

Fundamentos Económicos

para una Reforma de la Carta Orgánica del BCRA

***Recuperar la estabilidad de precios requiere una reforma
que elimine el financiamiento del Banco Central (BCRA)
al Tesoro Nacional (TN)***

Comisión conjunta de Economía Nacional e Inversión
y Presupuesto y Hacienda de la Cámara de Senadores
Honorable Congreso de la Nación Argentina
Buenos Aires, 9 de septiembre de 2026

Vladimir Werning, Vicepresidente del BCRA

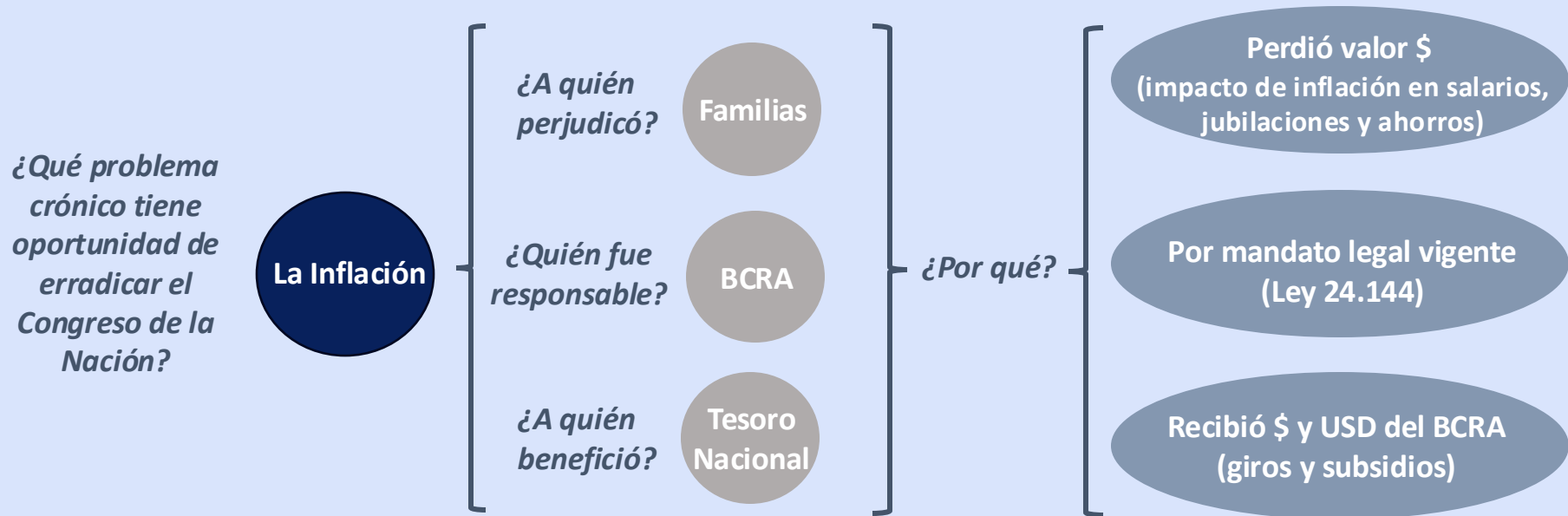


BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

¿Por qué resulta oportuna y necesaria una reforma de la Carta Orgánica del BCRA?

- 1 | RESUMEN EJECUTIVO: La teoría económica anticipó la realidad, y la realidad confirmó la teoría
- 2 | RESULTADO ECONÓMICO: La inflación es un fenómeno monetario que se alimenta de una raíz fiscal
- 3 | MARCO JURÍDICO: La C.O. del BCRA otorga recursos al TN que fomentan el *impuesto inflacionario*
- 4 | BALANCE CONTABLE: 20+ años cediendo fondos al TN empujó la economía hacia la hiperinflación
- 5 | ANEXO ESTADÍSTICO: Estimaciones del daño patrimonial al BCRA, período de análisis 2003-26

¿Por qué resulta oportuna y necesaria una reforma de la Carta Orgánica del BCRA?



¿Por qué resulta oportuna y necesaria una reforma de la Carta Orgánica del BCRA?

Perdió valor \$
(impacto de inflación en salarios,
jubilaciones y ahorros)

RESULTADO ECONÓMICO

¿Qué es el impuesto inflacionario?

¿Cómo lo recaudó el TN?

¿Cuánto pagó la sociedad?

FAMILIAS
Confiscación
de Ahorros

Respuestas
Económicas

Por mandato legal vigente
(Ley 24.144)

MARCO JURÍDICO

¿Qué marco jurídico lo permitió?

¿Qué mecanismos usó el BCRA?

¿Qué agravantes esconde la C.O.?

BCRA
Deterioro
Patrimonial

Respuestas
Jurídicas

Recibió \$ y USD del BCRA
(giros y subsidios)

BALANCE DEL BCRA

¿Cuántos recursos USD cedió BCRA al TN?

¿Cuántos recursos \$ cedió BCRA al TN?

¿Cuánto costo \$ pagó BCRA (subsidio al TN)?

TN
Ingreso por
Giros y
Subsidios

Respuestas
Contables

REFORMAS QUE CONTRIBUYEN A LA ESTABILIDAD MACROECONOMICA

- **Establecer un mandato valorado por la sociedad y al alcance del BCRA:** Priorizar la estabilidad macroeconómica (preservar el valor de la moneda)
- **Redefinir el marco jurídico para convertir al BCRA en una autoridad monetaria efectiva:** Reformar la C.O. del BCRA, siguiendo criterios basados en la evidencia empírica, para limitar el uso de sus herramientas a fines monetarios, adecuar su contabilidad a estándares prudentes y alinear los incentivos de su Directorio a la persecución efectiva de su mandato
- **Impulsar políticas que complementen la reforma para afianzar la credibilidad del BCRA:** Legislar con entendimiento de que el equilibrio fiscal, piedra angular de la estabilidad macroeconómica (junto al equilibrio monetario), es innegociable

¿Por qué resulta oportuna y necesaria una reforma de la Carta Orgánica del BCRA?

- 1 | RESUMEN EJECUTIVO: La teoría económica anticipó la realidad, y la realidad confirmó la teoría
- 2 | RESULTADO ECONÓMICO: La inflación es un fenómeno monetario que se alimenta de una raíz fiscal
- 3 | MARCO JURÍDICO: La C.O. del BCRA otorga recursos al TN que fomentan el *impuesto inflacionario*
- 4 | BALANCE CONTABLE: 20+ años cediendo fondos al TN empujó la economía hacia la hiperinflación
- 5 | ANEXO ESTADÍSTICO: Estimaciones del daño patrimonial al BCRA, período de análisis 2003-26

Some Unpleasant Monetarist Arithmetic

Thomas J. Sargent
Neil Wallace

Advisers
Research Department
Federal Reserve Bank of Minneapolis
and
Professors of Economics
University of Minnesota

In his presidential address to the American Economic Association (AEA), Milton Friedman (1968) warned not to expect too much from monetary policy. In particular, Friedman argued that monetary policy could not permanently influence the levels of real output, unemployment, or real rates of return on securities. However, Friedman did assert that a monetary authority could exert substantial control over the inflation rate, especially in the long run. The purpose of this paper* is to argue that, even in an economy that satisfies monetarist assumptions, if monetary policy is interpreted as open market operations, then Friedman's list of the things that monetary policy cannot permanently control may have to be expanded to include inflation.

In the context of this paper, an economy that satisfies monetarist assumptions (or, a monetarist economy) has

in at least two ways. (For simplicity, we will refer to publicly held interest-bearing government debt as *government bonds*.) One way the public's demand for bonds constrains the government is by setting an upper limit on the real stock of government bonds relative to the size of the economy. Another way is by affecting the interest rate the government must pay on bonds. The extent to which these constraints bind the monetary authority and thus possibly limit its ability to control inflation permanently partly depends on the way fiscal and monetary policies are coordinated. To see this, consider two polar forms of coordination.

On the one hand, imagine that monetary policy dominates fiscal policy. Under this coordination scheme, the monetary authority independently sets monetary policy by, for example, announcing growth rates for base

"La inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario"

Milton Friedman* y Anna Schwartz (1963)

*Premio Nobel de Economía 1976

"...imagínese que la política fiscal domina la política monetaria... Aún cuando esa autoridad monetaria pueda seguir controlando la inflación de manera permanente, sería menos efectiva... Si los déficits de las autoridades fiscales no pueden ser financiados con ventas adicionales de bonos la autoridad monetaria se verá obligada a crear dinero y tolerar más inflación"

Thomas Sargent* & Neil Wallace (1981)

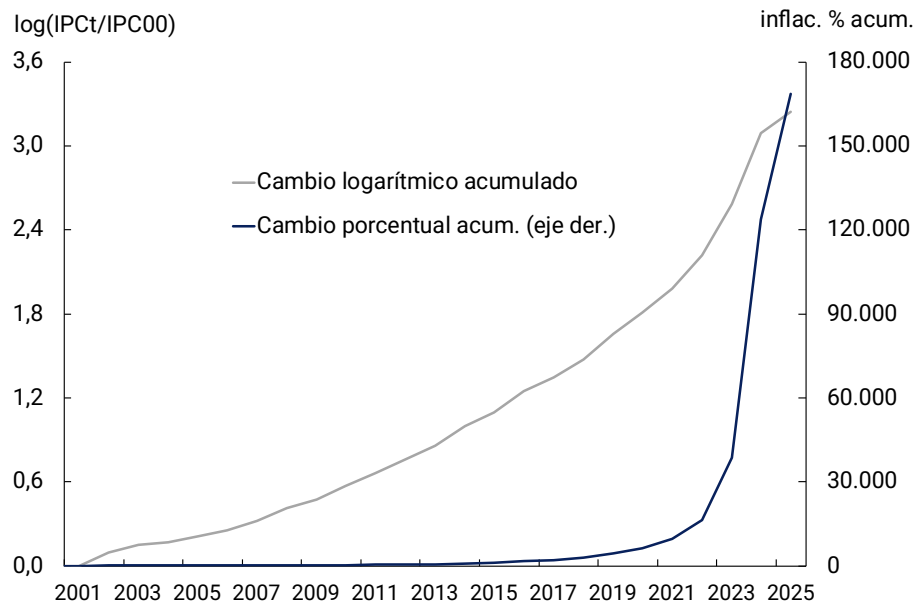
*Premio Nobel de Economía 2011

"Las inflaciones altas y persistentes son siempre y en todo lugar un fenómeno fiscal, en donde el Banco Central es su cómplice".

Thomas Sargent (2013)

Premio Nobel de Economía 2011

Argentina: IPC acumulado

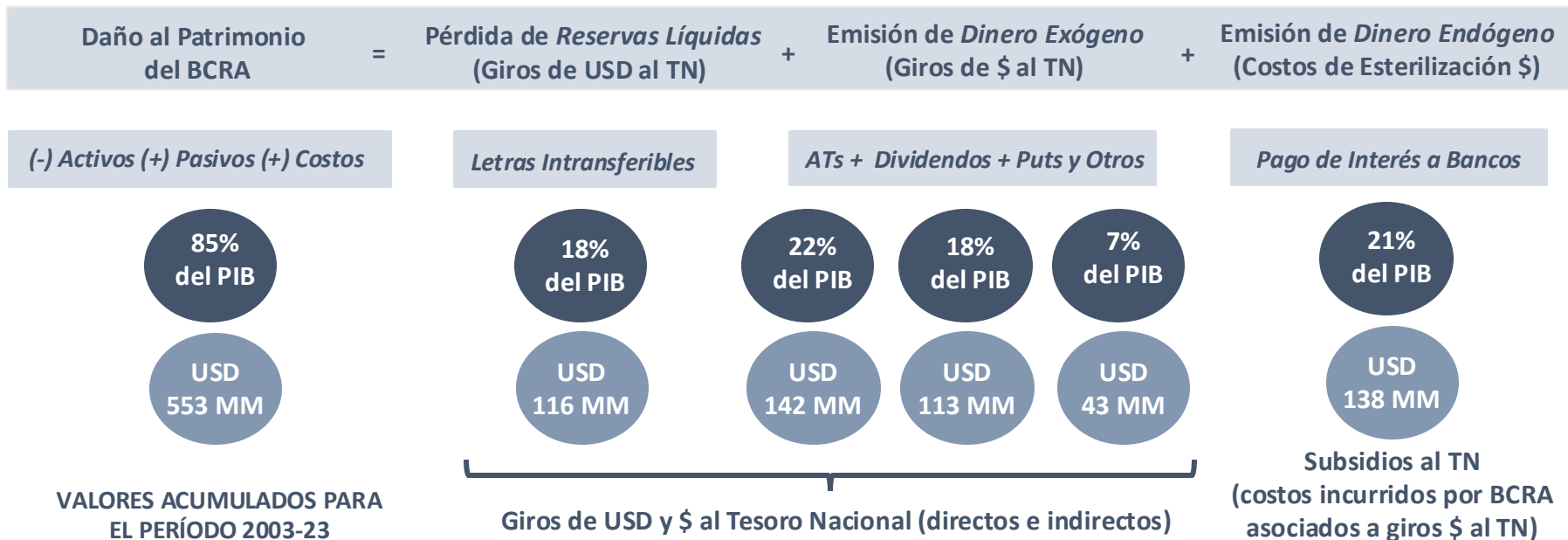


Nota | Datos hasta 2025
Fuente | BCRA.

"Las inflaciones altas y persistentes son siempre y en todo lugar..."

RESUMEN EJECUTIVO: EVIDENCIA EMPÍRICA

Argentina: Entre 2003-23 el BCRA transfirió recursos al TN por
85% del PIB (equivalente a USD 553 mil millones hoy)

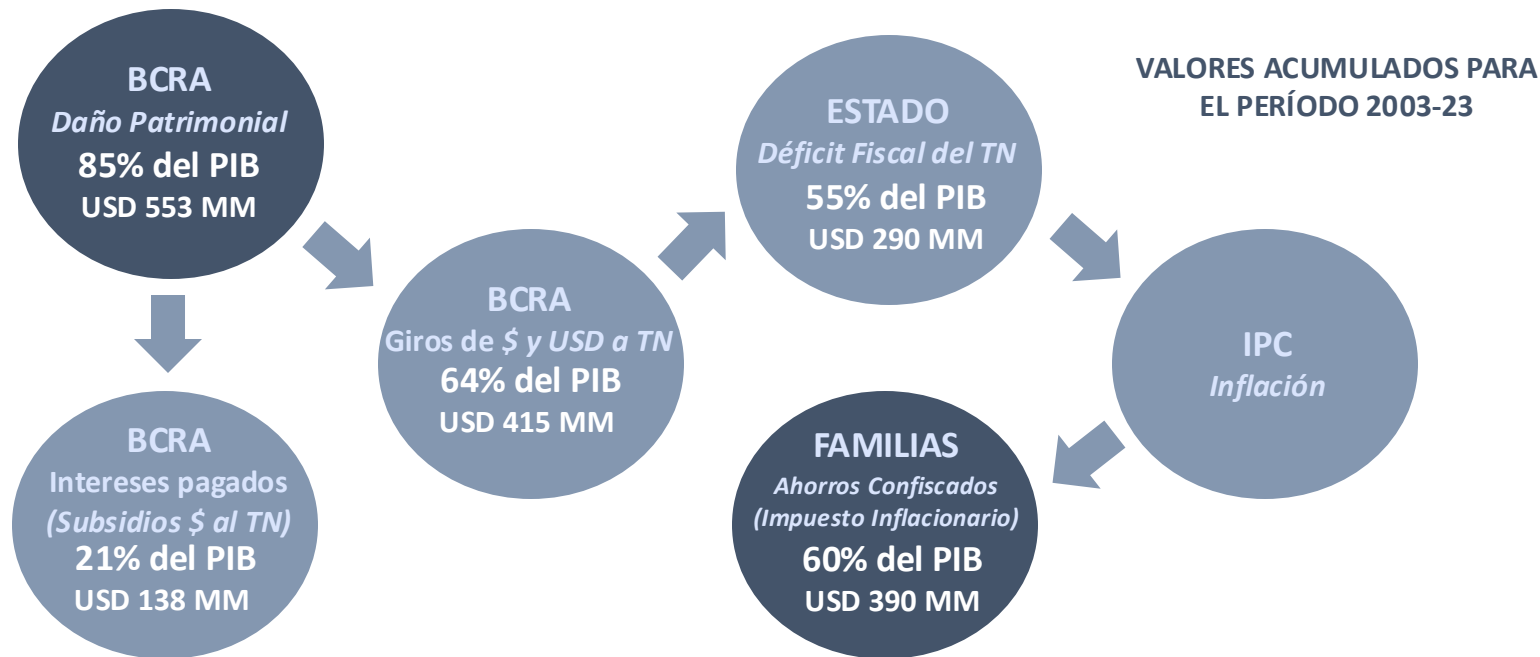


"...un fenómeno fiscal en donde el banco central es su cómplice."

Thomas Sargent, Premio Nobel Economía 2011

RESUMEN EJECUTIVO: EVIDENCIA EMPÍRICA

Argentina: Entre 2003-23 Las familias sufrieron una confiscación de ahorros a través del impuesto inflacionario equivalente a **60% del PIB** (USD 390 mil millones hoy)



Nota | El déficit fiscal del TN es el déficit excluyendo los ingresos por dividendos del BCRA; El ahorro confiscado de las familias es el impuesto inflacionario estimado sobre M2 transaccional privado. Fuente | BCRA.

"... y donde las familias son sus víctimas."

CONCLUSIONES GENERALES: La reforma de la C.O. del BCRA es oportuna y necesaria

La acumulación de estadísticas económicas, monetarias y fiscales a lo largo del tiempo ofrece evidencia contundente de la relación estrecha entre la inflación y el impuesto inflacionario con:

- **El resultado económico:** La evidencia empírica entre 2003-23 desmiente categóricamente la suposición de que *“un poco de inflación no es grave”*
- **El marco jurídico:** La evidencia empírica entre 2003-23 indica que la *“restricción externa”* (un faltante de dólares) se deriva de la ausencia de una *“restricción interna”* (un sobrante de pesos, originados en la monetización del déficit fiscal).
- **El balance contable:** La evidencia empírica entre 2003-23 revela el grado extremo de *“dominancia fiscal de la política monetaria”* a la cual fue sometido el BCRA por el TN

¿Por qué resulta oportuna y necesaria una reforma de la Carta Orgánica del BCRA?

1 | RESUMEN EJECUTIVO: La teoría económica anticipó la realidad, y la realidad confirmó la teoría

2 | RESULTADO ECONÓMICO: La inflación es un fenómeno monetario que se alimenta de una raíz fiscal

¿Qué es el impuesto inflacionario? Es un mecanismo *de facto* e indirecto de recaudación del TN

¿Cómo lo recaudó el TN? Vía transferencias discrecionales de pesos (y dólares) otorgadas por el BCRA

¿Cuánto pagó la sociedad? En 20 años+ los argentinos perdieron ahorros por **60% del PIB** ante la inflación

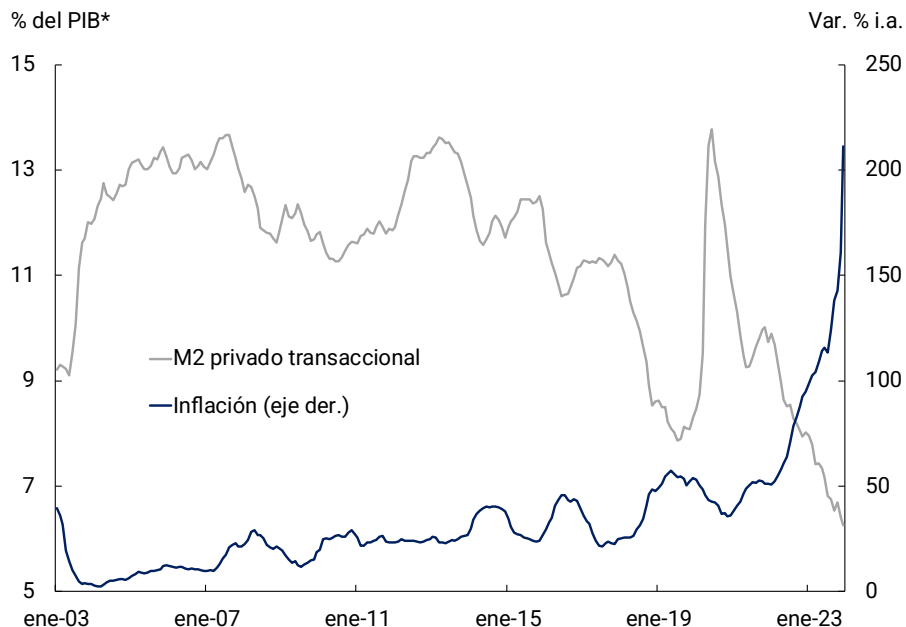
*

3 | MARCO JURÍDICO: La C.O. del BCRA otorga recursos al TN que fomentan el *impuesto inflacionario*

4 | BALANCE CONTABLE: 20+ años cediendo fondos al TN empujó la economía hacia la hiperinflación

5 | ANEXO ESTADÍSTICO: Estimaciones del daño patrimonial al BCRA, período de análisis 2003-26

Depósitos bancarios y precios M2 Privado Transaccional e IPC



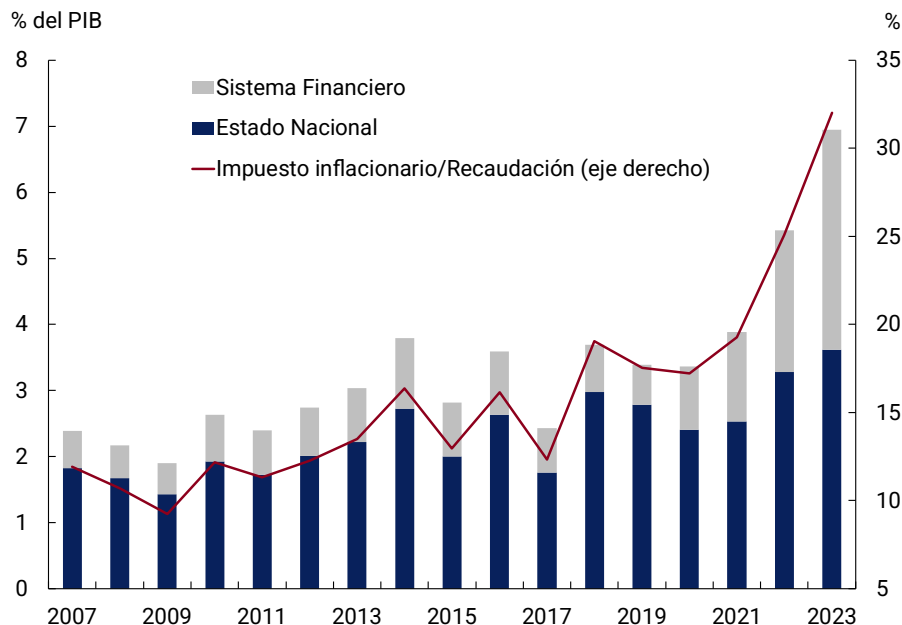
Las consecuencias de 20 años de inflación en Argentina:

- **Deterioro del ahorro interno y el crédito al sector privado**
 - Las personas responden reduciendo su ahorro en pesos
 - Los bancos reducen el crédito bancario en pesos
 - Las personas sustituyen su ahorro en pesos por dólares
 - Los dólares son resguardados en el colchón o en el exterior
 - Los bancos reducen el crédito bancario en dólares
- **Deterioro de la inversión, la actividad y el sector externo**
 - El crédito escaso y caro a empresas limita la inversión
 - La poca inversión limita la competitividad
 - Las exportaciones y la actividad se estancan
 - El BCRA pierde reservas internacionales
 - Crece la expectativa de crisis cambiaria e inestabilidad
- **Deterioro del empleo y la pobreza**
 - La poca inversión limita el empleo
 - El impuesto inflacionario reduce el salario
 - La reducción de la masa salarial aumenta la pobreza

Nota | Datos a Dic-23.

Fuente | BCRA.

Impuesto inflacionario Estimado sobre M2 Privado Transaccional

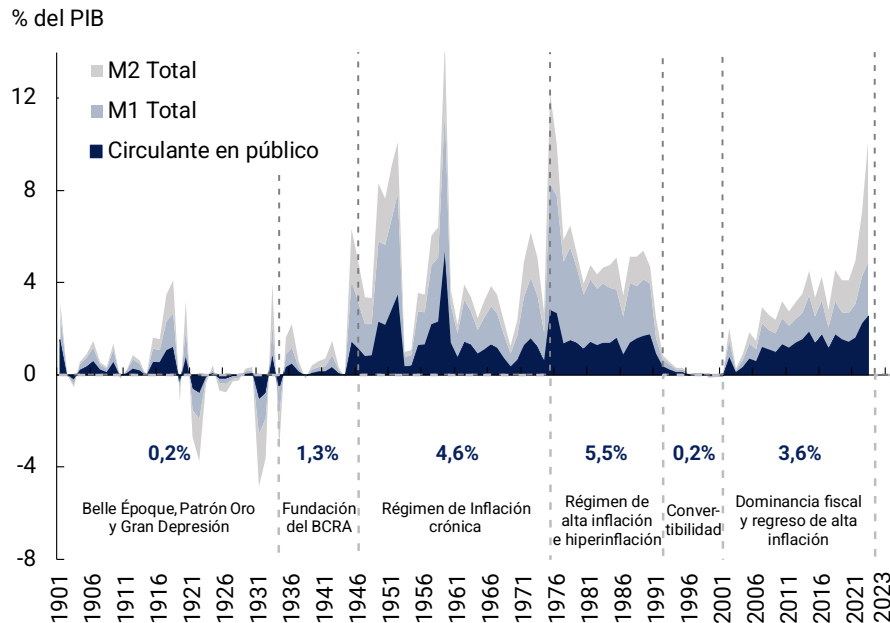


- **En Argentina la recaudación del impuesto inflacionario ha trepado a niveles exorbitantes:** En 2023 el impuesto inflacionario llegó a representar casi **7% del PIB***, equivalente a más de 30% de la recaudación del TN
- **La inflación es un impuesto que introduce distorsiones en todas las dimensiones conocidas de análisis:**
 - **Jurídica:** No es legislado por el Congreso de la Nación
 - **Distributiva:** No es coparticipado con las Provincias
 - **Tributaria:** Su tasa no está determinada y resulta volátil
 - **Administrativa:** El pago no se recauda, se confisca
 - **Financiera:** Introduce un costo (prima de riesgo) contractual
 - **Económica:** Penaliza el ahorro y encarece la inversión
 - **Distributiva:** Lo cobra el TN y el sistema financiero en su conjunto; lo pagan los asalariados, jubilados y ahorristas
 - **Social:** Recae desproporcionadamente sobre las familias de menores ingresos

* Estimado sobre M2 privado transaccional

Nota | El componente Estado Nacional corresponde al impuesto inflacionario sobre el circulante + efectivo en entidades financieras + cuenta corriente en el BCRA. El componente Bancos se obtiene por diferencia con el M2 transaccional privado. Fuente | BCRA.

Argentina: Más de un siglo de impuesto inflacionario



- **La inflación es un fenómeno monetario.** Originado en una suba de la oferta de dinero, o una baja de la demanda de dinero o ambas a la vez.
- **La inflación crónica tiene su raíz en las necesidades fiscales:**
 - **El impuesto inflacionario es un componente del "señoreaje".** Cuando acelera la inflación y cae la demanda de dinero, el impuesto inflacionario excede el señoreaje:

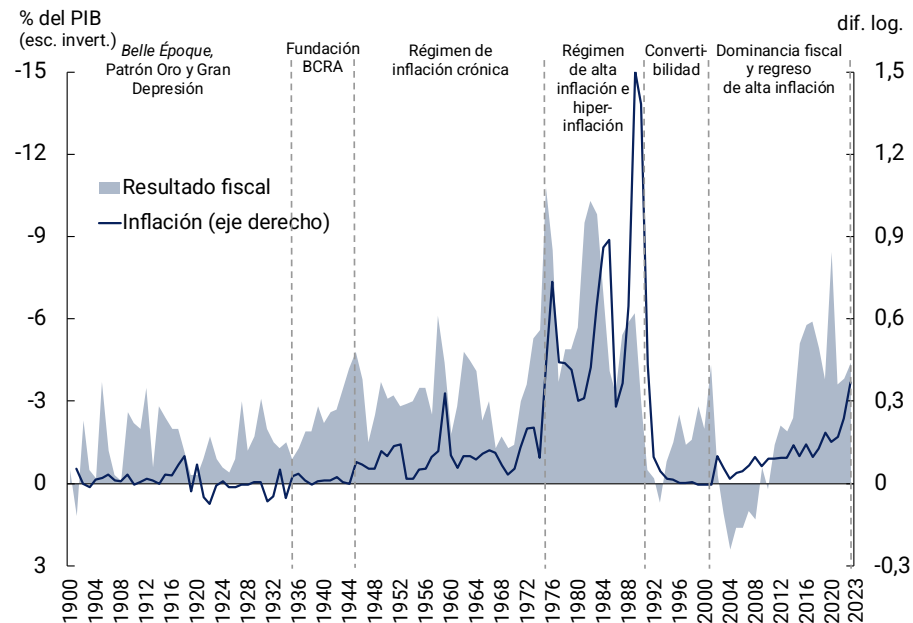
Señoreaje total

$$\frac{\Delta M_t}{PIB_t} = \underbrace{\Delta m_t + m_{t-1} \frac{g_t}{(1 + \pi_t)(1 + g_t)}}_{\text{Señoreaje puro}} + \underbrace{m_{t-1} \left(\frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \right)}_{\text{Impuesto inflacionario}}$$

- **El impuesto inflacionario se compone de:**
 - **La tasa impositiva:** La variación del IPC del período
 - **La base imponible:** El stock de dinero (M0, M1, M2)
- **La recaudación del impuesto inflacionario entre 2003-2023 fue equivalente a 60% del PIB (\$590 billones o USD 390 mil millones de hoy), estimado sobre M2 transaccional privado**

Nota | La estimación del promedio anual cobrado del impuesto inflacionario (en % del PIB) para cada periodo es el correspondiente al M2 Total. El promedio anual para el periodo más reciente utilizando el M2 transaccional privado es de 2,9% del PIB. Fuente | BCRA.

Argentina: Más de un siglo de resultados fiscales e inflación



La evolución del IPC desde la fundación del BCRA (1935):
12.819.532.788.614.400.000%

La inflación crónica coincide con déficits fiscales persistentes

- **El Estado financia su gasto público recurriendo a:**
 - **Impuestos legislados por el Congreso** (los recursos presupuestarios contabilizados "*arriba de la línea*")
 - **Endeudamiento legislado por el Congreso** doméstico o externo (los recursos presupuestarios contabilizados "*debajo de la línea*")
- **La inflación persiste cuando se monetiza el déficit:**
 - **El Estado descuida el presupuesto:** El gasto público crece más que la capacidad contributiva privada
 - **El Estado descuida el crédito público:** Se dificulta la refinanciación de deuda pública, sea porque la política económica eleva el riesgo de repago, o porque se mantienen litigios de deuda irresueltos que marginan al Estado del mercado.

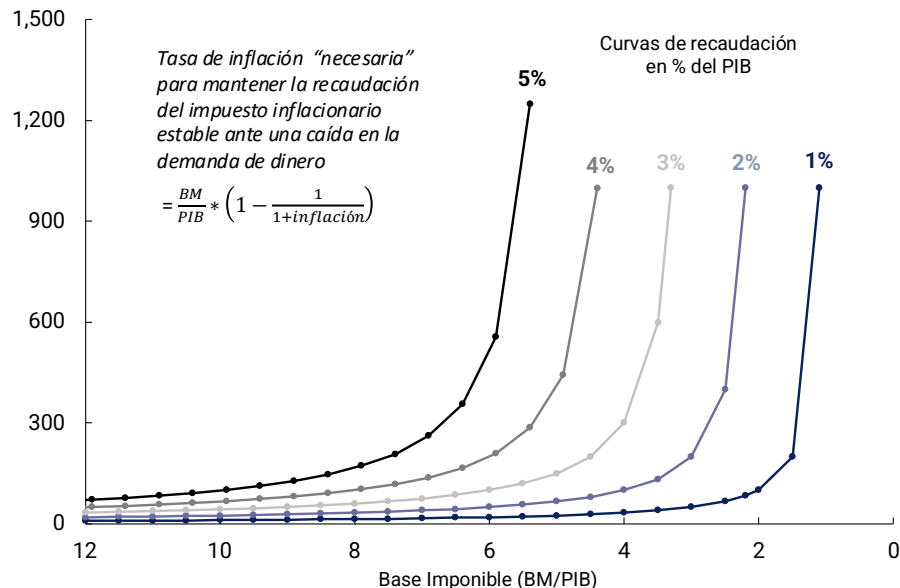
INFLACIÓN: TENDENCIA A LA ESPIRALIZACIÓN

Al desanclar las expectativas, la inflación conduce la economía a un **desequilibrio monetario inestable y creciente**

Impuesto inflacionario

Recaudación, base imponible y tasa impositiva

Tasa impositiva (inflación)



La dinámica inflacionaria tiende a espiralizarse debido a la interacción entre la inflación observada y las expectativas de inflación.

La inflación impulsada por déficits fiscales crónicos opera en un **desequilibrio inestable** determinado por las expectativas.

- Las expectativas del sector privado **"corren el arco"** al TN: Ante la imposición de la tasa impositiva (inflación) el sector privado reduce la base imponible del impuesto (sus tenencias de dinero)*.
- El objetivo del TN presenta **"inconsistencia temporal"**: Ante la caída de la demanda de dinero, el Tesoro depende de una tasa de impuesto creciente para mantener estable la recaudación del impuesto inflacionario.
- El BCRA sufre un problema de la **"dominancia fiscal de la política monetaria"**: Cediendo a las demandas por recursos del TN, el BCRA termina validando expectativas privadas de inflación creciente, contrario a su mandato.

* Ver el gráfico de la diapositiva 12 (la demanda de dinero, medida por el M2 transaccional, osciló en torno al 12% del PIB hasta 2015, y luego cayó a un mínimo de 6% del PIB en 2024.

Fuente | BCRA.

Esterilización de oferta excedente de pesos:

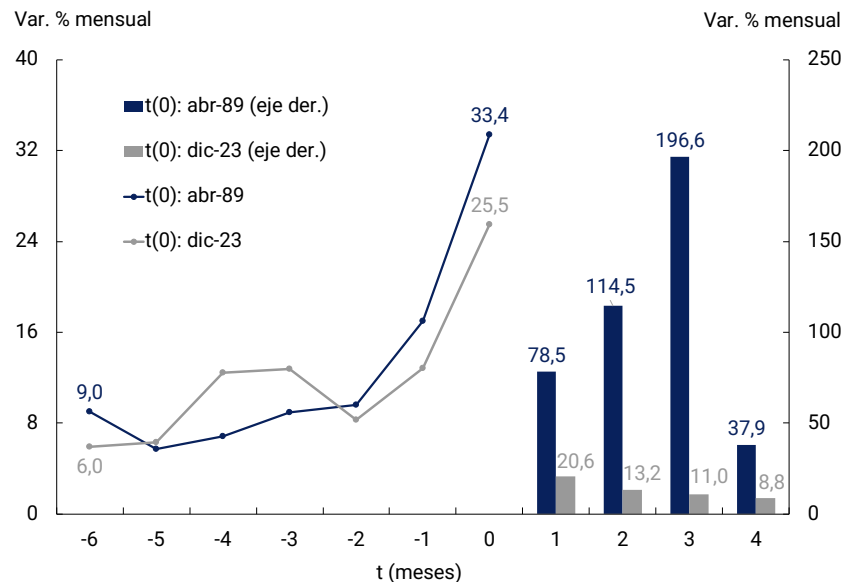
Ratio de pasivos remunerados del BCRA sobre base monetaria



Fuente | BCRA

Dinámicas inflacionarias comparadas:

IPC mensual 2023 vs 1989



Fuente | BCRA en base a datos de INDEC.

CONCLUSIONES ECONÓMICAS: La reforma de la C.O. del BCRA es oportuna y necesaria:

- **Resultado económico:** La inflación crónica ahogó el ahorro interno, condujo a crisis cambiarias recurrentes y catapultó el nivel de pobreza.
- **Motivación fiscal:** La inflación constituye un impuesto y, de todos, es el más distorsivo.
- **Impuesto inflacionario:** Entre 2003-23 la inflación fue de 50.141%, acumulando en ese período una confiscación de ahorro a las familias equivalente a USD 390 MM de hoy (60% del PIB).
- **Costo monetario:** El impuesto inflacionario perjudica salarios, jubilaciones y ahorros ya que su base imponible es el dinero.
- **Fuente de persistencia:** La inflación crónica es un fenómeno monetario con raíces en los desequilibrios fiscales crónicos.
- **Tendencia a la espiralización:** Al desanclar expectativas, la inflación conduce a un desequilibrio monetario inestable y creciente.
- **Dinámica observada:** 20+ años financiando al TN, en 2023 la inflación se espiralizó como en 1989

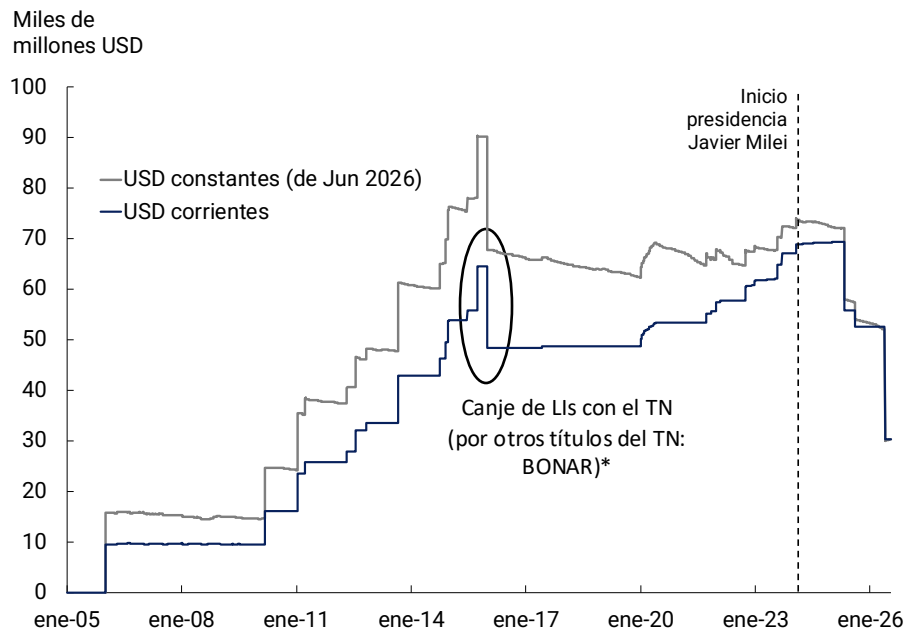
¿Por qué resulta oportuna y necesaria una reforma de la Carta Orgánica del BCRA?

- 1 | RESUMEN EJECUTIVO: La teoría económica anticipó la realidad, y la realidad confirmó la teoría
- 2 | RESULTADO ECONÓMICO: La inflación es un fenómeno monetario que se alimenta de una raíz fiscal
- 3 | MARCO JURÍDICO: La C.O. del BCRA otorga recursos al TN que fomentan el *impuesto inflacionario*
¿Qué marco jurídico lo permitió? Ley N° 24.144 (C.O. del BCRA) y Ley N° 23.928 (particularmente, Art 6)
¿Qué mecanismos usó el BCRA? ATs (\$), dividendos contables (\$), Letras Intransferibles (USD) y otros (\$)
¿Qué agravantes esconde la C.O.? La devaluación sistemática del peso y la creación de *dinero endógeno*
- 4 | BALANCE CONTABLE: 20+ años cediendo fondos al TN empujó la economía hacia la hiperinflación
- 5 | ANEXO ESTADÍSTICO: Estimaciones del daño patrimonial al BCRA, período de análisis 2003-26

CAMBIOS AL MARCO JURÍDICO ENTRE 2002-22

- **Ley 25.562/2002.** Modificó el artículo 20 de la Ley 24.144 (C.O. del BCRA) permitiendo otorgar *Adelantos Transitorios (ATs)* por hasta 10% de la recaudación del Tesoro y por un plazo de hasta 12 meses
- **Ley 25.780/2003.** Modificó el artículo 20 de la Ley 24.144 (C.O. del BCRA) incorporando al monto límite de *ATs* un segundo parámetro, en función de la base monetaria (12%)
- **DNU 1599/2005.** Ratificado por ley 26.076 el 12/2005. Modificó el artículo 6° de la Ley 23.928 (Ley de *Convertibilidad*) ampliando el concepto de "*Reservas de Libre Disponibilidad*". Habilitó al BCRA transferir reservas internacionales (RR.II.) al TN a por *Letras Intransferibles (LIs)* con el fin de pagar su deuda al FMI (USD 9.530 M)
- **DNU 298/2010:** Creó el "*Fondo del Desendeudamiento*" el 03/2010. Habilitó transferir reservas internacionales al TN a cambio de *LIs* con el fin de pagar deuda a acreedores oficiales bilaterales (USD 4.382 M)
- **Ley 26.739/2012:** Modificó el artículo 20 de la Ley 24.144 (C.O. del BCRA) y el artículo 6° de la Ley 23.928 (Ley de *Convertibilidad*) el 3/2012. Habilitó ampliar el límite de *ATs* y la posibilidad de transferir *RR.II.* al TN a cambio de *LIs*, prácticamente sin limitaciones (formalmente lo fijaba el directorio del BCRA)
- **DNU 622/2021.** Modificó la ley de presupuesto 2021 el 09/2021, autorizando el pago al FMI (USD 4.334 M)
- **DNU 576/2022.** Creó el Programa de Incremento Exportador, habilitando a empresas privadas el cobro de subsidios a través de 3 Resoluciones del MECON (USD 6.197 M), financiando con *LIs* la transferencia de *RR.II.*

BCRA: Stock de Letras Intransferibles Valor nominal (en USD corrientes y constantes)



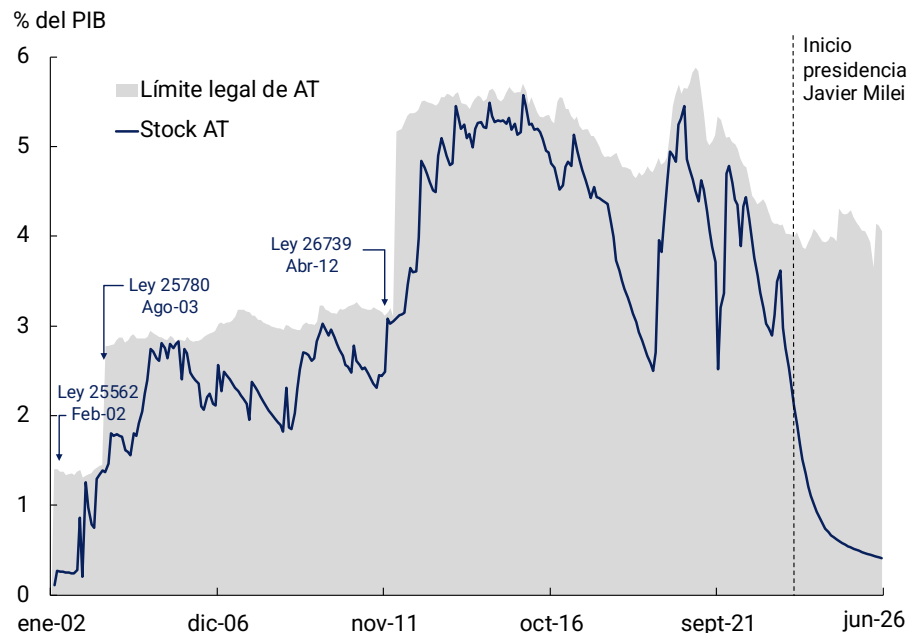
* Incluyendo en la cartera de LIs el valor de Bonares canjeados por LIs en 2016 (USD 16,1 millones), contabiliza correctamente la transferencia acumulada al TN de dólares a diciembre 2023 (USD 83,3 mil millones).

Letras Intransferibles: Giros de USD al TN y, por revaluación contable, una fuente de emisión de \$ via dividendos

- **Características:** Constituye un giro de reservas internacionales líquidas contra una promesa de pago del TN que no puede venderse en el mercado y no provee una tasa de retorno comparable al costo del endeudamiento del TN.
- **Limitación:** Su otorgamiento está limitado por endeudamiento externo (FONDEA y FONDOI) y al devengamiento de intereses. El TN las ha solicitado como sustituto a encarar esfuerzos para reducir los desequilibrios macroeconómicos.
- **Comentario:** El stock de LIs a diciembre 2023 era de **USD 67.200 millones**. Pero, ajustando por canjes, las transferencias acumuladas por vía de LIs entre 2003-23 representaron **USD 83.300 millones** (es decir, un equivalente de USD 116.000 millones, en USD de hoy). La revalorización contable de LIs (debido a las devaluaciones del peso) habilita al BCRA a emitir pesos por vía de la distribución de utilidades al TN.
- **Saneamiento *de facto* a partir de 2024:** Se dejó de financiar al Tesoro con LIs y, a partir de 2025, el Tesoro ha comenzado a recomprar el stock existente de LIs.

Nota | A precios de junio de 2026 del IPC de Estados Unidos. Datos al 20 de julio.
Fuente | BCRA.

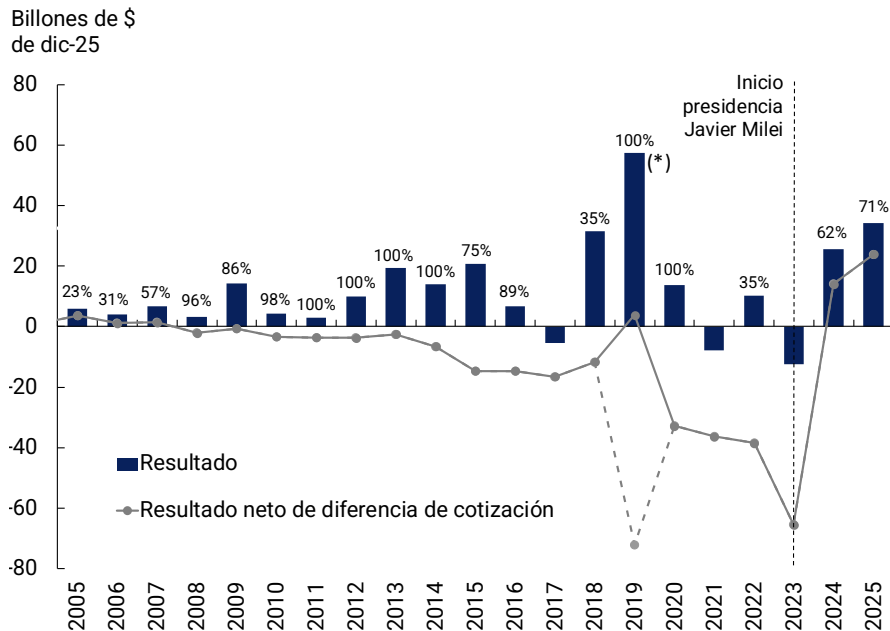
BCRA: Stock de adelantos transitorios al Tesoro (ATs)



Adelantos Transitorios: Transferencias directas de \$ al TN

- **Características:** Es un préstamo en pesos del BCRA al TN. Los pesos transferidos representan emisión monetaria y se contabilizan como activo del BCRA (stock). No devenga tasa de interés y su plazo de repago es de 12 a 18 meses (AT ordinario, AT extraordinario), aunque es renovable indefinidamente debajo del techo regulatorio.
- **Limitación:** El techo actual reglamentado equivale a 12% de la BM + 10% de los ingresos del SPNF (ATs ordinarios) a lo que se suma un 10% adicional (ATs extraordinarios). Su otorgamiento se flexibilizó varias veces, elevando su máximo disponible al equivalente de 6% del PIB en 2020.
- **Comentario:** Este activo del BCRA está sujeto a ser licuado por la inflación, debido a esto, el stock de ATs subestima el financiamiento al TN. Entre 2003-23 el financiamiento via ATs totalizo **\$217 billones (\$ 06/2026) o 22% del PIB**.
- **Saneamiento de facto a partir de diciembre 2023:** El stock fue reducido hasta 0,4% del PIB en junio 2026, aunque el límite vigente admite financiamiento al TN de hasta 4,1% del PIB.

BCRA: Resultado contable del ejercicio anual (con y sin diferencias de cambio)



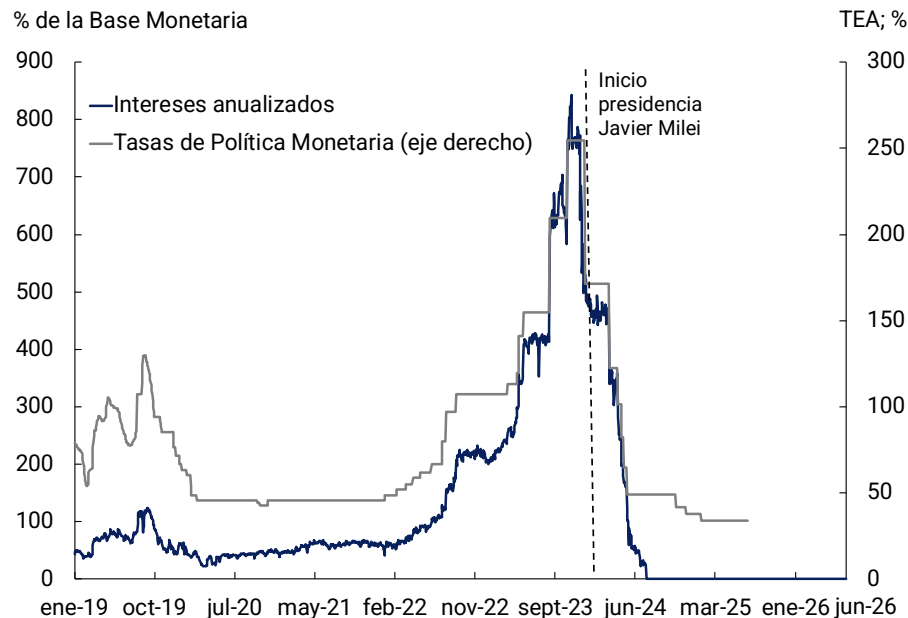
Distribución de utilidades: Transferencias directas de \$ al TN

- **Características:** Constituye una transferencia de pesos del BCRA al TN y se transforma en emisión cuando los fondos acreditados son retirados de la cuenta del TN en el BCRA.
- **Limitación:** Su otorgamiento está limitado por el resultado contable, descontando el monto que el Directorio del BCRA resuelva no distribuir para capitalizar su balance.
- **Comentario:** Hasta 2023 los resultados dependían mayormente de diferencias de cotización de monedas y **acumularon \$179 billones (\$ 06/2026) o 17% del PIB**, permitiendo emitir pesos y transferir al TN ganancias no realizadas (incentivando así la devaluación del peso).
- **Saneamiento de facto a partir de diciembre 2023:** Se avanza en la convergencia hacia normas contables profesionales y se deja de distribuir resultados por variaciones cambiarias. En 2025 las utilidades (con y sin variaciones cambiarias) fueron las mayores en 20 años* (se usaron para capitalizar el BCRA y el TN aplicó dividendos a recomprar LIs al BCRA).

Nota | Los porcentajes que acompañan las barras de los resultados contables reflejan los dividendos distribuidos al TN en relación con las utilidades contables.

(*) El resultado del ejercicio 2019 se benefició de un cambio extraordinario de criterio contable (la revalorización a par de las Letras Intransferibles del TN) equivalente a \$76 billones (el 133% del resultado del año). Fuente | BCRA.

BCRA: Tasa de política monetaria (TPM) y pago de intereses sobre pasivos remunerados



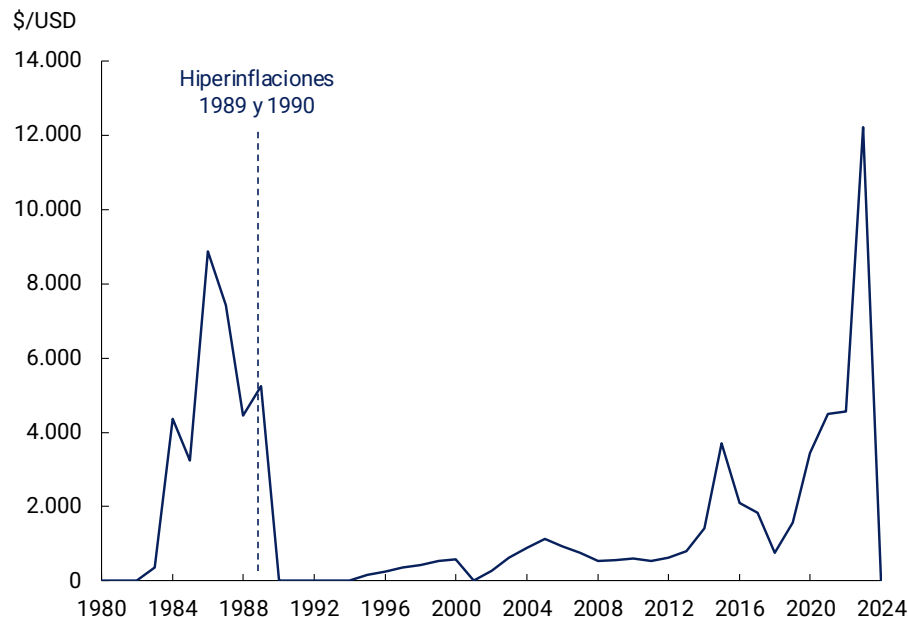
Intereses pagados sobre pasivos remunerados del BCRA: El costo incurrido por el BCRA de esterilizar las transferencias de \$ al TN

- **Características:** El BCRA paga interés sobre el stock de dinero esterilizado (LEBAC, LELIQ, pasivos remunerados). Ese interés pagado constituye una fuente de emisión monetaria.
- **Limitación:** Su crecimiento depende del stock de pesos esterilizados y de la tasa de interés (TPM) que paga BCRA.
- **Comentario:** El financiamiento monetario al Tesoro ha sido la mayor fuente de stocks de pasivos remunerados. Entre 2003 y 2023 el BCRA incurrió en un **costo financiero acumulado de \$229 billones (\$ de 06/2026) o 21% del PIB** imputable a las transferencias al TN. El interés compuesto acelera la emisión de *dinero endógeno*. A tasa de 255% TEA (diciembre 2023) el ritmo de emisión equivalía a 8 bases monetarias anualmente.
- **Saneamiento de facto a partir de diciembre 2023:** El BCRA bajó la TPM rápidamente para reducir la creación de *dinero endógeno*, eliminándola por completo en julio 2024 al reemplazar los pasivos remunerados de BCRA por LEFI del TN.

Nota | Las tasas de Política Monetaria incluyen la tasa de LEFI.

Fuente | BCRA.

BCRA: Ratio de pasivos remunerados sobre reservas internacionales líquidas En \$/USD constantes de jul-24



- **La CO del BCRA permite al TN ejercer *dominancia fiscal*:** Los giros de \$ y USD al TN permitidos por C.O. del BCRA derivan en:
 - **Deterioro del balance de BCRA:** Aumento de pasivos y reducción de activos
 - **Deterioro de la efectividad operativa de BCRA:** Pérdida de las herramientas financieras que requiere el BCRA para cumplir su mandato de estabilidad
 - **Deterioro de la credibilidad del BCRA:** Desanclaje de expectativas inflacionarias y su impacto adverso en las expectativas de devaluación del peso
- **La CO contiene agravantes menos visibles:** La C.O. vigente promueve dinámicas macroeconómicas explosivas:
 - **Promueve la creación de *dinero endógeno*:** Debido a la permisividad para transferir \$ al TN y los pagos de intereses requeridos para esterilizar esa monetización.
 - **Promueve la devaluación sistemática el peso:** Debido a la permisividad para distribuir dividendos \$ al TN (por ejemplo, habilitando distribuir variaciones cambiarias sobre la tenencia de Letras Intransferibles denominadas en USD).

Nota | Las estimaciones se basan en la presentación “Argentina: Un caso de fase terminal de dominancia fiscal sobre la política monetaria (en proceso de reversión)”, Vladimir Werning, Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA, 15/10/2024. Fuente | BCRA.

CONCLUSIONES JURÍDICAS: La reforma de la C.O. del BCRA es oportuna y necesaria:

- **La CO habilita múltiples vías de transferencia de recursos al TN.** Estas han sido utilizadas en detrimento del patrimonio del BCRA ya que han permitido disminuir activos líquidos del BCRA, incrementar pasivos del BCRA, y han obligado a BCRA a incurrir en costos financieros
 - **Giros al TN:** Los límites sobre Letras intransferibles (USD) y ATs (\$) han ido incrementándose; los dividendos (\$) han permitido distribución de utilidades no realizadas y no líquidas; mientras que otras fuentes indirectas de financiamiento (\$) han cobrado importancia en los últimos años del período bajo consideración
 - **Subsidios al TN:** El costo financiero incurrido por BCRA para esterilizar los giros (\$) al TN ha crecido junto al nivel de la tasa de interés pagada sobre pasivos remunerados
- **La CO esconde elementos agravantes que desestabilizan las expectativas inflacionarias:** Los incentivos del marco jurídico favorecen la devaluación del peso y la creación de dinero endógeno

¿Por qué resulta oportuna y necesaria una reforma de la Carta Orgánica del BCRA?

1 | RESUMEN EJECUTIVO: La teoría económica anticipó la realidad, y la realidad confirmó la teoría

2 | RESULTADO ECONÓMICO: La inflación es un fenómeno monetario que se alimenta de una raíz fiscal

3 | MARCO JURÍDICO: La C.O. del BCRA otorga recursos al TN que fomentan el *impuesto inflacionario*

4 | BALANCE CONTABLE: 20+ años cediendo fondos al TN empujó la economía hacia la hiperinflación

¿Cuántos recursos USD cedió BCRA al TN? USD 116 mil millones (de hoy), o 18% del PIB (reservas líquidas)

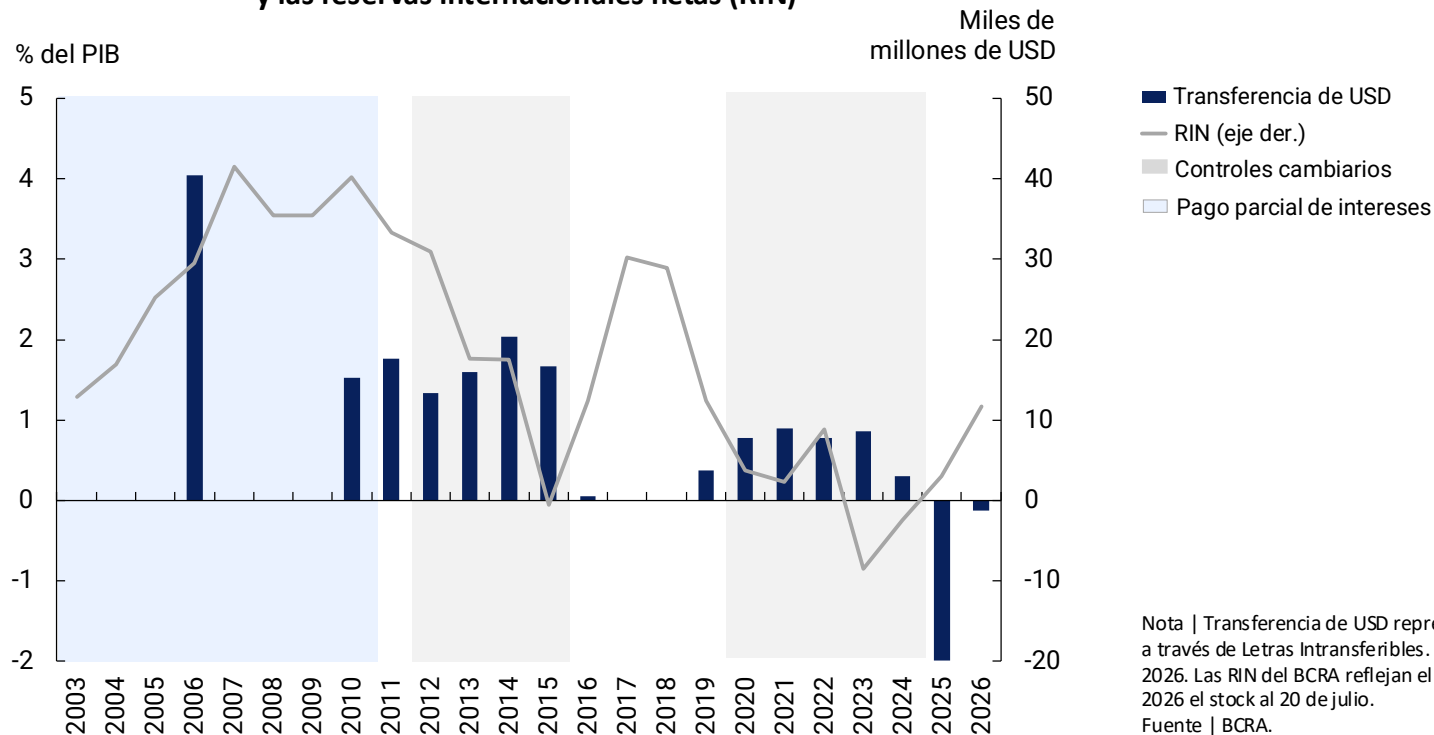
¿Cuántos recursos \$ cedió BCRA al TN? \$468 billones* (de hoy), o 46% del PIB (dinero exógeno)

¿Cuánto costo \$ pagó BCRA, subsidiando al TN ? \$229 billones* (de hoy), o 21% del PIB (dinero exógeno)

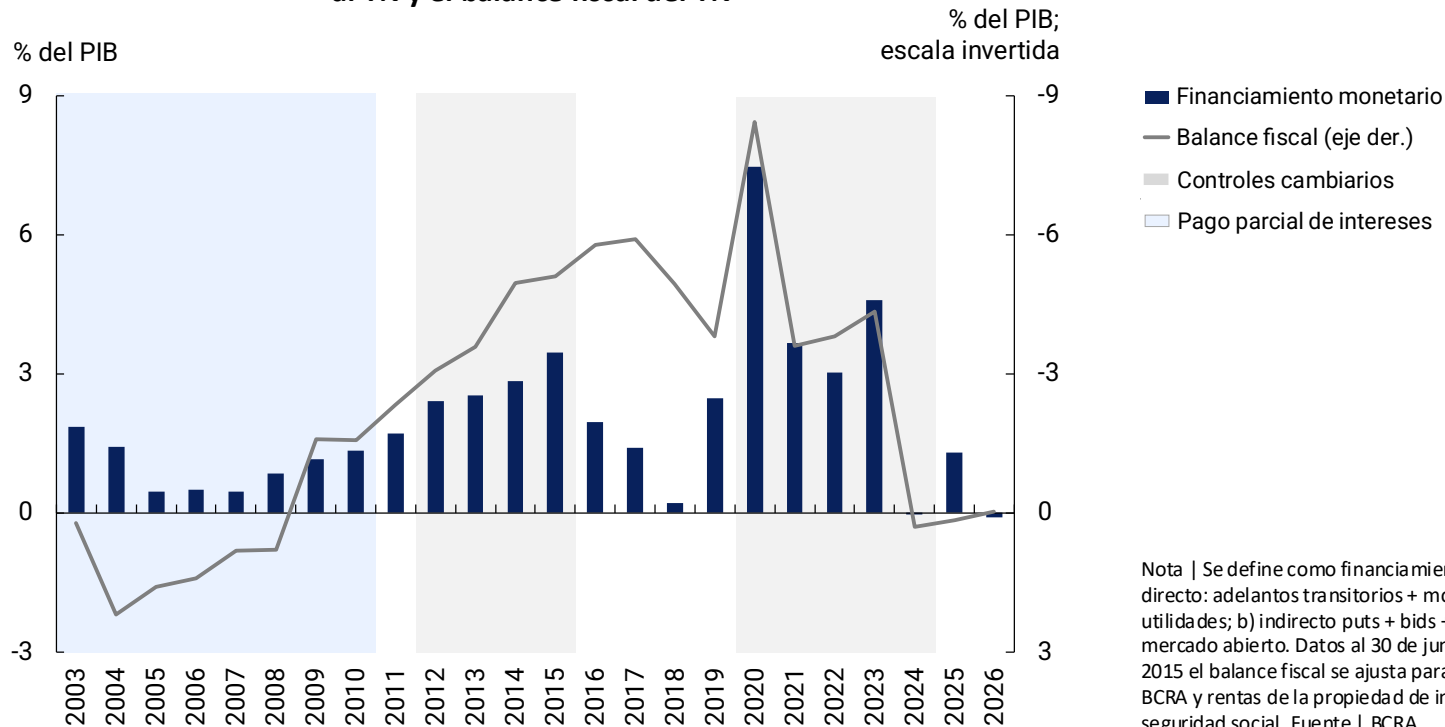
5 | ANEXO ESTADÍSTICO: Estimaciones del daño patrimonial al BCRA, período de análisis 2003-26

* Pesos de junio 2026

**BCRA: Pérdida de reservas giradas al TN
y las reservas internacionales netas (RIN)***

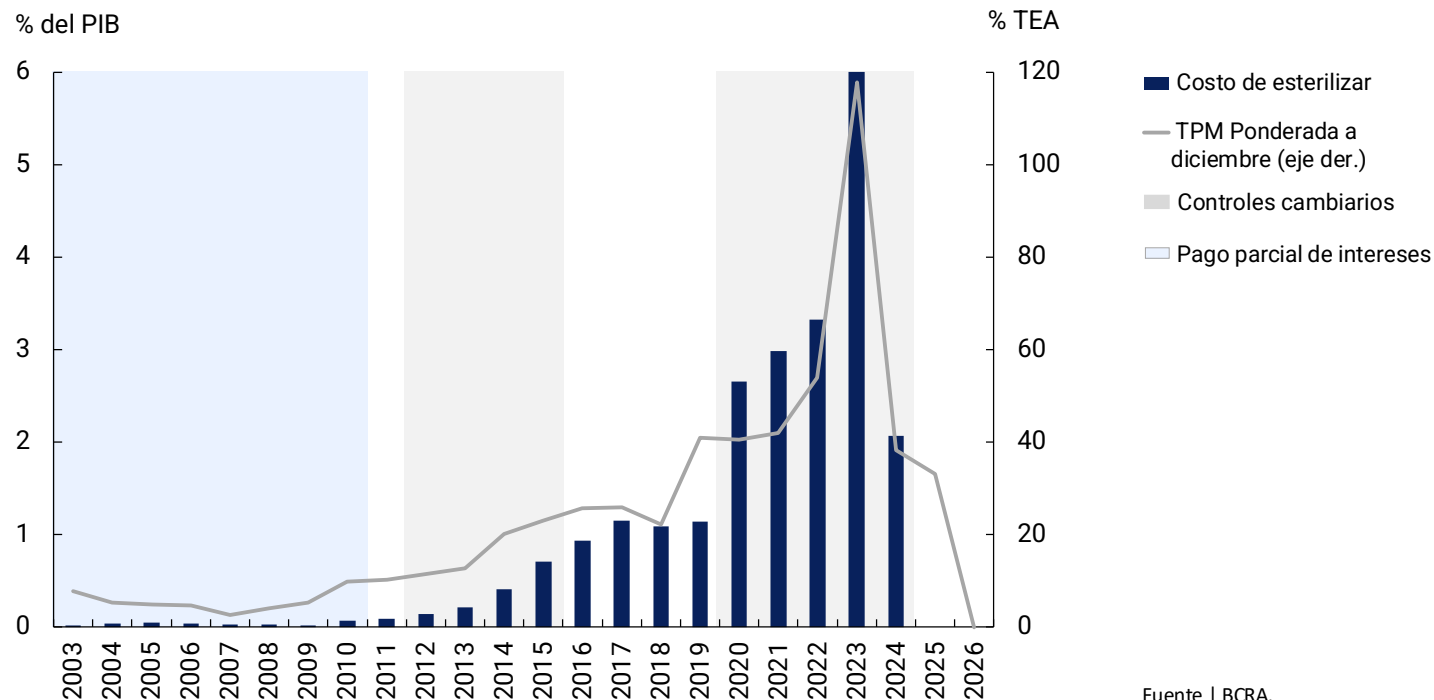


**BCRA: Emisión de pesos (directa + indirecta) girados
al TN y el balance fiscal del TN**



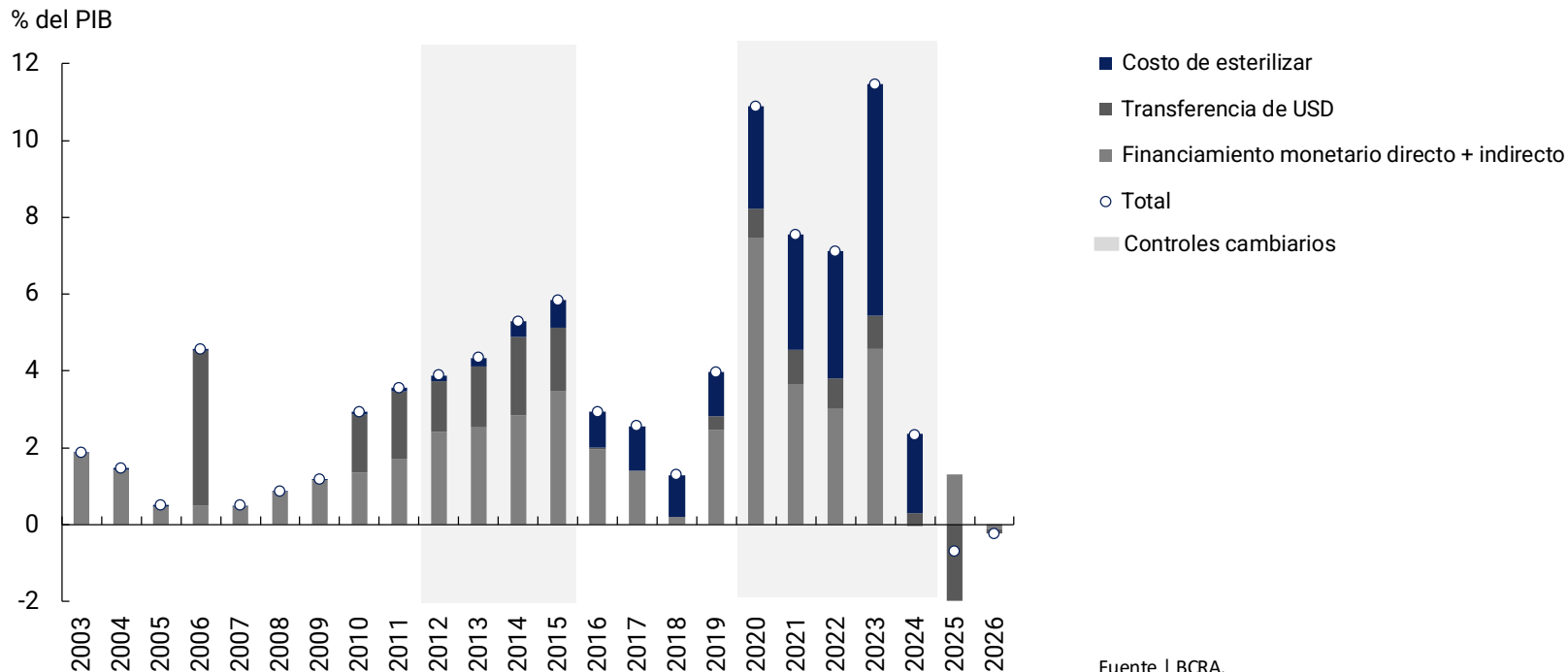
Nota | Se define como financiamiento monetario: a) directo: adelantos transitorios + monetización de utilidades; b) indirecto puts + bids + otras operaciones de mercado abierto. Datos al 30 de junio de 2026. Hasta 2015 el balance fiscal se ajusta para excluir utilidades de BCRA y rentas de la propiedad de instituciones de la seguridad social. Fuente | BCRA.

BCRA: Intereses pagados y tasa de interés ponderada

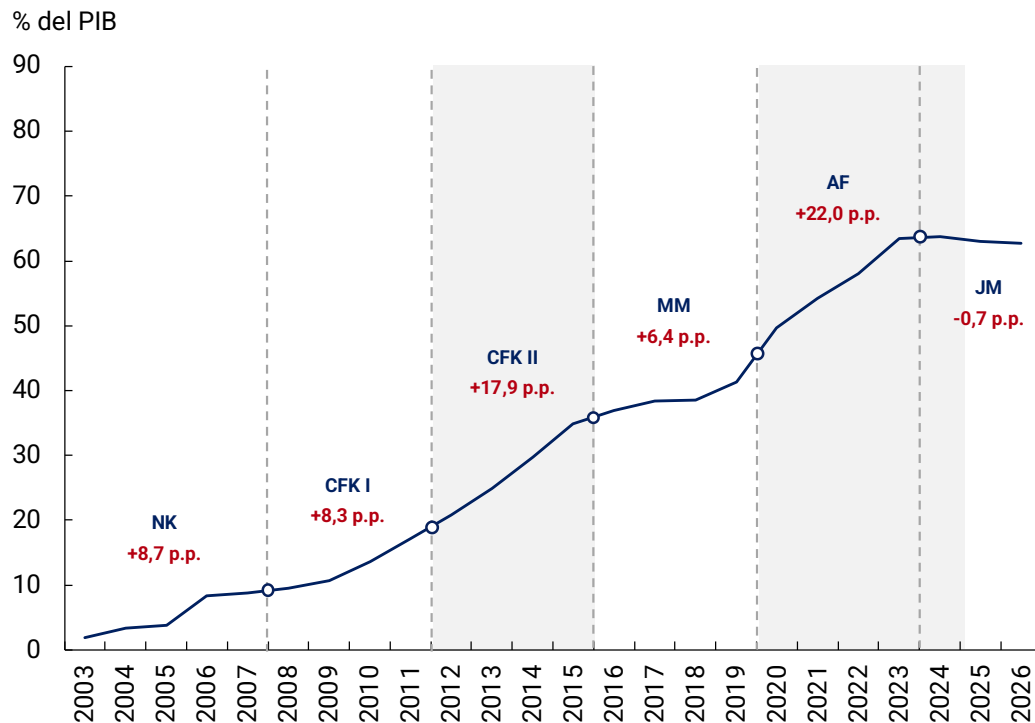


Fuente | BCRA.

BCRA: Giros de USD + emisión exógena \$ + emisión endógena \$ (esterilización)



BCRA: Giros acumulados de \$ y USD al TN



■ Controles cambiarios

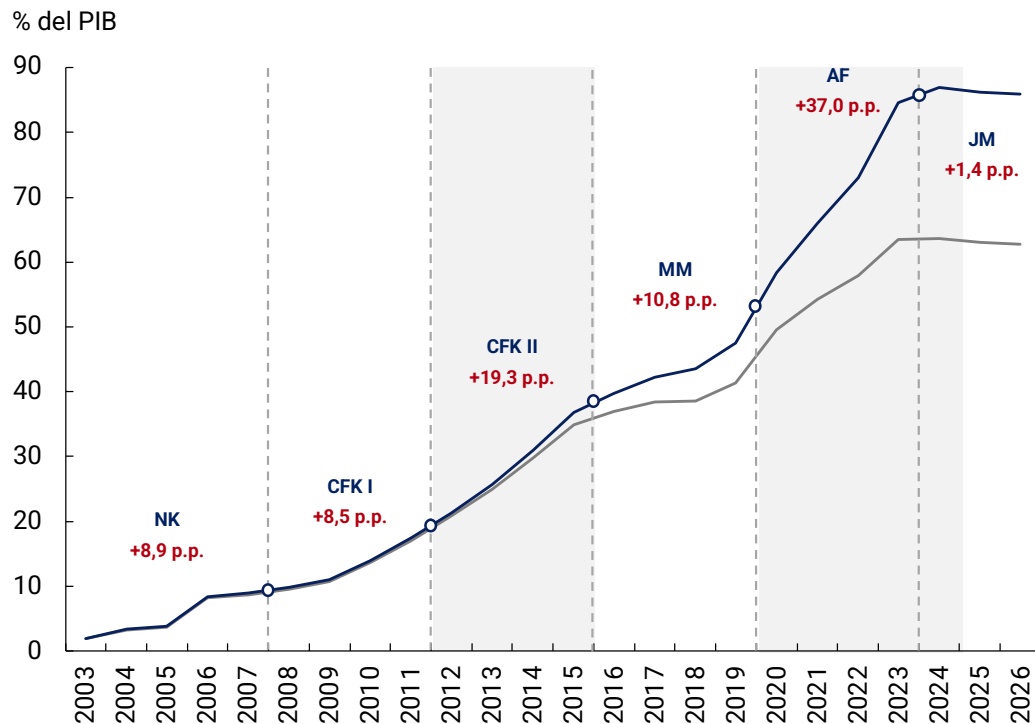
Los períodos de mayor crecimiento en los giros de recursos del BCRA al TN coinciden con períodos de imposición de controles cambiarios. La coincidencia no es casualidad, sino que refleja dos factores causales:

- **Factores económicos:** La inflación originada en necesidades fiscales tiende a ser persistente y propensa a espiralizarse (ver diapositivas 15 y 16, respectivamente)
- **Factores jurídicos:** Los mecanismos de la C.O. BCRA que facilitan giros al TN incentivan la *devaluación del peso* y la *creación de dinero endógeno*, afectando negativamente las expectativas (ver diapositiva 25)

Nota | Giros acumulados: Adelantos transitorios + monetización de utilidades+ puts + bids + otras operaciones de mercado abierto + Letras intransferibles. Datos al 30 de junio de 2026.

Fuente | BCRA.

BCRA: Giros acumulados de \$ y USD al TN + subsidios \$ al TN



■ Controles cambiarios

Los períodos de mayor crecimiento en los giros de recursos del BCRA al TN coinciden con períodos de imposición de controles cambiarios. La coincidencia no es casualidad, sino que refleja dos factores causales:

- **Factores económicos:** La inflación originada en necesidades fiscales tiende a ser persistente y propensa a espiralizarse (ver diapositivas 15 y 16, respectivamente)
- **Factores jurídicos:** Los mecanismos de la C.O. BCRA que facilitan giros al TN incentivan la *devaluación del peso* y la *creación de dinero endógeno*, afectando negativamente las expectativas (ver diapositiva 25)

Nota | Giros acumulados: Adelantos transitorios + monetización de utilidades+ puts + bids + otras operaciones de mercado abierto + Letras intransferibles. El daño patrimonial al BCRA incluye el costo de esterilización asociado a giro de \$ al TN. Datos al 30 de junio de 2026.
Fuente | BCRA.

CONCLUSIONES CONTABLES: La reforma de la C.O. del BCRA es oportuna y necesaria:

- **El BCRA sufrió un daño patrimonial de 85% del PIB (USD 553 MM a hoy) entre 2003-2023:**
 - **Transferencia de recursos al TN:** El BCRA transfirió 64% del PIB (equivalente a USD 415 MM a hoy) al TN a través de giros directos e indirectos de \$ (creación de dinero exógeno) y directos de USD (pérdida de reservas líquidas)
 - **Subsidios al TN:** El BCRA incurrió en costos por 21% del PIB (equivalente a USD 138 MM de hoy) de esterilización asociados a los giros de \$ al TN. El pago de intereses (creación de dinero endógeno) constituye un subsidio al TN ya que la monetización de déficits ahorra el Tesoro los intereses que le hubiera correspondido pagar si hubiese financiado su déficit a través de la colocación de deuda
- **El deterioro patrimonial de BCRA ha derivado en restricciones cambiarias y represión financiera**
- **20+ años cediendo recursos al TN terminó empujando la economía al borde de la hiperinflación**

¿Por qué resulta oportuna y necesaria una reforma de la Carta Orgánica del BCRA?

- 1 | RESUMEN EJECUTIVO: La teoría económica anticipó la realidad, y la realidad confirmó la teoría
- 2 | RESULTADO ECONÓMICO: La inflación es un fenómeno monetario que se alimenta de una raíz fiscal
- 3 | MARCO JURÍDICO: La C.O. del BCRA otorga recursos al TN que fomentan el *impuesto inflacionario*
- 4 | BALANCE DEL BCRA: 20+ años cediendo fondos al TN empujó la economía hacia la hiperinflación
- 5 | ANEXO ESTADÍSTICO: Estimaciones del daño patrimonial al BCRA, período de análisis 2003-26

Flujos acumulados (2003-23)	\$ Constantes (Billones)	USD Corrientes (Mil millones)	Equivalente hoy	
			% PIB	USD (Mil millones)
Daño Patrimonial al BCRA	697	83	85	553
Giros de U\$D (por <i>L/s</i>) al TN	...	83	18	116
Emisión exógena de \$	468	...	46	299
Giros directos de \$ al TN	396	...	39	256
Adelantos Transitorios (<i>ATs</i>)	217	...	22	142
Utilidades monetizadas	179	...	17	113
Giros indirectos de \$ al TN (<i>puts, bids</i> y otros)	72	...	7	43
Emisión endógena de \$ (esterilización de giros de \$)	229	...	21	138

Año	Giros Directos de \$ al TN (Emisión Exógena)	Giros Indirectos de \$ al TN (Emisión Exógena)	Giros de USD al TN (Pérdida de Reservas Líquidas)	Total de Giros de \$ y USD al TN	Subsidios al TN en concepto de Costo de Esterilización de \$ (Emisión Endógena)	Total Giros y Subsidios al TN (\$ Emitidos y USD Girados)
2003	1.8	0.0	0.0	1.8	0.0	1.9
2004	1.4	0.0	0.0	1.4	0.0	1.5
2005	0.5	0.0	0.0	0.5	0.0	0.5
2006	0.5	0.0	4.0	4.5	0.0	4.6
2007	0.5	0.0	0.0	0.5	0.0	0.5
2008	0.8	0.0	0.0	0.8	0.0	0.9
2009	1.2	0.0	0.0	1.2	0.0	1.2
2010	1.3	0.0	1.5	2.9	0.1	2.9
2011	1.7	0.0	1.8	3.5	0.1	3.6
2012	2.4	0.0	1.3	3.7	0.1	3.9
2013	2.5	0.0	1.6	4.1	0.2	4.3
2014	2.8	0.0	2.0	4.9	0.4	5.3
2015	3.1	0.4	1.7	5.1	0.7	5.8
2016	1.9	0.0	0.1	2.0	0.9	2.9
2017	1.4	0.0	0.0	1.4	1.1	2.6
2018	0.2	0.0	0.0	0.2	1.1	1.3
2019	2.5	0.0	0.4	2.8	1.1	4.0
2020	7.4	0.0	0.8	8.2	2.7	10.9
2021	3.7	0.0	0.9	4.6	3.0	7.5
2022	0.7	2.3	0.8	3.8	3.3	7.1
2023	0.7	3.9	0.9	5.4	6.0	11.5
2024	0.0	0.0	0.3	0.3	2.1	2.3
2025	1.4	-0.1	-2.0	-0.7	0.0	-0.7
2026	0.3	-0.4	-0.1	-0.2	0.0	-0.2

Fuente | BCRA.

Año	Giros Directos de \$ al TN (Emisión Exógena)	Giros Indirectos de \$ al TN (Emisión Exógena)	Giros de USD al TN (Pérdida de Reservas Líquidas)	Total de Giros de \$ y USD al TN	Subsidios al TN en concepto de Costo de Esterilización de \$ (Emisión Endógena)	Total Giros y Subsidios al TN (\$ Emitidos y USD Girados)
NK (2003-2007)	4.7	0.0	4.0	8.7	0.2	8.9
CFK1 (2008-2011)	5.0	0.0	3.3	8.3	0.2	8.5
CFK2 (2012-2015)	10.8	0.4	6.6	17.9	1.5	19.3
MM (2016-2019)	6.0	0.0	0.4	6.4	4.3	10.8
AF (2020-2023)	12.5	6.2	3.3	22.0	15.0	37.0
Subtotal (2003-2023)	39.1	6.6	17.7	63.4	21.1	84.5
JM (2024-2026 S1)	1.6	-0.5	-1.8	-0.7	2.1	1.4

Fuente | BCRA.

- Sargent & Wallace (1981): Some Unpleasant monetarist arithmetic
- Aiyagari & Gertler (1985): The Backing of Government Bonds and Monetarism Open
- Rodríguez, C. (1978): A Stylized Model of the Devaluation-Inflation Spiral
- Krugman (1979): A model of Balance of Payment Crises
- Rodríguez, C. (1986): “Un análisis estilizado de la reforma financiera de Julio 1982”
- Calvo and Guidotti (1990): Indexation and the Maturity of Government Bonds: An Exploratory Model
- Savastano (1992): Collapse of a Crawling Peg Regime in the Presence of a Government Budget Constraint
- Heymann & Leijonhufvud (1995). High Inflation Chapter 3 & 4. Clarendon Press. Oxford
- Canzoneri et al (2010): The Interaction Between Monetary and Fiscal Policy, Handbook of Monetary Economics, Vol. 3, pp. 935-999
- Vegh, C. et al. (2017). Between a Rock and a Hard Place: The Monetary Policy Dilemma in Latin America and the Caribbean. LAC Semiannual Report. Washington, D.C.: World Bank
- BIS (2019): Monetary Policy Frameworks in EMEs: Inflation Targeting, the Exchange Rate and Financial Stability, Chapter II, Annual Economic Report
- Werning, I. (2024): Optimal Taxation under Financial Repression

MUCHAS GRACIAS