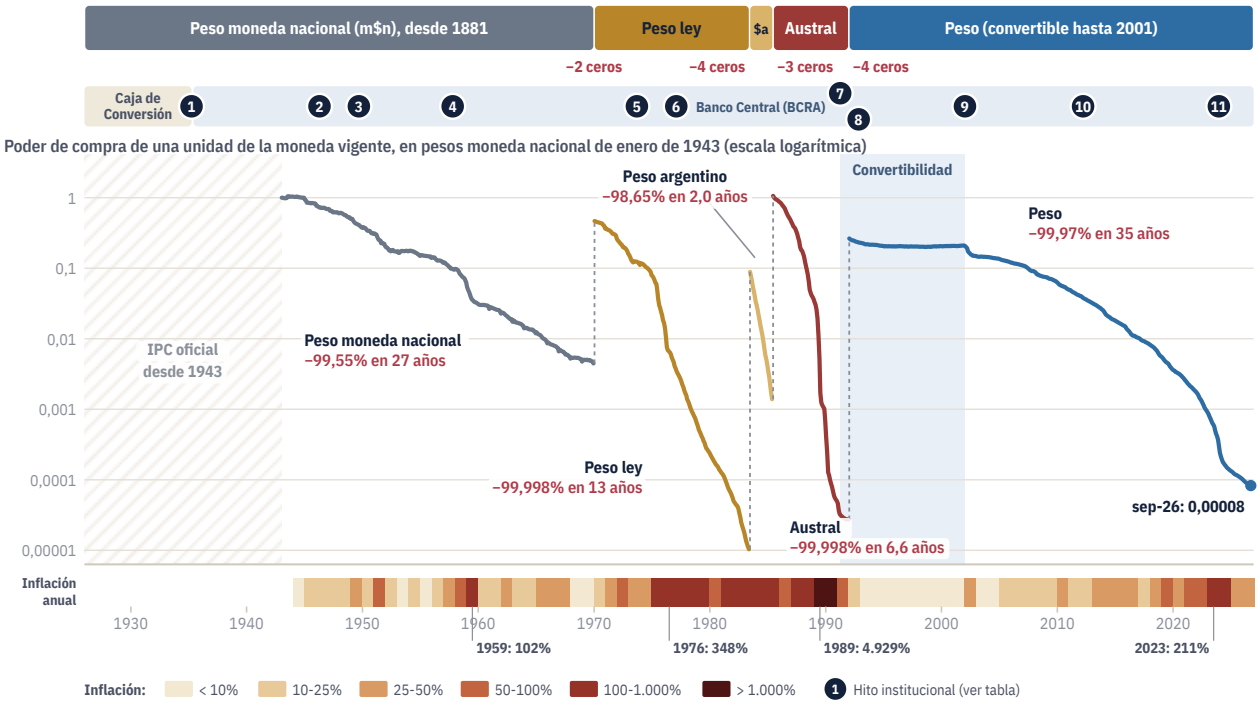
PRECIOS DESDE 1943
×1,2·10¹⁷
Nivel de precios, enero de 1943 a septiembre de 2026

CEROS ELIMINADOS
13
En cuatro cambios de moneda entre 1970 y 1992

LO QUE COSTABA 1 M$N
$12.075
Precio de hoy de lo que costaba 1 m$n en enero de 1943

EL PESO DE 1992
–99,97%
Poder de compra perdido desde diciembre de 1991

GRÁFICO 7 El valor de la moneda argentina, 1926-2026



Los saltos verticales son eliminaciones de ceros: cada nueva moneda equivale a 100, 10.000, 1.000 y 10.000 unidades de la anterior.
Precios: IPC del INDEC (serie 27 del BCRA) hasta 2002 e IPC oficial empalmado Anubis desde 2003; 2026: interanual a septiembre.

Fuente: BCRA (serie 27; «Directorios y Legislación del Sistema Financiero 1935-2025»); INDEC; IPC oficial empalmado Anubis; Boletín Oficial. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

1 **1935 · Ley 12.155.** Se crea el BCRA como entidad mixta, con participación estatal y privada; sus billetes reemplazan a los de la Caja de Conversión.

2 **1946 · Decretos Ley 8.503 y 11.554.** Nacionalización del BCRA y de los depósitos bancarios.

3 **1949 · Ley 13.571.** El BCRA pasa a depender del Ministerio de Finanzas.

4 **1957 · Decreto Ley 13.126/57.** Nueva Carta Orgánica del BCRA.

5 **1973 · Ley 20.539.** Nueva reforma del sistema financiero.

6 **1977 · Leyes 21.495, 21.526 y 21.572.** Reforma financiera: descentralización de depósitos y nuevo régimen de entidades.

7 **1991 · Ley 23.928.** Convertibilidad del austral con el dólar.

8 **1992 · Ley 24.144.** Carta Orgánica: misión primaria de preservar el valor de la moneda.

9 **2002 · Ley 25.561.** Fin de la convertibilidad (B.O. 07/01/2002).

10 **2012 · Ley 26.739.** Mandato múltiple y mayor asistencia financiera al Estado.

11 **2023 · BCRA.** Fin de la emisión para el Tesoro: «En tan solo un mes se eliminó el déficit fiscal y su monetización».

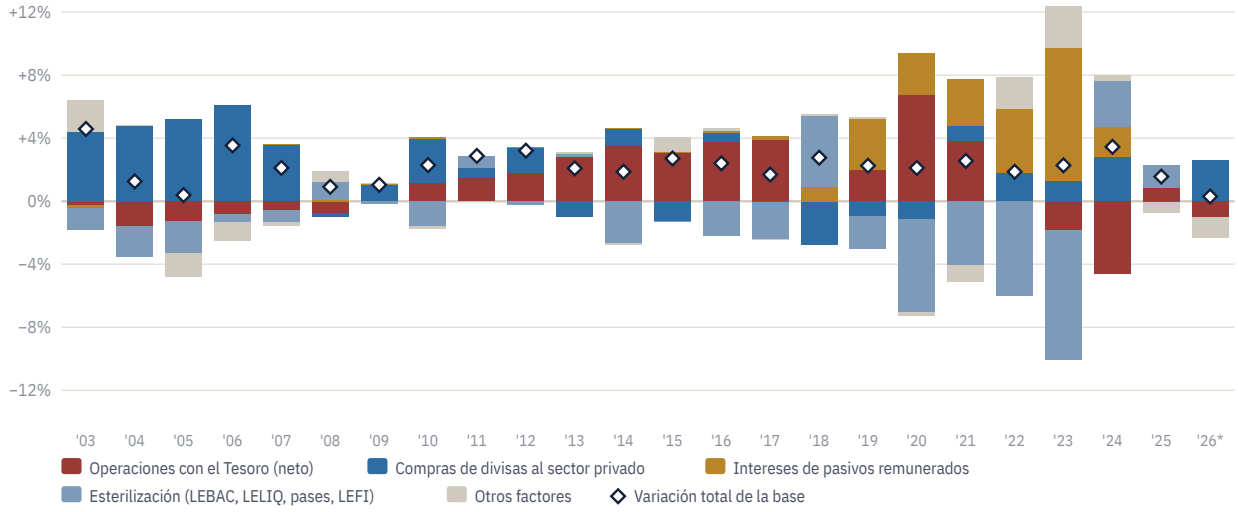
Lo que en enero de 1943 costaba un peso moneda nacional hoy cuesta 12.075 pesos, aun después de quitarle trece ceros a la moneda; sin esas eliminaciones costaría 120.753 billones de pesos moneda nacional. Cada signo monetario perdió entre 98,65% y 99,998% de su poder de compra, y sólo durante la Convertibilidad la moneda conservó la mayor parte de su valor: perdió 22% en diez años, casi todo en 1992. Para la Escuela Austríaca no hay misterio: cada moneda nació con la promesa de estabilidad y murió por la misma causa, la emisión para financiar al Estado.

CAPÍTULO 04

La anatomía de la emisión

Los factores de explicación de la base monetaria que publica el BCRA permiten saber quién recibió el dinero nuevo: primero el mercado de cambios, después el Tesoro y, finalmente, los intereses del propio Banco Central.

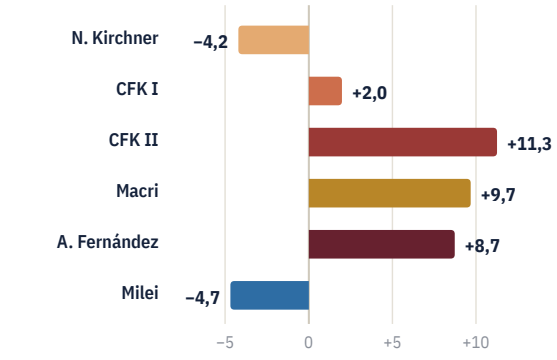
GRÁFICO 8 **Factores de explicación de la base monetaria, 2003-2026**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. INDEC (PIB). **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

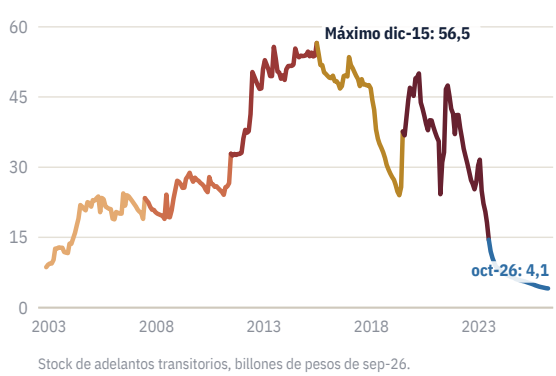
Hasta 2007 el motor de la emisión fueron las compras de divisas al sector privado, con un Tesoro superavitario que absorbía pesos. Desde 2008 las operaciones con el Tesoro explicaron una parte creciente de la expansión y desde 2018 se sumaron los intereses de los pasivos remunerados, una emisión que ya no respondía a decisiones de política sino a la aritmética del balance. En 2020 la emisión neta para el Tesoro alcanzó 6,7% del PIB y en 2023 los intereses, 8,4%.

GRÁFICO 9 **Emisión neta para el Tesoro por mandato**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

GRÁFICO 10 **Adelantos transitorios en términos reales**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

4.1 La cuenta completa: la estimación del propio BCRA

La emisión neta medida con los factores de la base capta sólo una parte de los recursos que el BCRA cedió al Tesoro. Las Letras Intransferibles —reservas entregadas a cambio de títulos no negociables— y los intereses pagados para esterilizar los pesos emitidos no aparecen como emisión directa. En septiembre de 2026 el BCRA presentó ante el Senado su estimación integral para 2003-2023:

ADELANTOS TRANSITORIOS
22%
Del PIB acumulado 2003-2023 ($217 billones de junio de 2026)

LETRAS INTRANSFERIBLES
18%
Del PIB: giros de reservas por USD 83.300 millones

UTILIDADES GIRADAS
17%
Del PIB, en gran medida ganancias contables por devaluación

INTERESES PAGADOS
21%
Del PIB: el costo de absorber los pesos girados

Sumados a otros mecanismos (7% del PIB), el BCRA estima un daño patrimonial de 85% del PIB, equivalente a USD 553.000 millones de hoy. La misma presentación calcula que las familias perdieron, por el impuesto inflacionario sobre el dinero transaccional, el equivalente a 60% del PIB en el mismo período.

> *«El BCRA sufrió un daño patrimonial de 85% del PIB (USD 553 MM a hoy) entre 2003-2023»*
>
> BCRA, «Fundamentos Económicos para una Reforma de la Carta Orgánica del BCRA», presentación del vicepresidente Vladimir Werning ante el Senado, 9 de septiembre de 2026.

◆ **LECTURA AUSTRÍACA**

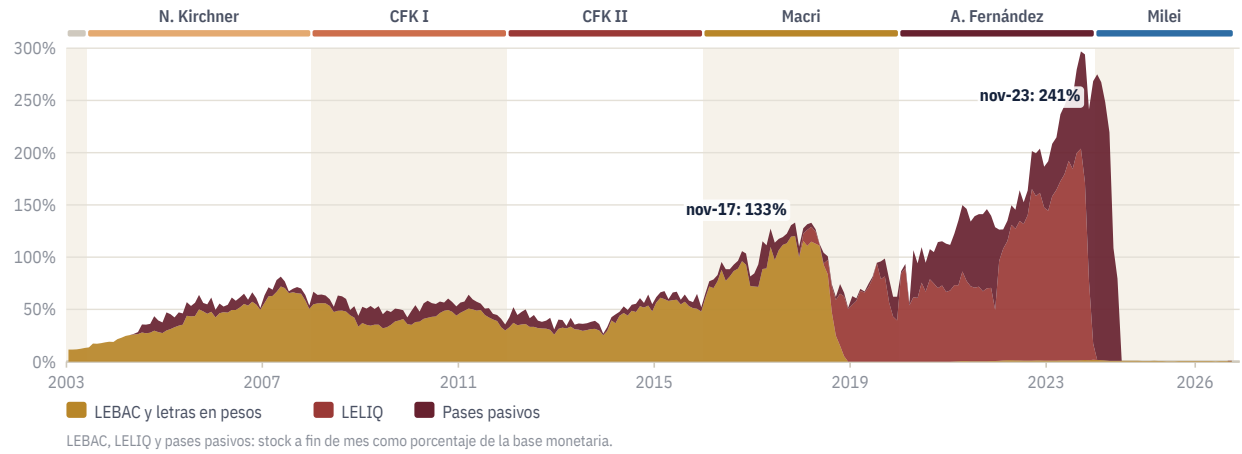
La secuencia confirma el diagnóstico de Cantillon. El Tesoro fue el primer receptor de los pesos nuevos y los gastó a precios viejos; los asalariados, jubilados y ahorristas los recibieron después, a precios nuevos. La emisión neta para el Tesoro sumó +11,3% del PIB en el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner, +9,7% con Mauricio Macri y +8,7% con Alberto Fernández. Con Javier Milei fue de −4,7%: por primera vez desde el gobierno de Néstor Kirchner, el Tesoro devolvió pesos al Banco Central en lugar de recibirlos.

CAPÍTULO 05

El balance del BCRA

Para que los pesos girados al Tesoro no se volcaran a los precios, el BCRA los absorbió con deuda propia. Esa deuda pagaba intereses que, a su vez, había que emitir. El resultado fue una bola de nieve que llegó a duplicar con creces la base monetaria.

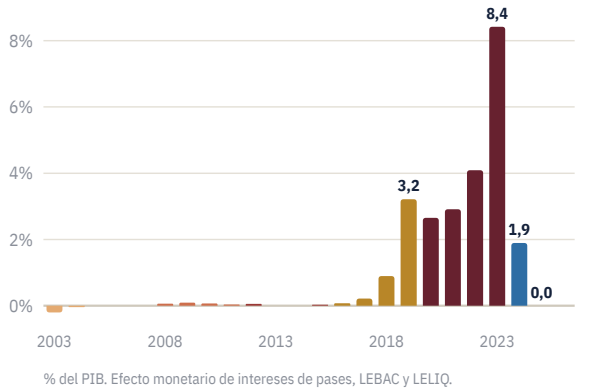
GRÁFICO 11 Pasivos remunerados del BCRA, 2003-2026



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

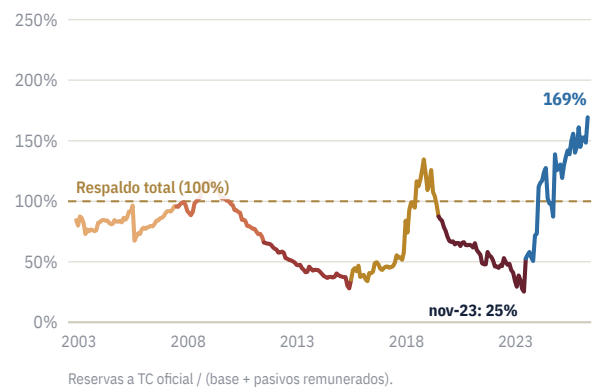
Los pasivos remunerados promediaron alrededor de 50% de la base entre 2003 y 2007, llegaron a 133% en noviembre de 2017, el pico de la etapa de las LEBAC, y a 241% en noviembre de 2023. Según el BCRA, a la tasa de diciembre de 2023 «el ritmo de emisión equivalía a 8 bases monetarias anualmente». Hoy representan 0,5% de la base.

GRÁFICO 12 Intereses de los pasivos remunerados



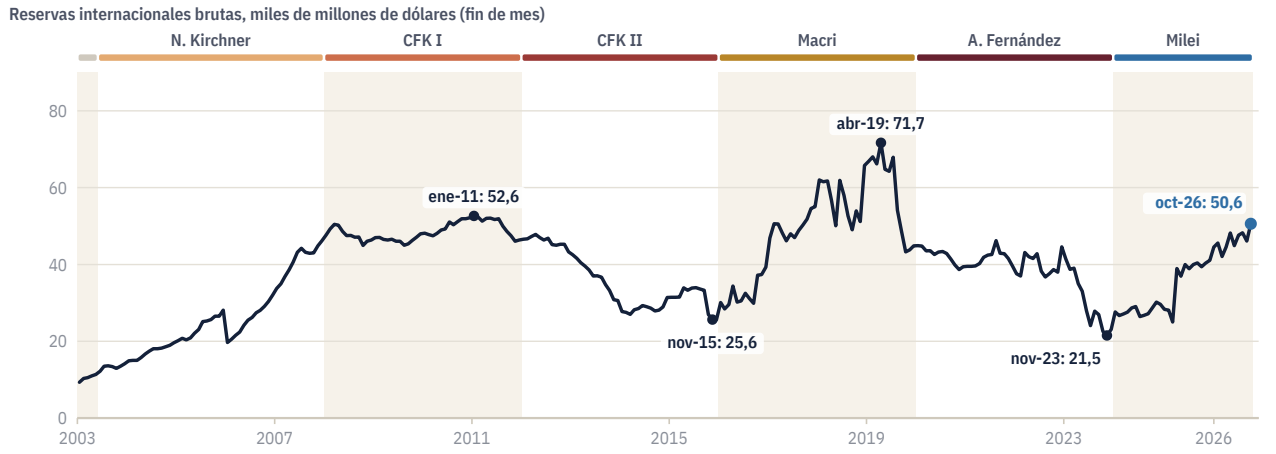
Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. INDEC. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

GRÁFICO 13 Cobertura de los pasivos con reservas



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

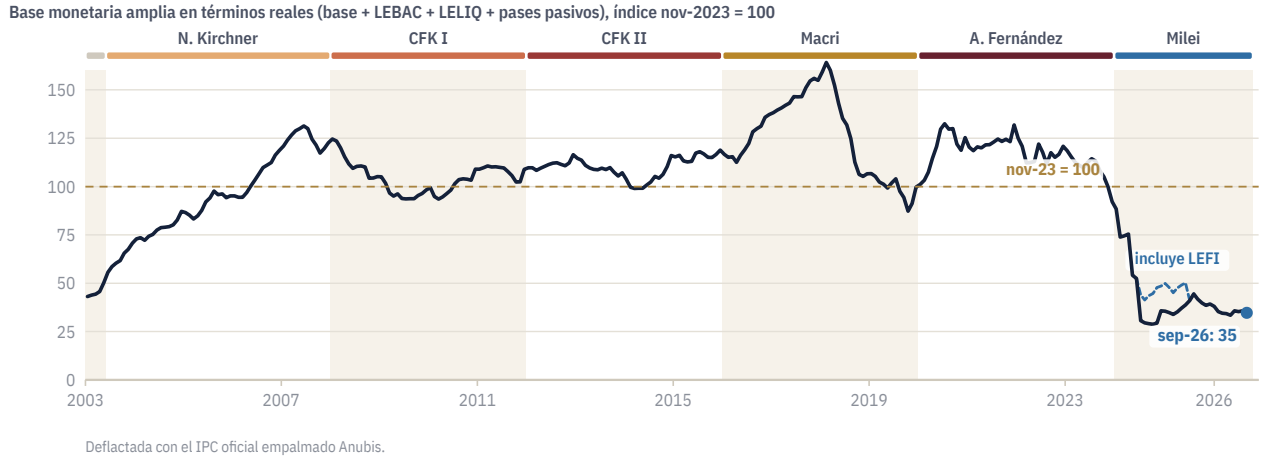
GRÁFICO 14 Reservas internacionales brutas, 2003-2026



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

Las reservas brutas pasaron de USD 11,4 mil millones en mayo de 2003 a 46,2 mil millones en 2007, se estancaron en el primer mandato de Cristina Fernández de Kirchner y cayeron a 25,6 mil millones en 2015, en parte por su entrega al Tesoro a cambio de Letras Intransferibles. Tras el aumento de 2016-2019, financiado con deuda, tocaron 21,5 mil millones en noviembre de 2023 y llegaron a 50,6 mil millones en octubre de 2026. Incluyen pasivos de corto plazo (encajes, pases con otros bancos centrales y desembolsos de organismos), por lo que su respaldo efectivo es menor.

GRÁFICO 15 Base monetaria amplia en términos reales, 2003-2026



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. IPC oficial empalmado Anubis. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

◆ LECTURA AUSTRÍACA

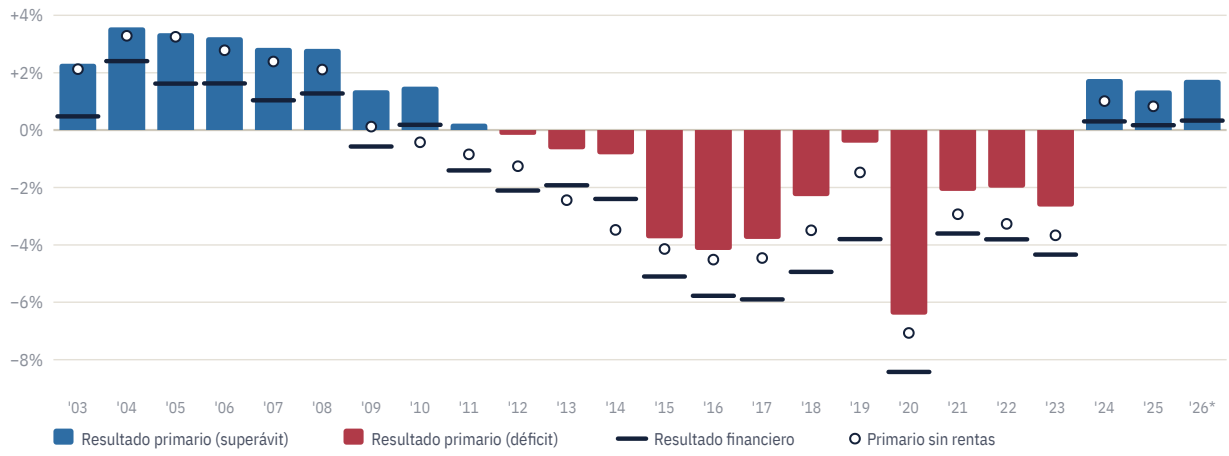
La base amplia real mide el exceso de pesos que arrastraba el sistema. Su caída desde diciembre de 2023 combinó la licuación por la inflación correctiva —un costo para los tenedores de pesos, causado por la emisión de los años previos— y el traspaso de los pasivos remunerados al Tesoro en julio de 2024 (la línea punteada incluye las LEFI). Lo decisivo vino después: sin emisión por intereses, el agregado real osciló entre 33 y 50 (noviembre de 2023 = 100) y en septiembre de 2026 se ubicaba en 35, un tercio del nivel heredado.

CAPÍTULO 06

Cuentas fiscales, tasas y tipo de cambio real

La emisión fue la otra cara del déficit, y la tasa de interés real negativa fue el mecanismo por el cual el ahorro de las familias financió al Estado sin que mediara una ley de impuestos.

GRÁFICO 16 Resultado fiscal del Sector Público Nacional, 2003-2026

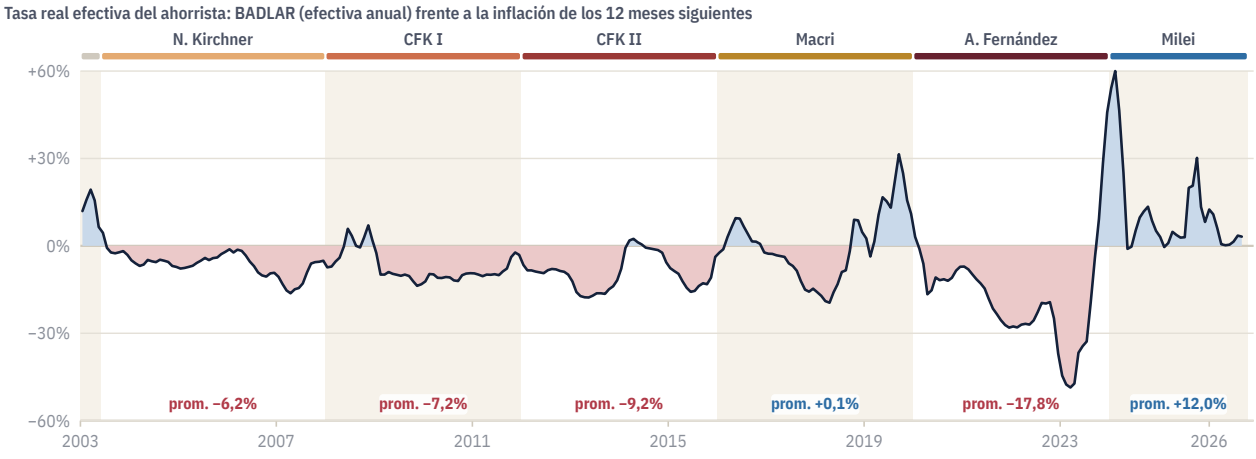


% del PIB. Sector Público Nacional, base caja (Ministerio de Economía; tres metodologías: 1993-2006, 2007-2014 y 2017).
* 2026: enero-agosto sobre el PIB a tasa anual. «Sin rentas»: excluye rentas de la propiedad (utilidades del BCRA y del FGS).

Fuente: Ministerio de Economía (Esquema Ahorro-Inversión-Financiamiento, base caja); INDEC. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

El superávit primario de 3,6% del PIB de 2004 se erosionó año tras año hasta convertirse en déficit en 2012. La diferencia entre el resultado primario y el primario sin rentas muestra cuánto se apoyó el Tesoro en las utilidades del BCRA y en las rentas del FGS: en 2020 el déficit primario alcanzó −6,4% del PIB. Desde 2024 el Sector Público Nacional registra superávit primario (1,8% en 2024 y 1,4% en 2025) y financiero (0,3% y 0,2%), por primera vez desde 2011 y 2010, respectivamente.

GRÁFICO 17 Tasa real del ahorrista, 2003-2026

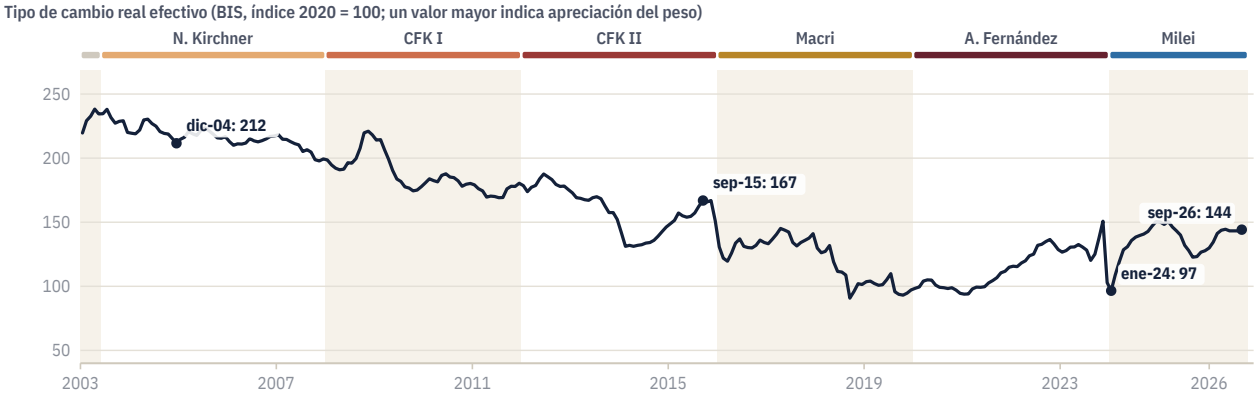


Últimos 12 meses: inflación esperada (REM). Valores fuera de ±60% se recortan en el gráfico.

Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. IPC oficial empalmado Anubis. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

Con la excepción de breves tramos, la tasa de un depósito a plazo fijo quedó por debajo de la inflación de los doce meses siguientes durante dos décadas: el promedio fue de −6,2% anual con Néstor Kirchner, −9,2% en el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner y −17,8% con Alberto Fernández. Con Javier Milei el promedio es de +12,0%: el ahorro en pesos volvió a tener rendimiento real positivo.

GRÁFICO 18 **Tipo de cambio real efectivo, 2003-2026**



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS). **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

◆ **LECTURA AUSTRÍACA**

Una tasa de interés real negativa es un impuesto no legislado sobre el ahorro y una señal falsa para la inversión: abarata artificialmente el crédito y empuja a los ahorristas hacia el dólar, los bienes durables o la fuga. La teoría austríaca del ciclo explica por qué esas señales terminan en crisis. El tipo de cambio real, por su parte, reflejó los ciclos de atraso y corrección propios de un régimen con controles: apreciación en los años de cepo y saltos abruptos en cada liberación.

CAPÍTULO 07 · PERÍODO PRESIDENCIAL

Néstor Kirchner

25 de mayo de 2003 – 10 de diciembre de 2007 · medido de jun-03 a dic-07
Presidencia del BCRA: Alfonso de Prat Gay (hasta septiembre de 2004) y Martín Redrado

DISCIPLINA MONETARIA
65,2
promedio · cierre 64,5

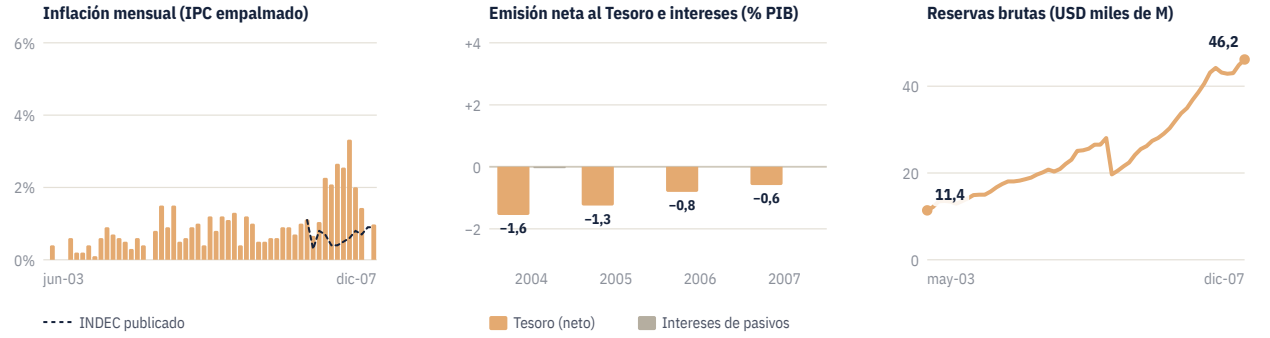
INFLACIÓN PROMEDIO
11,0%
Anual equivalente del mandato (publicado: 8,3%)

EMISIÓN NETA AL TESORO
−4,2%
Suma de los años del mandato, % del PIB

RESERVAS BRUTAS
11,4→46,2
USD miles de millones, inicio y cierre

RESULTADO PRIMARIO
+3,3%
Promedio anual, % del PIB

GRÁFICO 19 **Tablero del mandato: N. Kirchner**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. INDEC; Ministerio de Economía; institutos provinciales. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

INDICADORES DEL PERÍODO

Inflación acumulada	**61,2%**
Inflación mensual promedio	**0,87%**
Inflación interanual, diciembre de 2007	**21,5%**
Base monetaria, crecimiento promedio anual	**26,1%**
Base amplia real	**+144,4%**
Tipo de cambio oficial	**+10%**
Intereses de pasivos (% PIB)	**0,0**
Resultado financiero (% PIB)	**+1,7**
Tasa real del ahorrista	**−6,2%**
Meses de presión cambiaria extrema	**1**
Poder de compra perdido	**38,0%**

Hitos institucionales verificados en el Boletín Oficial, en documentos del BCRA y del FMI.

LECTURA AUSTRÍACA

- El gobierno heredó la devaluación de 2002, un tipo de cambio real alto y una demanda de dinero en recuperación: la base amplia real creció +144,4% sin presión inflacionaria inicial.
- Los superávits fiscales permitieron que el Tesoro absorbiera pesos (emisión neta de −4,2% del PIB): fue el único mandato del ciclo kirchnerista sin financiamiento monetario neto.
- El BCRA acumuló reservas comprando dólares con emisión, pero mantuvo tasas reales negativas (−6,2% en promedio). En 2007 la inflación ya superaba 20% anual.
- El uso de reservas para cancelar deuda inauguró el instrumento que definiría la etapa siguiente: la Letra Intransferible, un activo que el BCRA no puede vender.

HITOS OFICIALES

- Decretos 1599/2005 y 1601/2005 y Resolución 49/2005: las reservas que excedieran el 100% de la base pasaron a ser «de libre disponibilidad» y cancelaron la deuda con el FMI (USD 9.530 millones, según el BCRA) a cambio de una Letra Intransferible.
- A partir de enero de 2007 el IPC publicado por el INDEC comenzó a divergir de los índices provinciales oficiales.

CAPÍTULO 08 · PERÍODO PRESIDENCIAL

Cristina Fernández de Kirchner I

10 de diciembre de 2007 – 10 de diciembre de 2011 · medido de ene-08 a dic-11
Presidencia del BCRA: Martín Redrado (hasta enero de 2010) y Mercedes Marcó del Pont

DISCIPLINA MONETARIA
63,0
promedio · cierre 55,5

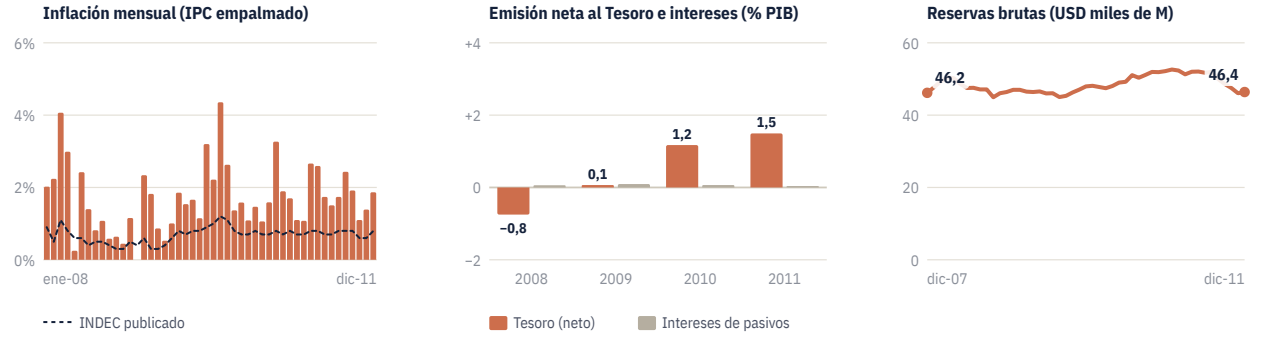
INFLACIÓN PROMEDIO
22,3%
Anual equivalente del mandato (publicado: 8,5%)

EMISIÓN NETA AL TESORO
+2,0%
Suma de los años del mandato, % del PIB

RESERVAS BRUTAS
46,2→46,4
USD miles de millones, inicio y cierre

RESULTADO PRIMARIO
+1,5%
Promedio anual, % del PIB

GRÁFICO 20 **Tablero del mandato: CFK I**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. INDEC; Ministerio de Economía; institutos provinciales. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

INDICADORES DEL PERÍODO

Inflación acumulada	**123,7%**
Inflación mensual promedio	**1,69%**
Inflación interanual, diciembre de 2011	**23,3%**
Base monetaria, crecimiento promedio anual	**21,7%**
Base amplia real	**−11,1%**
Tipo de cambio oficial	**+37%**
Intereses de pasivos (% PIB)	**0,1**
Resultado financiero (% PIB)	**−0,1**
Tasa real del ahorrista	**−7,2%**
Meses de presión cambiaria extrema	**0**
Poder de compra perdido	**55,3%**

Hitos institucionales verificados en el Boletín Oficial, en documentos del BCRA y del FMI.

LECTURA AUSTRÍACA

- La inflación efectiva promedió 22,3% anual mientras el índice publicado informaba 8,5%: la intervención estadística fue la primera herramienta para ocultar el costo de la política.
- El superávit primario se redujo y la emisión para el Tesoro volvió a ser positiva (+2,0% del PIB acumulado).
- Las reservas dejaron de crecer pese al ciclo favorable de precios internacionales: comenzaron a usarse para pagar deuda del Tesoro.
- La tasa real del ahorrista promedió −7,2%: el ahorro en pesos se transformó en un impuesto.

HITOS OFICIALES

- Decreto 298/2010 (DNU): creó el Fondo del Desendeudamiento Argentino con hasta USD 4.382 millones de reservas del BCRA, a cambio de una Letra Intransferible a diez años, y declaró la operación no alcanzada por las prohibiciones de los artículos 19 y 20 de la Carta Orgánica.
- En enero de 2010 cambió la presidencia del BCRA (Redrado hasta el 22/01/2010; Marcó del Pont desde el 23/01/2010).

CAPÍTULO 09 · PERÍODO PRESIDENCIAL

Cristina Fernández de Kirchner II

10 de diciembre de 2011 – 10 de diciembre de 2015 · medido de ene-12 a dic-15
Presidencia del BCRA: Mercedes Marcó del Pont, Juan Carlos Fábrega y Alejandro Vanoli

DISCIPLINA MONETARIA
45,7
promedio · cierre 43,0

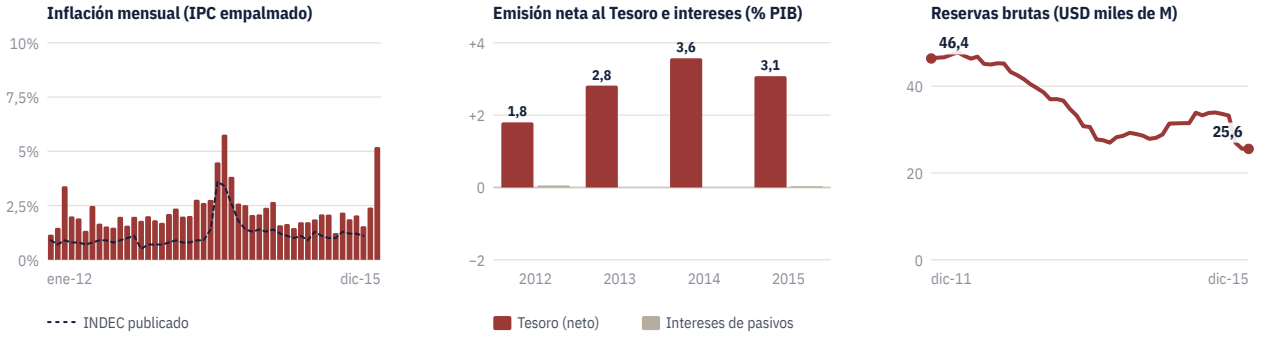
INFLACIÓN PROMEDIO
30,2%
Anual equivalente del mandato (publicado: 15,7%)

EMISIÓN NETA AL TESORO
+11,3%
Suma de los años del mandato, % del PIB

RESERVAS BRUTAS
46,4→25,6
USD miles de millones, inicio y cierre

RESULTADO PRIMARIO
−1,4%
Promedio anual, % del PIB

GRÁFICO 21 **Tablero del mandato: CFK II**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. INDEC; Ministerio de Economía; institutos provinciales. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

INDICADORES DEL PERÍODO

Inflación acumulada	**187,6%**
Inflación mensual promedio	**2,23%**
Inflación interanual, diciembre de 2015	**29,2%**
Base monetaria, crecimiento promedio anual	**31,1%**
Base amplia real	**+9,1%**
Tipo de cambio oficial	**+202%**
Intereses de pasivos (% PIB)	**0,0**
Resultado financiero (% PIB)	**−2,9**
Tasa real del ahorrista	**−9,2%**
Meses de presión cambiaria extrema	**2**
Poder de compra perdido	**65,2%**

Hitos institucionales verificados en el Boletín Oficial, en documentos del BCRA y del FMI.

LECTURA AUSTRÍACA

- Con el cambio de la Carta Orgánica, el BCRA quedó formalmente al servicio de «las políticas establecidas por el gobierno nacional». La emisión neta para el Tesoro sumó +11,3% del PIB y el stock de adelantos se multiplicó por 4,9.
- Las reservas cayeron de USD 46,4 a 25,6 mil millones: el cepo intentó contener la demanda de dólares que la propia emisión generaba.
- La inflación efectiva promedió 30,2% anual; el índice publicado, 15,7%: la mitad.
- El Índice de Disciplina Monetaria cayó a 43,0 puntos al cierre: el deterioro dejó de ser gradual.

HITOS OFICIALES

- Ley 26.739 (B.O. 28/03/2012): sustituyó el mandato de preservar el valor de la moneda por un mandato múltiple, amplió la asistencia financiera al Estado y modificó la norma sobre utilidades.
- Sistema de consulta previa ante la AFIP para operar en el mercado de cambios (Comunicación «A» 5245 del BCRA), vigente hasta diciembre de 2015.
- Declaración de censura del FMI por datos inexactos de IPC y PIB (1 de febrero de 2013).

CAPÍTULO 10 · PERÍODO PRESIDENCIAL

Mauricio Macri

10 de diciembre de 2015 – 10 de diciembre de 2019 · medido de ene-16 a dic-19
Presidencia del BCRA: Federico Sturzenegger, Luis Caputo y Guido Sandleris

DISCIPLINA MONETARIA
50,2
promedio · cierre 51,5

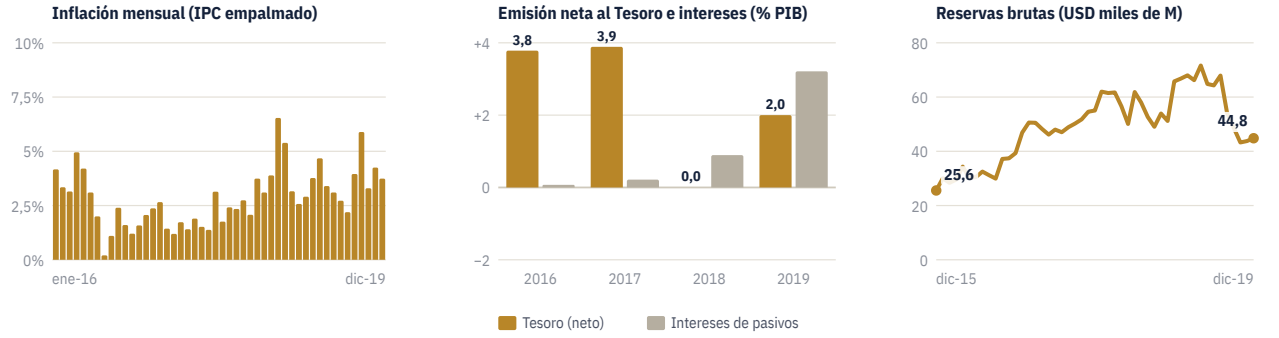
INFLACIÓN PROMEDIO
40,2%
Anual equivalente del mandato

EMISIÓN NETA AL TESORO
+9,7%
Suma de los años del mandato, % del PIB

RESERVAS BRUTAS
25,6→44,8
USD miles de millones, inicio y cierre

RESULTADO PRIMARIO
−2,7%
Promedio anual, % del PIB

GRÁFICO 22 **Tablero del mandato: Macri**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. INDEC; Ministerio de Economía; institutos provinciales. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

INDICADORES DEL PERÍODO

Inflación acumulada	**286,1%**
Inflación mensual promedio	**2,85%**
Inflación interanual, diciembre de 2019	**53,8%**
Base monetaria, crecimiento promedio anual	**28,8%**
Base amplia real	**−16,1%**
Tipo de cambio oficial	**+361%**
Intereses de pasivos (% PIB)	**1,1**
Resultado financiero (% PIB)	**−5,1**
Tasa real del ahorrista	**+0,1%**
Meses de presión cambiaria extrema	**3**
Poder de compra perdido	**74,1%**

Hitos institucionales verificados en el Boletín Oficial, en documentos del BCRA y del FMI.

LECTURA AUSTRÍACA

- El gobierno normalizó las estadísticas y el mercado de cambios, pero mantuvo un déficit fiscal elevado (primario de −2,7% del PIB en promedio) financiado con deuda y con emisión (+9,7% del PIB acumulado).
- La esterilización con LEBAC llevó los pasivos remunerados a 133% de la base en noviembre de 2017: la emisión se postergó, no se evitó.
- Las crisis cambiarias de 2018 y de agosto de 2019 llevaron la inflación de 25% en 2017 a 54% en 2019.
- La tasa real promedió +0,1%: el período con tasas más cercanas a cero antes de 2024.

HITOS OFICIALES

- Comunicación «A» 5850 (17/12/2015): unificó el mercado de cambios y eliminó el sistema de consulta previa ante la AFIP.
- El INDEC restableció el IPC en mayo de 2016, tras la emergencia estadística declarada en enero de ese año.
- Decreto 609/2019 (B.O. 01/09/2019): restableció la obligación de liquidar exportaciones y facultó al BCRA a exigir autorización previa para la compra de divisas.

CAPÍTULO 11 · PERÍODO PRESIDENCIAL

Alberto Fernández

10 de diciembre de 2019 – 10 de diciembre de 2023 · medido de ene-20 a dic-23
Presidencia del BCRA: Miguel Ángel Pesce

DISCIPLINA MONETARIA
28,3
promedio · cierre 29,5

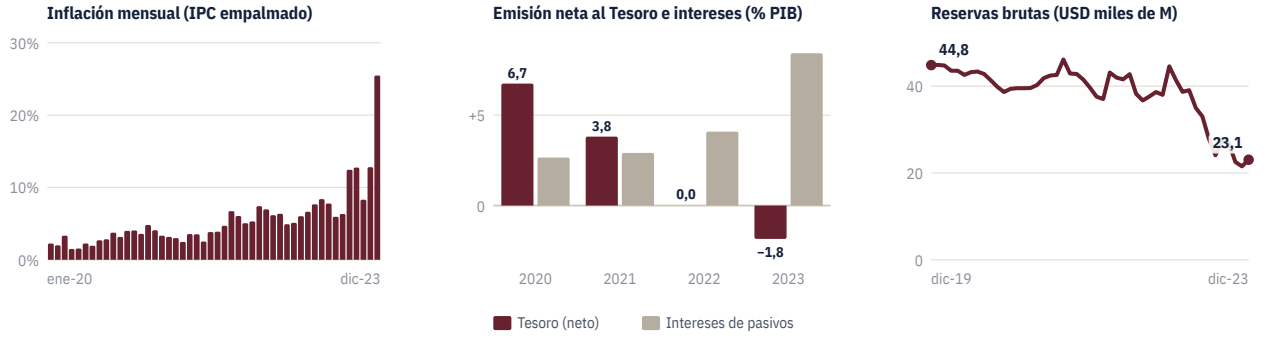
INFLACIÓN PROMEDIO
87,9%
Anual equivalente del mandato

EMISIÓN NETA AL TESORO
+8,7%
Suma de los años del mandato, % del PIB

RESERVAS BRUTAS
44,8→23,1
USD miles de millones, inicio y cierre

RESULTADO PRIMARIO
−3,3%
Promedio anual, % del PIB

GRÁFICO 23 **Tablero del mandato: A. Fernández**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. INDEC; Ministerio de Economía; institutos provinciales. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

INDICADORES DEL PERÍODO

Inflación acumulada	**1.146,5%**
Inflación mensual promedio	**5,40%**
Inflación interanual, diciembre de 2023	**211,4%**
Base monetaria, crecimiento promedio anual	**51,9%**
Base amplia real	**−7,6%**
Tipo de cambio oficial	**+1.250%**
Intereses de pasivos (% PIB)	**4,5**
Resultado financiero (% PIB)	**−5,0**
Tasa real del ahorrista	**−17,8%**
Meses de presión cambiaria extrema	**6**
Poder de compra perdido	**92,0%**

Hitos institucionales verificados en el Boletín Oficial, en documentos del BCRA y del FMI.

LECTURA AUSTRÍACA

- El mandato combinó el déficit primario más alto del período (−3,3% del PIB en promedio) con la tasa real más negativa (−17,8%): la mayor transferencia del ahorro privado al Estado de las dos décadas.
- La inflación promedio anual del mandato fue de 87,9% y la de 2023 llegó a 211,4%, con 12,8% mensual en noviembre y 25,5% en diciembre, cuando afloraron los precios reprimidos.
- Las reservas cayeron de USD 44,8 a 23,1 mil millones y la cobertura de los pasivos en pesos tocó 25% en noviembre de 2023.
- El Índice de Disciplina Monetaria tocó su mínimo histórico (9,8) en julio de 2023: el sistema monetario estaba al borde de la hiperinflación.

HITOS OFICIALES

- Emisión récord para el Tesoro en 2020: adelantos y utilidades por 7,4% del PIB.
- Los pasivos remunerados alcanzaron 297% de la base en septiembre de 2023 y sus intereses, 8,4% del PIB en 2023.
- El stock de adelantos transitorios llegó a $4,59 billones en julio de 2023.

CAPÍTULO 12 · PERÍODO PRESIDENCIAL

Javier Milei

Desde el 10 de diciembre de 2023 · medido desde ene-24, datos hasta oct-26
Presidencia del BCRA: Santiago Bausili

DISCIPLINA MONETARIA
67,7
promedio · cierre 79,1

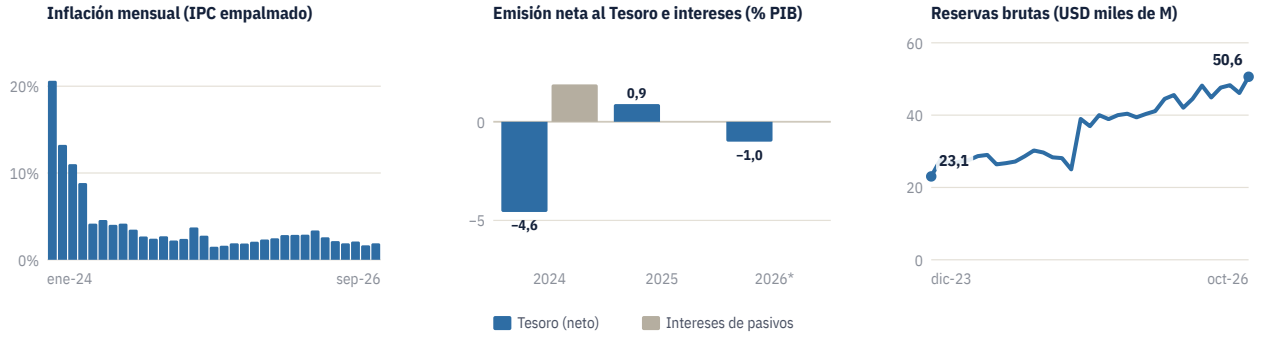
EMISIÓN NETA AL TESORO
−4,7 %
Acumulado 2024-2026, % del PIB: el Tesoro absorbió pesos

PASIVOS REMUNERADOS
241→0,5
% de la base, noviembre de 2023 frente a octubre de 2026

RESERVAS BRUTAS
23,1→50,6
USD miles de millones

TASA REAL DEL AHORRISTA
+12,0 %
Promedio del período: la más alta de la serie

GRÁFICO 24 **Tablero del mandato: Milei**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. INDEC; Ministerio de Economía. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

El diagnóstico con el que asumió el gobierno quedó registrado en el discurso inaugural, publicado por la Presidencia de la Nación:

> *«Por el otro, es necesario limpiar los pasivos remunerados del Banco Central, los cuales son responsables de los 10 puntos de déficit del mismo. De esta manera se pondría fin a la emisión de dinero, y con ello, a la única causa de la inflación empíricamente cierta y válida en términos teóricos.»*
>
> Javier Milei, discurso desde las escalinatas del Congreso, 10 de diciembre de 2023 (casarosada.gob.ar).

Los datos oficiales confirman el orden de magnitud: en 2023 el déficit financiero del Sector Público Nacional fue de 4,3% del PIB y los intereses de los pasivos remunerados del BCRA equivalieron a 8,4% del PIB.

12.1 Las tres fases del saneamiento

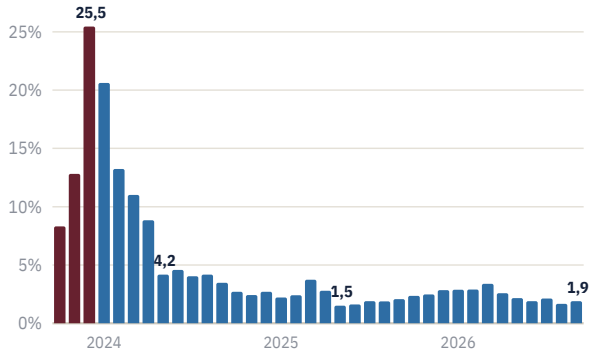
Fase 1: corrección y fin de la emisión fiscal. En diciembre de 2023 el tipo de cambio oficial pasó de $360,5 a $808,5 por dólar y se fijó un sendero de depreciación de 2% mensual. El documento de objetivos del BCRA para 2026 resume el resultado de esa etapa: «En tan solo un mes se eliminó el déficit fiscal y su monetización». El stock de adelantos transitorios no volvió a aumentar: se mantuvo en $4,09 billones y se licuó en términos reales.

Fase 2: fin de la emisión endógena. El BCRA redujo la tasa de política y, en julio de 2024, reemplazó sus pasivos remunerados por Letras Fiscales de Liquidez del Tesoro (LEFI). Según el propio banco, así eliminó «por completo» la creación de dinero por intereses. Los pasivos remunerados pasaron de 241% de la base a menos de 1%.

Fase 3: flexibilización cambiaria con ancla monetaria. El 11 de abril de 2025 el BCRA inició una flotación entre bandas, eliminó las restricciones cambiarias para las personas humanas y explicitó el principio que ordena el programa:

> *«[...] se refuerza el ancla nominal perfeccionando el marco de política monetaria en el que no hay emisión de pesos por parte de BCRA para el financiamiento del déficit fiscal o para la remuneración de sus pasivos monetarios.»*
>
> BCRA, comunicado «Inicio de la Fase 3 del Programa Económico con flexibilización cambiaria y flotación entre bandas», 11 de abril de 2025.

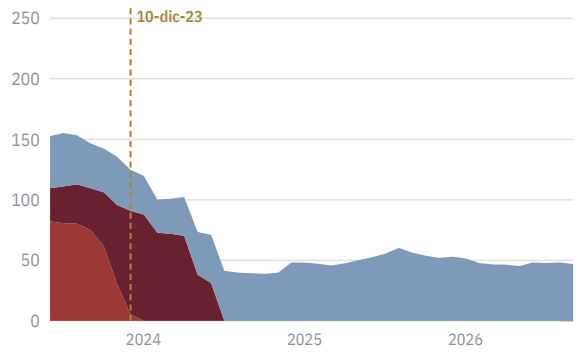
GRÁFICO 25 Inflación mensual, 2023-2026



Variación mensual del IPC (INDEC). Granate: último trimestre de 2023.

Fuente: INDEC. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

GRÁFICO 26 Pasivos monetarios del BCRA, 2023-2026



Billones de pesos de sep-26, fin de mes.

Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

El saneamiento alcanzó también el activo del banco. En mayo de 2025, según el BCRA, el Tesoro aportó recursos del acuerdo con el FMI para cancelar Letras Intransferibles: «a principios de mayo el BCRA recibió USD12.000 millones en valor efectivo por la cancelación» de esas letras. Las utilidades de 2025 —las mayores en veinte años, según el banco— se destinaron a capitalizar el BCRA y a recomprar Letras Intransferibles, y el Tesoro esterilizó los pesos correspondientes: sus depósitos en el BCRA pasaron de $1,96 a $10,30 billones.

12.2 El ahorro vuelve al sistema: depósitos en dólares

DEPÓSITOS EN DÓLARES

14,1→42,8

USD miles de millones del sector privado, noviembre de 2023 frente a octubre de 2026

MULTIPLICACIÓN

×3,0

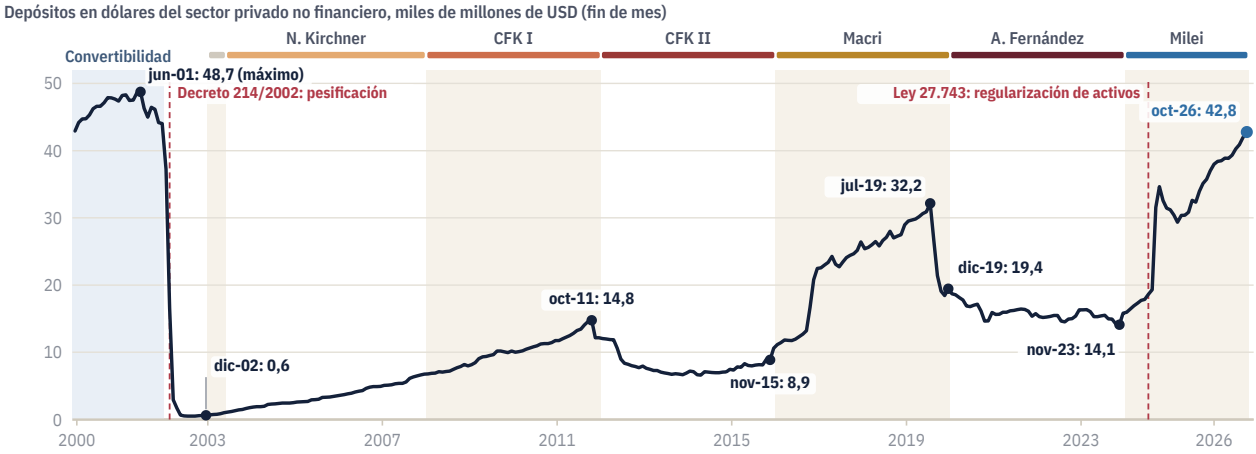
En menos de tres años

NIVEL MÁS ALTO DESDE

dic-01

Desde la crisis de 2001-2002 nunca hubo tantos depósitos en dólares como en octubre de 2026

GRÁFICO 27 Depósitos en dólares del sector privado, 1999-2026



Depósitos en efectivo en moneda extranjera. El Decreto 214/2002 convirtió a pesos los depósitos en dólares a $1,40 por dólar.

Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0 (serie 1564); Boletín Oficial (Decreto 214/2002; Ley 27.743). **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

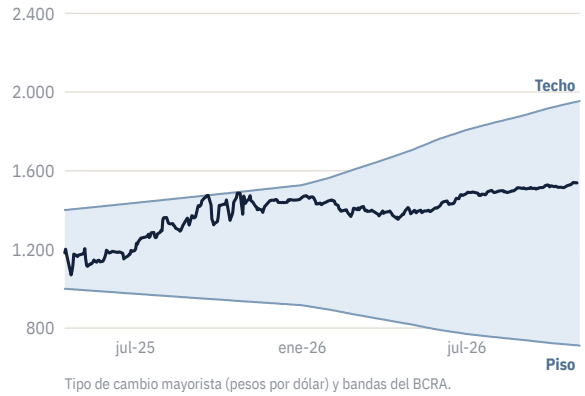
Los depósitos en dólares del sector privado son el termómetro más directo de la confianza del ahorrista en el sistema financiero. A fines de junio de 2001 sumaban USD 48,7 mil millones. La crisis de 2001 y el Decreto 214/2002, que convirtió a pesos todos los depósitos en moneda extranjera a razón de $1,40 por dólar, los redujeron a 0,6 mil millones en diciembre de 2002. Cada episodio posterior de desconfianza dejó su marca: bajaron de 14,8 a 12,2 mil millones entre octubre y diciembre de 2011, cuando comenzó la consulta previa para comprar divisas, y de 32,2 a 19,4 mil millones entre julio y diciembre de 2019, tras las elecciones primarias.

En noviembre de 2023 sumaban USD 14,1 mil millones; en octubre de 2026, 42,8 mil millones, el nivel más alto desde diciembre de 2001. Una parte del salto de 2024 responde al Régimen de Regularización de Activos de la Ley 27.743 (B.O. 08/07/2024), que previó una cuenta bancaria especial para depositar los fondos regularizados. Lo significativo es lo que vino después: entre octubre de 2024 y octubre de 2026 los depósitos crecieron otro 23%.

◆ LECTURA AUSTRÍACA

Para Hayek, la disciplina de una moneda nace de la competencia: cuando el público puede elegir, castiga al emisor que abusa. Los ahorristas argentinos lo hicieron durante dos décadas, retirando sus dólares del sistema cada vez que el Estado amenazó su propiedad. Que hoy vuelvan a los bancos es una señal de confianza en las reglas; que lo hagan en dólares recuerda que la confianza en el peso todavía está en construcción. Por eso este indicador no se incorpora al Índice de Disciplina Monetaria: mide la confianza en el sistema financiero, no en la moneda nacional.

GRÁFICO 28 **Tipo de cambio y bandas cambiarias**



Tipo de cambio mayorista (pesos por dólar) y bandas del BCRA.

Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

◆ **LECTURA AUSTRÍACA**

Por primera vez en dos décadas el BCRA dejó de ser la caja del Tesoro. El Índice de Disciplina Monetaria pasó de 9,8 puntos en julio de 2023 a 87,5 en abril de 2025, el máximo de toda la serie, y se ubica en 79,1 en septiembre de 2026. La cobertura de los pasivos en pesos con reservas pasó de 25% en noviembre de 2023 a 169% en octubre de 2026. Es la diferencia entre una moneda que se emite para financiar al Estado y una que empieza a recuperar su función de reserva de valor.

12.3 Lo que falta: de la conducta a la regla

La inflación interanual se ubica en 33,4% a septiembre de 2026 y la mensual osciló entre 1,5% y 3,7% desde enero de 2025, todavía por encima de los registros regionales. La explicación austríaca es la credibilidad: el público sabe que la Carta Orgánica vigente sigue permitiendo adelantos al Tesoro de hasta 4,1% del PIB, según estimó el propio BCRA, y que distribuir utilidades contables sigue siendo legal. La demanda de pesos se recompone lentamente porque la prohibición de emitir para el Tesoro es todavía una conducta y no una ley. El Relevamiento de Expectativas de Mercado anticipa 21,1% para los próximos doce meses y el FMI proyecta una inflación promedio de 21,2% en 2027 y de 7,5% en 2030.

Por eso la reforma de la Carta Orgánica que el BCRA presentó ante el Senado en septiembre de 2026 es la pieza que completa el programa: convertir en norma lo que en tres años se demostró posible en los hechos.

> *«Recuperar la estabilidad de precios requiere una reforma que elimine el financiamiento del Banco Central (BCRA) al Tesoro Nacional (TN)»*
>
> BCRA, «Fundamentos Económicos para una Reforma de la Carta Orgánica del BCRA», 9 de septiembre de 2026.

Indicador	Noviembre de 2023	Octubre de 2026	Fuente
Pasivos remunerados / base monetaria	241,3%	0,5%	BCRA
Reservas brutas (USD miles de millones)	21,5	50,6	BCRA
Cobertura de pasivos en pesos con reservas	25%	169%	BCRA; cálculo Anubis
Stock de adelantos transitorios en términos reales*	18,2	4,1	BCRA; IPC
Inflación mensual	12,8%	1,9%	INDEC
Expectativa de inflación a 12 meses (REM)	226,7%	21,1%	BCRA
Índice de Disciplina Monetaria	22,6	79,1	Anubis

* Billones de pesos de septiembre de 2026. Inflación, REM, adelantos en términos reales e Índice de Disciplina Monetaria: último dato disponible (septiembre de 2026). **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

CAPÍTULO 13

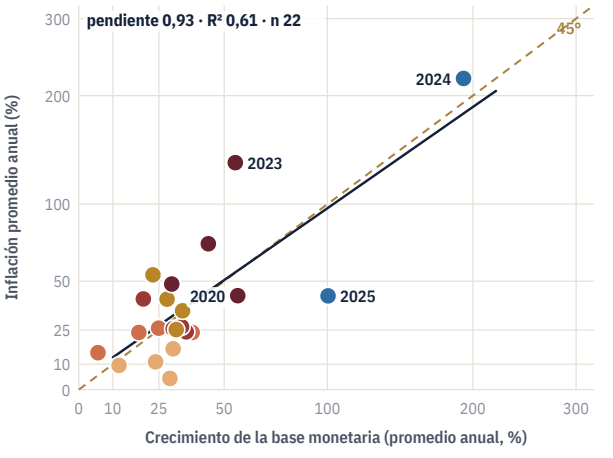
Índices: econometría, perspectivas y comparación internacional

Diecinueve índices organizados en seis familias permiten ordenar la evidencia. Este capítulo presenta los econométricos, los de perspectivas y los de uso internacional; los monetarios e históricos se desarrollaron en los capítulos 3 a 6 y el índice propio de Anubis, en el capítulo 14.

Familia	Índices	Dónde
Econométricos	1. Elasticidad de largo plazo precios-dinero · 2. Causalidad de Granger · 3. Demanda de dinero de Cagan · 4. Brecha respecto de la regla de Taylor	13.1
Monetarios	5. Emisión neta para el Tesoro · 6. Cobertura de pasivos con reservas · 7. Pasivos remunerados / base · 8. Carga cuasifiscal · 9. Base amplia real	4 y 5
Históricos	10. IPC oficial empalmado · 11. Poder de compra del peso · 12. Brecha estadística · 13. Inflación 1944-2026	2 y 3
Perspectivas	14. Anclaje de expectativas (REM frente a resultado) · 15. Sendero de proyecciones del FMI	13.2
Internacionales	16. Presión del mercado cambiario (Eichengreen-Rose-Wyplosz) · 17. Índice de miseria de Hanke · 18. Adecuación de reservas (FMI y Greenspan-Guidotti)	13.3
Propio (Anubis)	19. Índice de Disciplina Monetaria (ocho componentes, mensual 2004-2026; versión histórica anual 1964-2025)	14

13.1 Econométricos

GRÁFICO 29 **Dinero e inflación: relación de largo plazo**



Escalas logarítmicas en (1 + tasa). Años completos 2004-2025.

Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. IPC oficial empalmado.
Elaboración: Anubis Intelligence & Strategy.

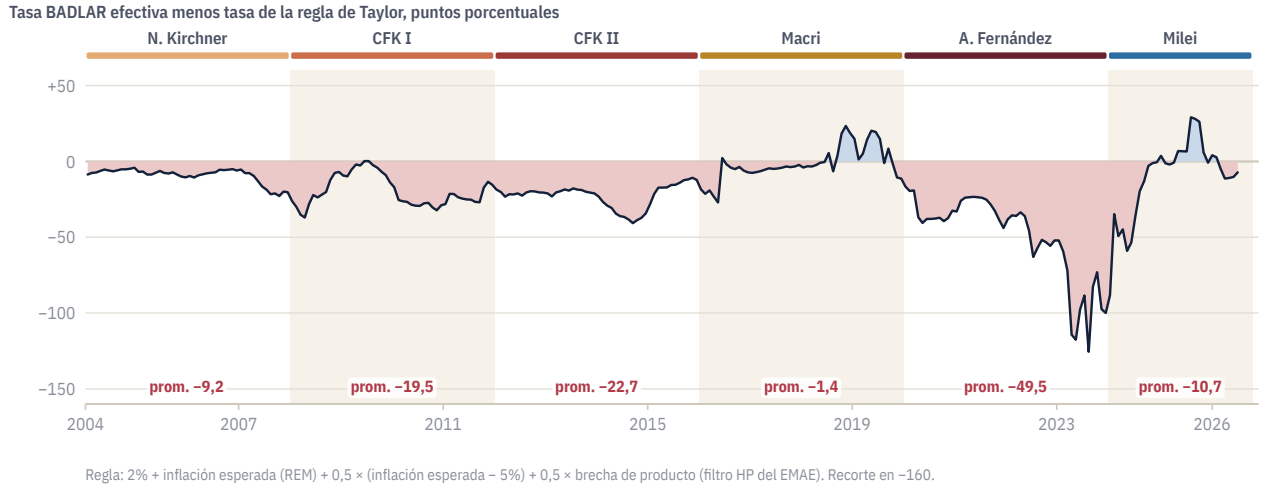
La relación de largo plazo entre dinero y precios es nítida: entre años, una suba de 1% en el crecimiento de la base se asocia con 0,93% más de inflación (R^2 = 0,61), y en niveles la elasticidad es 1,10. La prueba de Granger a frecuencia mensual agrega un matiz decisivo: la causalidad significativa corre de la inflación hacia la base. El BCRA no lideró: siguió a las necesidades del Tesoro y validó con pesos los aumentos de precios.

La demanda de dinero de Cagan, estimada para 2016-2026, muestra que cada punto de inflación esperada reduce la base real en 0,47% (error estándar 0,05): la huida del peso que describe la teoría. El período 2004-2015 no se estima porque las expectativas del REM se referían al índice intervenido.

Prueba de Granger (6 rezagos, datos mensuales)	F	Valor p	n	Conclusión
Base monetaria → inflación, 2003-2026	1,19	0,314	278	No se rechaza la ausencia de causalidad
Base monetaria → inflación, 2003-2023	1,16	0,330	244	No se rechaza la ausencia de causalidad
Inflación → base monetaria, 2003-2026	8,22	< 0,001	278	Causalidad significativa: la emisión convalida

Variaciones mensuales logarítmicas de la base monetaria (promedio mensual) y del IPC oficial empalmado. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

GRÁFICO 30 **Brecha respecto de la regla de Taylor, 2004-2026**

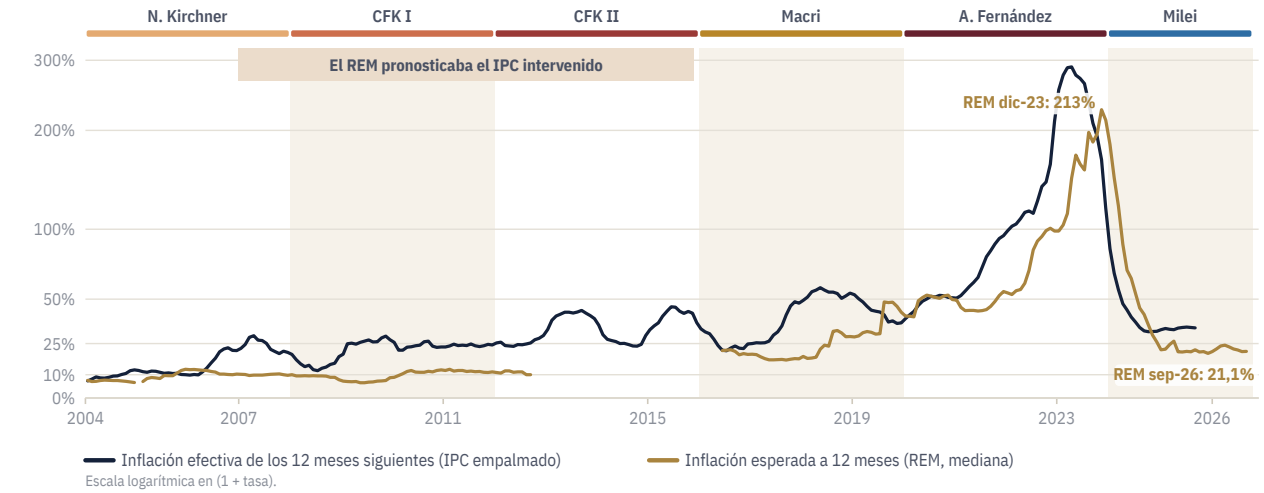


Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. INDEC (EMAE). **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

La regla de Taylor indica la tasa que un banco central debería fijar dadas la inflación esperada y la brecha de producto. La tasa efectiva estuvo sistemáticamente por debajo de la regla: −9,2 puntos en promedio con Néstor Kirchner, −22,7 en el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner y −49,5 con Alberto Fernández. Con Javier Milei el promedio de −10,7 refleja los primeros meses de 2024; desde enero de 2025 la brecha promedia +3,7 puntos.

13.2 Perspectivas

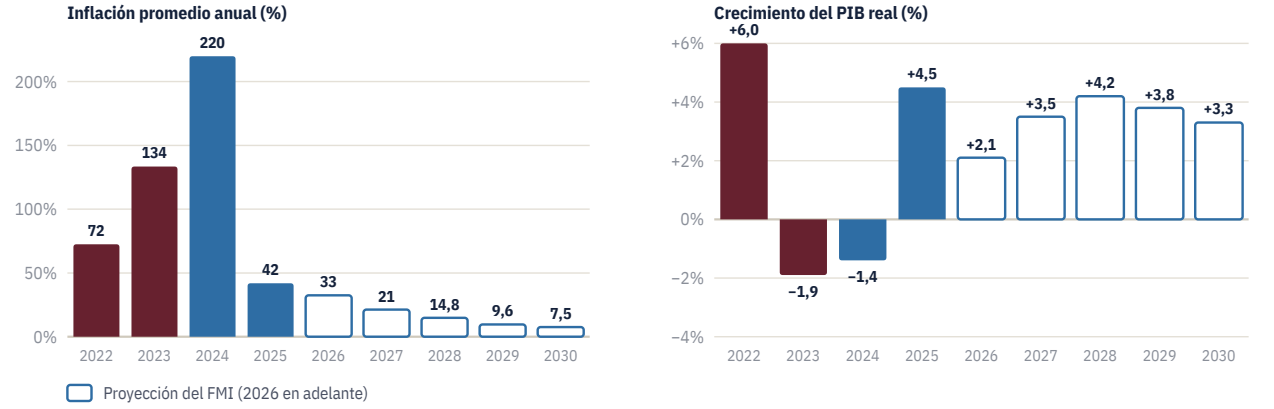
GRÁFICO 31 **Expectativas de inflación y resultado efectivo, 2004-2026**



Fuente: BCRA (REM); IPC oficial empalmado. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

La comparación entre la inflación esperada y la efectivamente registrada mide el anclaje de las expectativas. Entre 2007 y 2015 la brecha fue enorme porque el REM pronosticaba el índice intervenido; entre 2020 y 2023 las expectativas corrieron sistemáticamente detrás de la inflación. Desde 2024 la relación se invirtió: las expectativas caen y la inflación las acompaña. El REM de septiembre de 2026 anticipa 21,1% para los próximos doce meses.

GRÁFICO 32 **Proyecciones del FMI para la Argentina**

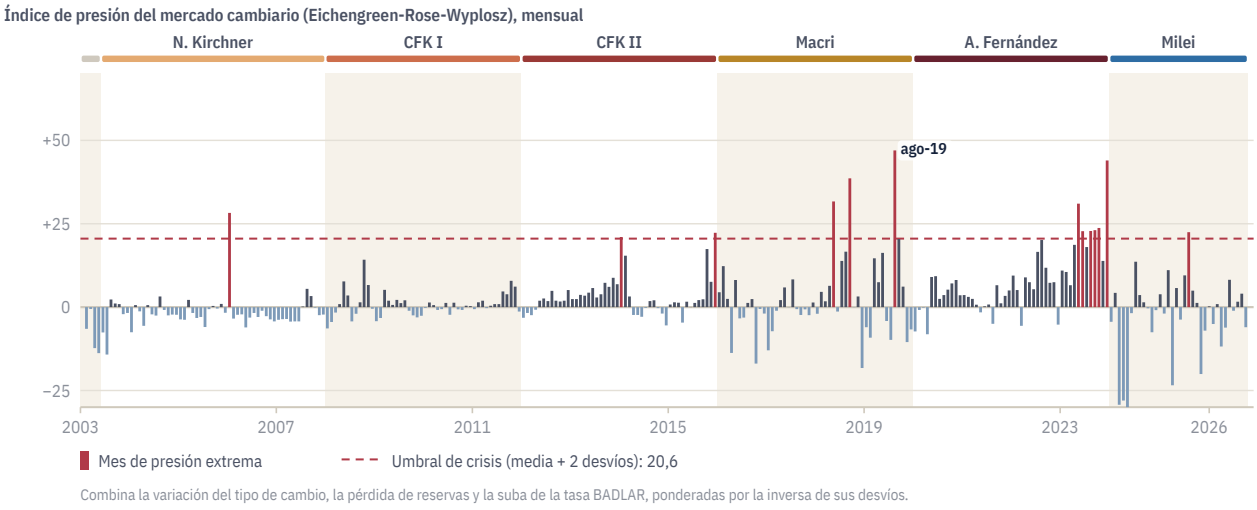


Fuente: FMI, World Economic Outlook. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

El sendero proyectado por el FMI consolida la desinflación —de 41,9% de promedio en 2025 a 21,2% en 2027 y 7,5% en 2030— con crecimiento de entre 3,3% y 4,2% anual entre 2027 y 2030. Las proyecciones son del organismo y no de Anubis; su cumplimiento depende, desde la perspectiva de este informe, de que la prohibición de financiar al Tesoro adquiera rango legal.

13.3 Índices de uso internacional

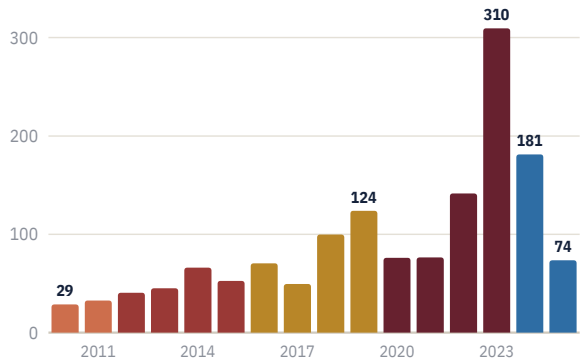
GRÁFICO 33 **Presión del mercado cambiario, 2003-2026**



Fuente: BCRA, API de estadísticas monetarias v4.0. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

El índice de presión del mercado cambiario, que usan el FMI y los bancos centrales para identificar crisis, registra trece meses de presión extrema: enero de 2006 (que refleja el pago al FMI con reservas, no una corrida), enero de 2014, diciembre de 2015, mayo y septiembre de 2018, agosto de 2019, cinco meses de 2023, diciembre de 2023 (la corrección cambiaria) y agosto de 2025. Con la medición por primer mes completo, el mandato actual registra 1 mes de presión extrema y el anterior, 6.

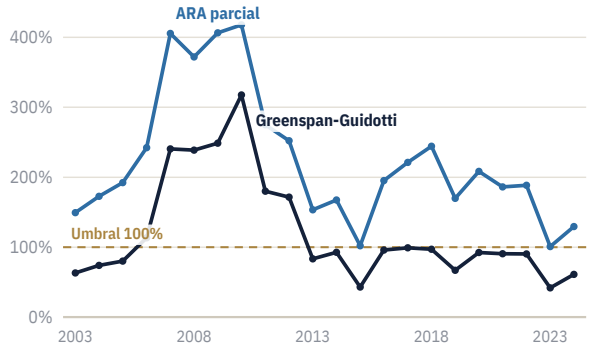
GRÁFICO 34 **Índice de miseria de Hanke, 2010-2025**



Desempleo + inflación + tasa activa − crecimiento del PIB per cápita.

Fuente: INDEC; Banco Mundial; IPC oficial empalmado. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

GRÁFICO 35 **Adecuación de reservas, 2003-2024**

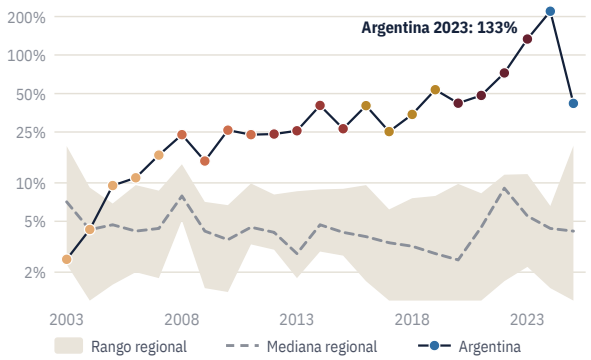


Reservas / requerimiento. Datos anuales a diciembre, 2003-2024.

Fuente: BCRA; Banco Mundial. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

El índice de miseria de Steve Hanke suma desempleo, inflación y tasa activa y resta el crecimiento del PIB per cápita. Alcanzó 310 puntos en 2023, bajó a 181 en 2024 y a 74 en 2025, el registro más bajo desde 2017. La adecuación de reservas, medida con la métrica del FMI (versión parcial, sin pasivos de cartera) y con el ratio de Greenspan-Guidotti, muestra el deterioro desde 2011 y su punto más bajo en 2015 y 2023. La comparación regional incluye a Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

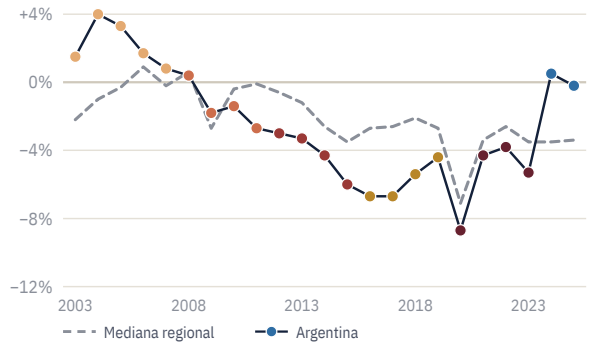
GRÁFICO 36 **Inflación frente a la región**



Inflación promedio anual, escala logarítmica. Región: nueve países.

Fuente: FMI, World Economic Outlook; IPC oficial empalmado Anubis. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

GRÁFICO 37 **Resultado fiscal frente a la región**



Gobierno general (incluye provincias), % del PIB.

Fuente: FMI, World Economic Outlook. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

◆ LECTURA AUSTRÍACA

Mientras la mediana de la región se mantuvo por debajo de 10% en todo el período, la Argentina se separó de sus vecinos a partir de 2007. La divergencia no se explica por shocks externos, que fueron comunes a toda la región, sino por una decisión institucional: usar la moneda como fuente de financiamiento del Tesoro. Desde 2024 el resultado fiscal argentino volvió a superar a la mediana regional.

CAPÍTULO 14

Índice de Disciplina Monetaria

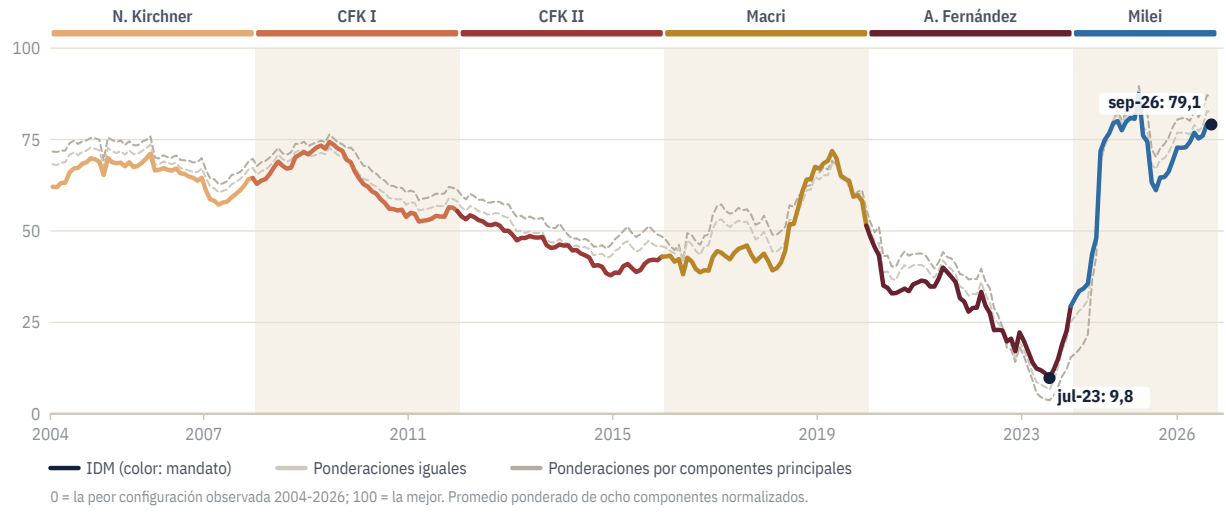
Un indicador propio de Anubis, sintético, mensual y comparable entre gobiernos, que responde una pregunta simple: ¿cuánta disciplina tuvo el manejo de la moneda? Combina ocho dimensiones que la tradición austríaca considera esenciales, de la emisión para el Tesoro a la confianza del público.

El Índice de Disciplina Monetaria (IDM) normaliza cada componente entre los percentiles 5 y 95 de su distribución 2004-2026 —0 corresponde a la peor configuración observada y 100 a la mejor— y los pondera según su importancia para la disciplina monetaria: la emisión para el Tesoro recibe el mayor peso porque es la causa; la inflación y las expectativas, porque son el resultado; las reservas y los pasivos remunerados, porque miden el respaldo y la deuda del emisor. Las expectativas del REM se excluyen entre 2007 y 2015 porque se referían al índice intervenido.

Componente	Definición	Peso base	Peso por componentes principales
Financiamiento al Tesoro	Emisión neta para el Tesoro de 12 meses / base monetaria media (menos es mejor)	20%	5,3%
Expansión monetaria	Variación interanual de la base amplia (base + pasivos remunerados)	15%	13,7%
Inflación	Inflación interanual, IPC oficial empalmado	15%	11,3%
Cobertura con reservas	Reservas a tipo de cambio oficial / base amplia (más es mejor)	15%	13,8%
Pasivos remunerados	Pasivos remunerados / base monetaria	10%	17,6%
Tasa real	Tasa BADLAR efectiva frente a la inflación de los 12 meses siguientes (más es mejor)	10%	8,8%
Expectativas (REM)	Inflación esperada a 12 meses, REM (excluida 2007-2015)	10%	16,1%
Presión cambiaria	Presión del mercado cambiario, promedio de 12 meses	5%	13,4%

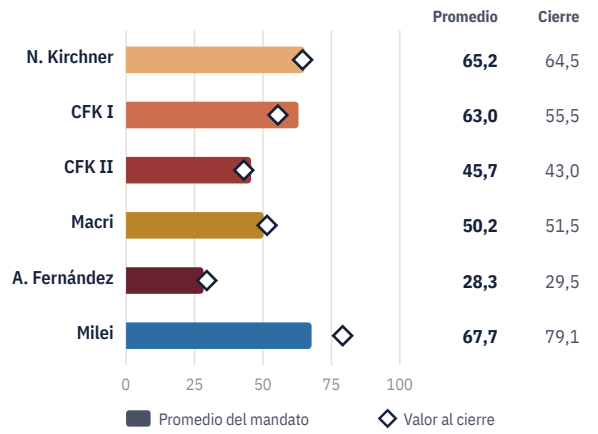
El primer componente principal explica 50% de la varianza conjunta. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

GRÁFICO 38 **Índice de Disciplina Monetaria, 2004-2026**



Fuente: Anubis Intelligence & Strategy sobre datos del BCRA y del INDEC. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

GRÁFICO 39 IDM por mandato

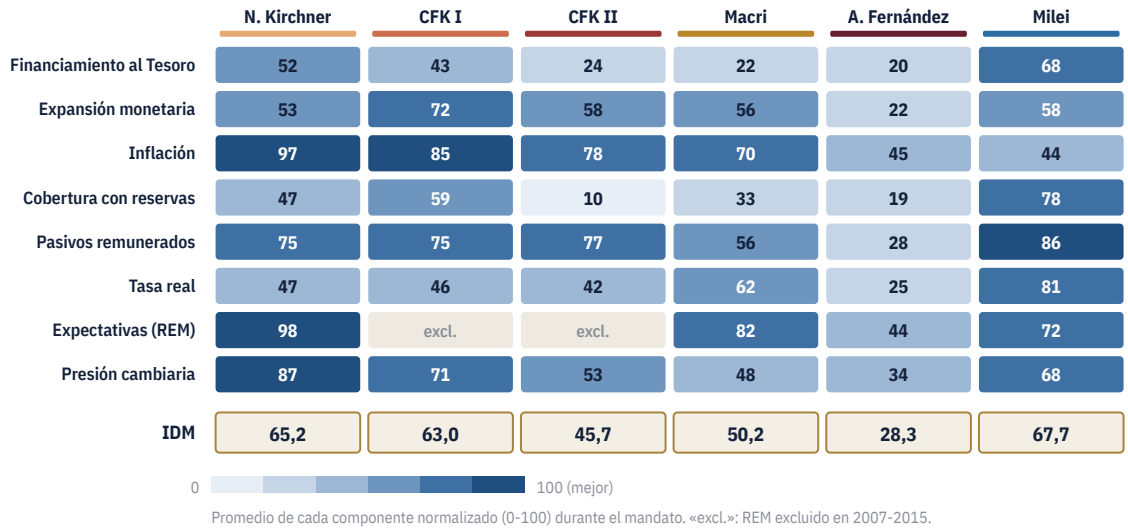


Fuente: Anubis Intelligence & Strategy. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

Los dos primeros mandatos se ubicaron en torno a 63-65 puntos gracias a los superávits y a la acumulación de reservas, pese a las tasas reales negativas. El segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner cayó a 45,7, el de Mauricio Macri promedió 50,2 y el de Alberto Fernández, 28,3, con un mínimo de 9,8 en julio de 2023.

El mandato de Javier Milei registra el promedio más alto de la serie (67,7) y el cierre más alto (79,1); el máximo histórico, 87,5, corresponde a abril de 2025.

GRÁFICO 40 Componentes del IDM por mandato



Promedio de cada componente normalizado (0-100) durante el mandato. «excl.»: REM excluido en 2007-2015.

Fuente: Anubis Intelligence & Strategy. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

14.1 Robustez

Mandato	Ponderación base	Ponderaciones iguales	Componentes principales	Cierre (base)
N. Kirchner	65,2	68,3	70,8	64,5
CFK I	63,0	64,4	67,5	55,5
CFK II	45,7	48,7	52,0	43,0
Macri	50,2	53,1	55,7	51,5
A. Fernández	28,3	29,6	30,6	29,5
Milei	67,7	69,1	69,8	79,1

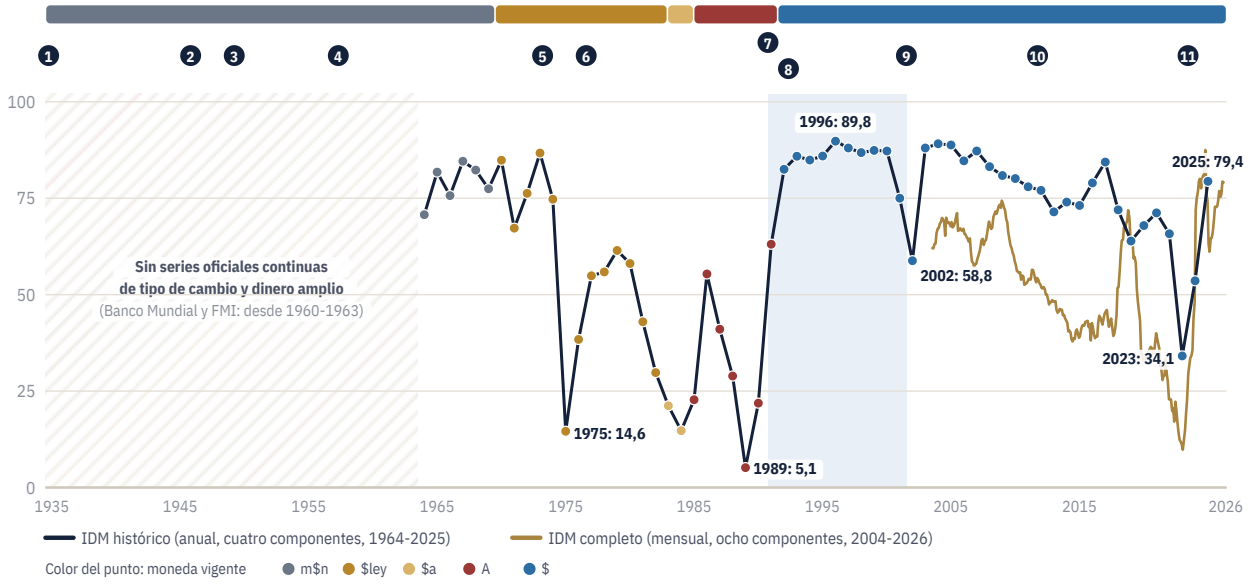
Promedio del índice durante cada mandato. Correlación con la versión base: ponderaciones iguales 0,99; componentes principales 0,96; sin REM 0,99; sin presión cambiaria 1,00. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

El ordenamiento general es robusto: en todas las variantes Alberto Fernández y el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner ocupan los dos últimos lugares y el cierre del mandato actual es el más alto. Con ponderaciones iguales el promedio del mandato actual también es el más alto (69,1 frente a 68,3 de Néstor Kirchner); con componentes principales queda segundo, detrás del de Néstor Kirchner (69,8 frente a 70,8).

14.2 El Índice de Disciplina Monetaria en perspectiva histórica

La versión completa del índice necesita series que las bases oficiales publican desde 2003-2004: factores de explicación de la base, pasivos remunerados, BADLAR y REM. Para mirar más atrás se construyó una versión histórica anual con los cuatro componentes que tienen series oficiales continuas desde 1960-1963: la inflación (INDEC, serie del BCRA), el crecimiento del dinero amplio y el tipo de cambio oficial (Banco Mundial, con datos del FMI) y las reservas en dólares (BCRA). Cada componente se normaliza entre los percentiles 5 y 95 de 1964-2025 y los cuatro pesan lo mismo. Antes de 1964 los datos no alcanzan para calcularla; el gráfico marca igualmente los hitos institucionales desde la creación del BCRA, en 1935.

GRÁFICO 41 **IDM histórico desde la creación del BCRA, 1935-2026**



Versión histórica: inflación, dinero amplio, tipo de cambio y reservas, normalizados entre los percentiles 5 y 95 de 1964-2025, con igual peso. Cada versión tiene su propia escala: las trayectorias son comparables; los niveles, no. Franja celeste: Convertibilidad (1991-2001).

Fuente: BCRA (series 27 y 1605); Banco Mundial (PA.NUS.FCRF, FM.LBL.BMNY.ZG); IPC oficial empalmado Anubis. Hitos: ver capítulo 3. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

Moneda vigente	Años	Índice histórico, promedio
Peso moneda nacional	1964-1969	78,8
Peso ley	1970-1982	57,4
Peso argentino	1983-1984	18,0
Austral	1985-1991	34,0
Peso convertible	1992-2001	85,3
Peso, desde 2002	2002-2025	74,4

Promedio anual de la versión histórica. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

Los mínimos coinciden con los episodios de emisión desbordada —1975 (14,6), 1984 (14,7) y la hiperinflación de 1989 (5,1)— y el máximo, con la Convertibilidad (89,8 en 1996). En 2023 el índice cayó a 34,1, el nivel más bajo desde 1990, y en 2025 subió a 79,4, el más alto desde 2017. La correlación con la versión completa en 2004-2025 es de 0,64: la versión histórica no ve el financiamiento al Tesoro, los pasivos remunerados ni la tasa real, por eso su deterioro entre 2008 y 2022 es más suave. La escala es relativa a la historia argentina: los valores altos de 1964-1974 corresponden a inflaciones de entre 7% y 64% anual, bajas sólo frente a lo que vino después.

CAPÍTULO 15

Conclusiones y agenda de reformas

Veintitrés años de datos oficiales cuentan una historia coherente: cuando el Banco Central financia al Tesoro, la moneda se destruye; cuando deja de hacerlo, la moneda empieza a recuperarse. Lo que falta es convertir esa lección en ley.

15.1 Conclusiones

Primero, la inflación del período fue un fenómeno monetario de raíz fiscal: la elasticidad de largo plazo entre precios y dinero es cercana a uno y la emisión siguió a las necesidades del Tesoro. **Segundo**, el deterioro fue institucional antes que económico: la intervención del INDEC (2007-2015), el uso de reservas a cambio de Letras Intransferibles (desde 2006) y la reforma de la Carta Orgánica de 2012 removieron, una a una, las restricciones que protegían a la moneda. **Tercero**, el costo recayó sobre los ahorristas y los asalariados: tasas reales negativas en cuatro de los cinco mandatos de 2003-2023 y un peso que perdió 99,94% de su poder de compra. **Cuarto**, en noviembre de 2023 el sistema estaba al borde de la hiperinflación: pasivos remunerados de 241% de la base, intereses de 8,4% del PIB en el año y un Índice de Disciplina Monetaria que en julio había tocado su mínimo histórico (9,8 puntos). **Quinto**, desde diciembre de 2023 el giro es verificable en los datos oficiales: emisión neta negativa para el Tesoro, superávit fiscal, eliminación de los pasivos remunerados, recuperación de reservas, tasas reales positivas y el valor más alto del Índice de Disciplina Monetaria en toda la serie.

15.2 Diez medidas para una moneda sana

01 **Mandato único**

Restituir como misión primaria y fundamental del BCRA la de preservar el valor de la moneda, el texto que la propia institución reconoce como el de su Carta Orgánica de 1992.

02 **Prohibición legal del financiamiento al Tesoro**

Derogar los adelantos transitorios del artículo 20 y prohibir la entrega de reservas a cambio de Letras Intransferibles. Según el BCRA, el límite vigente admite todavía financiamiento de hasta 4,1% del PIB.

03 **Utilidades realizadas**

Distribuir sólo resultados realizados, nunca ganancias contables por devaluación, y capitalizar el banco antes de cualquier giro al Tesoro.

04 **Recompra total de las Letras Intransferibles**

Completar el reemplazo de los títulos no negociables del activo por reservas líquidas, como se inició en mayo de 2025.

05 **Ancla monetaria explícita**

Publicar metas de agregados y su cumplimiento con periodicidad mensual, de modo que el público pueda verificar que no hay emisión fiscal ni endógena.

06 **Independencia y rendición de cuentas**

Directorio con mandatos escalonados que excedan el ciclo electoral, remoción sólo por causas tasadas e informes periódicos al Congreso.

07 **Fin de las restricciones cambiarias**

Eliminar las restricciones remanentes, incluida la restricción cruzada para quienes operan en el mercado financiero.

08 **Competencia de monedas**

Garantizar la libertad de contratar y liquidar obligaciones en la moneda que las partes elijan: la disciplina que Hayek propuso para cualquier emisor.

09 **Regla fiscal de superávit**

Dar rango legal al equilibrio fiscal: sin déficit no hay necesidad de financiamiento y la prohibición monetaria se vuelve creíble.

10 **Estadísticas blindadas**

Garantizar por ley la autarquía técnica del INDEC y la adhesión a las Normas Especiales para la Divulgación de Datos del FMI, para que 2007-2015 no se repita.

◆ PRÓXIMO PASO ANALÍTICO

Anubis propone actualizar este informe con cada publicación del BCRA y del INDEC, incorporar el balance completo del BCRA a partir de sus estados contables auditados y seguir mensualmente el Índice de Disciplina Monetaria como tablero de la transición hacia una moneda sana.

ANEXO A

Tabla anual 2003-2026

Año	Inflación dic/dic (empalmado)	Inflación INDEC publicada	Base monetaria, var. %	Emisión neta Tesoro, % PIB	Intereses pasivos, % PIB	Primario, % PIB	Financiero, % PIB	Reservas dic. (USD mil M)	TC oficial dic.	IDM
2003	3,5		s/d	−0,3	−0,2	+2,3	+0,5	14,1	2,93	s/d
2004	6,1		28,9	−1,6	0,0	+3,6	+2,4	19,6	2,97	66,4
2005	12,2		11,9	−1,3	0,0	+3,4	+1,6	28,1	3,03	68,6
2006	10,0		23,9	−0,8	0,0	+3,2	+1,6	32,0	3,07	65,8
2007	21,5	8,4	30,1	−0,6	0,0	+2,9	+1,0	46,2	3,15	60,2
2008	20,6	7,1	18,2	−0,8	0,1	+2,8	+1,3	46,4	3,45	67,3
2009	18,5	7,3	5,5	+0,1	0,1	+1,4	−0,6	48,0	3,80	71,5
2010	27,0	10,5	25,0	+1,2	0,1	+1,5	+0,2	52,1	3,98	58,7
2011	23,3	9,2	37,1	+1,5	0,0	+0,2	−1,4	46,4	4,30	54,3
2012	24,3	10,6	34,9	+1,8	0,1	−0,2	−2,1	43,3	4,92	52,3
2013	29,2	10,7	30,1	+2,8	0,0	−0,7	−1,9	30,6	6,52	47,4
2014	38,5	23,7	19,7	+3,6	0,0	−0,8	−2,4	31,4	8,55	42,4
2015	29,2	18,5	33,1	+3,1	0,0	−3,8	−5,1	25,6	13,01	40,5
2016	36,2		27,9	+3,8	0,1	−4,2	−5,8	39,3	15,85	41,0
2017	24,8		31,2	+3,9	0,2	−3,8	−5,9	55,1	18,77	43,9
2018	47,6		33,6	0,0	0,9	−2,3	−4,9	65,8	37,81	52,0
2019	53,8		22,9	+2,0	3,2	−0,4	−3,8	44,8	59,90	64,0
2020	36,1		55,8	+6,7	2,7	−6,4	−8,4	39,4	84,15	37,1
2021	50,9		29,6	+3,8	2,9	−2,1	−3,6	39,7	102,75	35,1
2022	94,8		43,5	0,0	4,1	−2,0	−3,8	44,6	177,13	24,7
2023	211,4		54,7	−1,8	8,4	−2,7	−4,3	23,1	808,48	16,2
2024	117,8		192,2	−4,6	1,9	+1,8	+0,3	29,6	1.032,50	57,3
2025	31,5		100,3	+0,9	0,0	+1,4	+0,2	41,1	1.459,42	72,4
2026*	33,4		19,5	−1,0	0,0	+1,7	+0,3	50,6	1.537,35	75,5

* 2026: inflación interanual a septiembre de 2026 (publicada por el INDEC) e IDM promedio de enero a septiembre; flujos monetarios hasta octubre de 2026 y fiscales hasta agosto, sobre el PIB a tasa anual; reservas y tipo de cambio a octubre de 2026. Base monetaria: promedio anual. Fuentes: BCRA; INDEC; Ministerio de Economía; DPEyC San Luis; IDECBA. **Elaboración:** Anubis Intelligence & Strategy.

ANEXO B

Metodología de los índices

Fórmulas, fuentes y decisiones de método.

IPC oficial empalmado Anubis. Variación mensual: INDEC (IPC-GBA, serie del BCRA) 2003-2006; DPEyC San Luis, nivel general, ene-2007 a jul-2012; promedio geométrico de San Luis e IPCBA (IDECBA, serie empalmada base 2021) ago-2012 a abr-2016; INDEC desde may-2016 (desde enero de 2017, variaciones calculadas sobre el nivel del IPC nacional publicado, sin acumular redondeos). Índice dic-2002 = 100. Las cifras interanuales que se citan para 2017-2026 son las publicadas por el INDEC.

Emisión neta para el Tesoro. Suma de los efectos monetarios de adelantos transitorios, transferencia de utilidades, compras de divisas al Tesoro y resto de operaciones con el Tesoro (factores de explicación de la base, BCRA, series 48 a 51), sobre el PIB. **Carga cuasifiscal:** efecto monetario de intereses, primas y remuneración de cuentas (serie 55) sobre el PIB. **Base amplia:** base monetaria más LEBAC y letras en pesos, LELIQ y pases pasivos (series 1258, 1260 y 1262), deflactada por el IPC empalmado. **Cobertura:** reservas brutas por tipo de cambio mayorista sobre la base amplia.

Tasa real del ahorrista. BADLAR de bancos privados convertida a tasa efectiva anual frente a la inflación de los doce meses siguientes; en los últimos doce meses, frente al REM. **Regla de Taylor:** $2\% + \pi^e + 0{,}5\ (\pi^e - 5\%) + 0{,}5 \times$ brecha de producto (filtro de Hodrick-Prescott, $\lambda = 129.600$, sobre el EMAE desestacionalizado); π^e es el REM salvo en 2007-2015, en que se usa la inflación interanual empalmada.

Econometría. Elasticidad de largo plazo: regresión del logaritmo del IPC sobre el logaritmo de la base (mensual) y de log(1+inflación promedio) sobre log(1+crecimiento de la base) entre años completos 2004-2025. Granger: seis rezagos de variaciones logarítmicas mensuales, prueba F. Cagan: log de la base real sobre la inflación esperada (REM) y el log del EMAE, 2016-2026.

Presión del mercado cambiario. EMP = Δ% tipo de cambio − (σ_e/σ_r) Δ% reservas + (σ_e/σ_i) Δ BADLAR, con desvíos 2003-2026; crisis: EMP mayor que la media más dos desvíos. **Hanke:** desocupación (EPH) + inflación dic/dic + tasa activa (Banco Mundial) − crecimiento del PIB per cápita. **Adecuación de reservas:** Greenspan-Guidotti = reservas / deuda externa de corto plazo; ARA parcial = reservas / (30% deuda de corto plazo + 5% M2 en dólares + 5% exportaciones), sin el componente de otros pasivos de cartera.

Índice de Disciplina Monetaria. Ocho componentes normalizados entre los percentiles 5 y 95 de 2004-2026 (las tasas se transforman como log(1+x)), invertidos cuando un valor mayor es peor, con ponderaciones de 20%, 15%, 15%, 15%, 10%, 10%, 10% y 5% (capítulo 14). **Versión histórica** (anual, 1964-2025): inflación, dinero amplio, tipo de cambio y reservas en dólares, en log(1+x), normalizados entre los percentiles 5 y 95 y con igual peso. **Valor de la moneda:** precios encadenados con la serie 27 del BCRA (enero de 1943 = 1) y el IPC empalmado desde 2003; una unidad de la moneda vigente vale $10^c/P$, con c = 0, 2, 6, 9 y 13 ceros eliminados. Robustez: ponderaciones iguales, ponderaciones del primer componente principal (50% de la varianza) y exclusión de componentes. El índice se calcula sólo con al menos seis de los ocho componentes y no se imputan datos faltantes: por eso termina en septiembre de 2026, último mes con IPC publicado.

ANEXO C

Fuentes y documentos oficiales

Fecha de consulta: noviembre de 2026.

BASES DE DATOS

Banco Central de la República Argentina: API de estadísticas monetarias v4.0 (api.bcra.gob.ar), 70 series. Ministerio de Economía de la Nación e INDEC: API de series de tiempo (apis.datos.gob.ar), Esquema Ahorro-Inversión-Financiamiento del Sector Público Nacional base caja (metodologías 1993-2006, 2007-2014 y 2017), PIB, EMAE, IPC, EPH. Dirección Provincial de Estadística y Censos de San Luis: IPC nivel general (datos.gob.ar). Instituto de Estadística y Censos de la Ciudad de Buenos Aires: «IPCBA (base 2021 = 100). Nivel General. Índice mensual empalmado», archivo oficial publicado en 2024. FMI: World Economic Outlook (DataMapper). Banco Mundial: World Development Indicators. Banco de Pagos Internacionales: tasas de política y tipo de cambio efectivo.

Largo plazo: BCRA, series 27 (inflación mensual desde 1943) y 1605 (reservas internacionales desde 1940); Banco Mundial (datos del FMI): tipo de cambio oficial PA.NUS.FCRF y crecimiento del dinero amplio FM.LBL.BMNY.ZG, desde 1960-1963.

DOCUMENTOS DEL BCRA

«Directorios y Legislación del Sistema Financiero (1935-2025)». «Marco Legal del Sistema Financiero Argentino» (Carta Orgánica, artículos 3, 19 y 20). Comunicado «Inicio de la Fase 3 del Programa Económico», 11/04/2025. «Objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2026». «Fundamentos Económicos para una Reforma de la Carta Orgánica del BCRA», 09/09/2026. Comunicación «A» 5850, 17/12/2015.

NORMAS

Ley 24.144 (1992) y Ley 26.739 (B.O. 28/03/2012). Decretos 1599/2005 y 1601/2005; Resolución 49/2005. Decreto 298/2010. Decreto 609/2019 (B.O. 01/09/2019). Ley 25.561 (B.O. 07/01/2002). Decreto 214/2002 (B.O. 04/02/2002). Ley 27.743 (B.O. 08/07/2024). Hitos de 1935-1992 (Leyes 12.155, 13.571, 20.539, 21.495, 21.526, 21.572, 23.928; Decretos Ley 8.503, 11.554 y 13.126; Ley 18.188 y Decretos 22.707/83, 1.096/85 y 2.128/91 de cambio de moneda): BCRA, «Directorios y Legislación del Sistema Financiero (1935-2025)». Fuentes: Boletín Oficial, InfoLEG y argentina.gob.ar/normativa.

OTROS DOCUMENTOS OFICIALES

INDEC: «Índice de Precios al Consumidor (IPC). Metodología», abril de 2016; informes «IPC alternativos», noviembre de 2015 a abril de 2016. FMI: Informe de País N.º 16/68 (2016). Presidencia de la Nación: «Palabras del presidente de la Nación, Javier Milei, luego del acto de jura y asunción presidencial», 10/12/2023 (casarosada.gob.ar).

REFERENCIAS TEÓRICAS

Cantillon, R. (1755), *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*. Menger, C. (1892), «On the Origin of Money». Mises, L. von (1912), *La teoría del dinero y del crédito*. Hayek, F. A. (1976), *La desnacionalización del dinero*. Sargent, T. y Wallace, N. (1981), «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic». Cagan, P. (1956), «The Monetary Dynamics of Hyperinflation». Taylor, J. (1993), «Discretion versus Policy Rules in Practice». Eichengreen, B., Rose, A. y Wyplosz, C. (1996), «Contagious Currency Crises». Hanke, S. (2023), «Hanke's Annual Misery Index».

ANEXO D

Validaciones

Controles aplicados a los datos antes de su uso.

01 IPC empalmado: las variaciones de la Ciudad de Buenos Aires y de San Luis coinciden con los valores publicados por el INDEC en sus informes «IPC alternativos» (noviembre de 2015 a abril de 2016) con diferencias de redondeo.

02 Factores de explicación de la base: la suma de los factores coincide con la variación total publicada por el BCRA (diferencia máxima de $0,0008 millones en 287 meses).

03 PIB: el PIB de 2004 del INDEC coincide con el del Banco Mundial; se usa el Banco Mundial sólo para 2003. Los valores trimestrales del INDEC están anualizados: su promedio reproduce el PIB anual.

04 Resultado fiscal: los superávits primario y financiero de 2024 y 2025 coinciden con los comunicados oficiales del Ministerio de Economía (primario de $11,77 billones y financiero de $1,45 billones en 2025).

05 Inflación oficial: la serie del BCRA para 2007-2015 coincide con la publicada por el FMI en el World Economic Outlook, que a su vez omite 2014-2016; ambas reproducen el índice intervenido.

06 IPC 2017-2026: las variaciones calculadas con el nivel del índice del INDEC reproducen las publicadas (160,9% interanual en noviembre de 2023; 211,4% en 2023). Entre mayo y diciembre de 2016, y en el último mes disponible, se usa la variación mensual publicada con un decimal.

07 Expectativas: el REM de 2007-2015 se excluye del IDM y de la regla de Taylor porque los analistas pronosticaban el índice publicado.

08 Emisión para el Tesoro: se mide en términos netos de todas las operaciones con el Tesoro; las utilidades de 2025-2026 se compensaron con depósitos del Tesoro y compras de divisas, según los propios factores del BCRA.

Base de datos complementaria: archivo «Anubis - BCRA 2003-2026 - Base de datos.xlsx», con las series mensuales y anuales, la fuente de cada variable y el cálculo de los índices.



Diego Macana Roa

DIRECTOR · ANUBIS INTELLIGENCE & STRATEGY

Este documento fue elaborado con datos de bases y documentos oficiales identificados en cada sección. Los índices, las interpretaciones y las recomendaciones son responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen a las instituciones citadas. No constituye asesoramiento financiero, jurídico ni de inversión. © 2026 Anubis Intelligence & Strategy. Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización.