

Documentos de Trabajo | 2024 | N 115

*La instrumentación de la política monetaria y el impacto económico de los tributos subnacionales: el caso de Argentina*



*ie* | BCRA  
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

# Investigaciones Económicas

## Documentos de Trabajo | 2024 | N 115

*La instrumentación de la política monetaria y el impacto económico de los tributos subnacionales: el caso de Argentina*

*Pedro Elosegui*

*Universidad de San Andrés, Universidad Nacional de La Plata*

**Julio de 2024**



*ie* | BCRA  
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Documentos de Trabajo, N 115

***La instrumentación de la política monetaria y el impacto económico de los tributos subnacionales: el caso de Argentina***

Pedro Elosegui  
Universidad de San Andrés, Universidad Nacional de La Plata

Julio de 2024  
ISSN 1850-3977  
Edición electrónica

Reconquista 266, C1003ABF  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina  
Teléfono | 54 11 4348-3582  
Correo electrónico | [investig@bcra.gob.ar](mailto:investig@bcra.gob.ar)  
Página web | [www.bcra.gob.ar](http://www.bcra.gob.ar)

Las opiniones vertidas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco Central de la República Argentina. La serie Documentos de trabajo está compuesta por material preliminar que se hace circular con el propósito de estimular el debate académico y recibir comentarios. Toda referencia que desee efectuarse a estos Documentos deberá contar con la autorización del o los autores.

# La instrumentación de la política monetaria y el impacto económico de los tributos subnacionales: el caso de Argentina

Pedro Elosegui<sup>1</sup>

Universidad de San Andrés, Universidad Nacional de La Plata

18/06/2024

## Resumen

La implementación de la política monetaria en un país federal requiere de una necesaria coordinación institucional tanto vertical (entre el gobierno nacional y subnacional) como horizontal (entre jurisdicciones subnacionales). La política monetaria centralizada, si bien óptima, es ciega y potencialmente no heterogénea a nivel subnacional. En este contexto, el trabajo analiza las implicancias económicas derivadas del planteo de inconstitucionalidad efectuado por el BCRA ante la Corte Suprema de Justicia como consecuencia de la decisión de algunas provincias de gravar con el impuesto provincial a los ingresos brutos (IIBB) a instrumentos financieros utilizados para la regulación monetaria. Las potestades fiscales subnacionales, que incluyen tributos aplicados al sistema financiero, inciden sobre instrumentos del BCRA y la política monetaria, generando una externalidad negativa para el conjunto de las provincias. Adicionalmente, la reacción de las entidades bancarias afecta tanto el margen pasivo (tasa de interés de los depósitos) como activo (tasa de interés y cantidad/calidad del crédito), distorsionando la regulación monetaria y el impacto deseado de la tasa de política monetaria sobre los ahorros, el crédito, la inversión y la demanda agregada. El trabajo realiza una aproximación a los impactos cuantitativos, contributivos y sobre los instrumentos de política monetaria, que indica que la vigencia del impuesto implicó un claro desincentivo, afectando las señales de política implícitas en las tasas fijadas por la autoridad monetaria y el volumen de intermediación financiera.

---

<sup>1</sup> El autor agradece los comentarios y sugerencias de Santiago Pinto, Fernando Navajas y Sebastián Katz, así como la colaboración en los análisis cuantitativos de Francisco Dabusti, Iván Zweig, Gerardo Joffe de la Gerencia de Análisis Monetario, Pablo Montero, Jorge Golla y Marcelo Raffin, Gerencia Principal de Estabilidad Financiera.

## **Abstract**

Monetary policy implementation in a federal country requires both vertical (national and subnational governments) and horizontal (between subnational jurisdictions) institutional coordination. The optimal centralized monetary policy is blind and potentially non-heterogeneous at the subnational level. In this context, the Technical Note analyzes the economic implications resulting from the unconstitutional claim presented by the BCRA before the Supreme Court of Justice disputing the decision by some provinces of levying a provincial turnover tax on financial instruments used for monetary regulation. Subnational fiscal powers, including taxes applied to the financial intermediation affected BCRA monetary policy implementation, generating a negative externality for all the provinces. Additionally, the reaction of banking entities affected both the passive (interest rate on deposits) and active margins (interest rate and quantity/quality of credit), distorting monetary regulation and reducing the monetary policy rate impact on savings, credit, investment and aggregate demand. The quantitative approximation indicates that tax effectively affected the monetary policy signals implicit in the rates set by the monetary authority as well as the volume of financial intermediation.

## 1. Introducción

Ante la decisión de varias provincias de gravar con un impuesto provincial a instrumentos financieros que el BCRA utiliza para la implementación de la política monetaria la entidad ha realizado un pedido ante la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN) a fin de que se declare su inconstitucionalidad.<sup>2</sup> Las normas en cuestión, replicadas en varias provincias, prevén la imposición del impuesto IIBB a los ingresos *“provenientes de las operaciones de pase activo concertadas por aquellas entidades financieras con el BCRA”*,<sup>3</sup> así como *“los activos subyacentes o colaterales y operaciones sobre títulos, bonos, letras, certificados de participación y demás instrumentos emitidos y que se emitan en el futuro por el BCRA.”* En este contexto, los impuestos afectarían la implementación de una política pública delegada por disposición expresa de la Constitución Nacional al BCRA. En tal sentido, *“el gravamen a aquellas actividades e instrumentos que hacen a la política monetaria nacional genera o puede generar una grave afectación de la economía en su conjunto.”*<sup>4</sup> En particular, las provincias *“al gravar los títulos y operaciones reguladas por el BCRA se ha[n] atribuido poderes en materia financiera, pues tales tributos impactan directamente en el sistema monetario”* y esto requiere la intervención de la CSJN en el conflicto suscitado respecto de la *“interpretación de la normativa federal involucrada, la que se ve obstaculizada por el accionar”* provincial. En este contexto, surgen diversos aspectos económicos relevantes que se analizan en el marco de la presente nota técnica.

El trabajo se subdivide en las siguientes secciones que fundamentan los aspectos económicos relevantes asociados a la imposición tributaria de las provincias sobre los instrumentos de política monetaria del BCRA. En la segunda sección se analiza la implementación de la política monetaria en un contexto federal, considerando los incentivos, instrumentos y el impacto económico de la necesaria coordinación institucional tanto vertical (entre el gobierno nacional y subnacional) como horizontal (entre jurisdicciones subnacionales). En la tercera sección, se analizan los tributos aplicados al sistema financiero, con foco en los tributos subnacionales y su relación con los instrumentos de implementación de la política monetaria. La sección cuatro introduce, para el caso de nuestro país la imposición de tributos a los servicios y los instrumentos financieros, en el caso particular del tributo subnacional a los IIBB considerando particularmente la inclusión reciente de los instrumentos de implementación de la política monetaria. Al respecto, se considera tanto el impacto tributario para los gobiernos subnacionales y las entidades bancarias, como el impacto en los instrumentos del BCRA y las distorsiones derivadas en la implementación de la regulación monetaria por parte de la entidad. En el Anexo se desarrolla un esquema analítico resumido que describe los principales instrumentos de aplicación de la política monetaria, su relación con el balance del BCRA, el balance de las entidades financieras y con

---

<sup>2</sup> El 20 de diciembre de 2020 el BCRA presentó un pedido ante la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN) a fin de que declare la inconstitucionalidad de las leyes de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, que gravan los títulos públicos y actividades reguladas por el BCRA con el impuesto de ingresos brutos (IIBB), aspectos incluidos en la Ley Tarifaria y Presupuesto 2021 del GCBA y reiterados en los años subsiguientes. Posteriormente, tanto Mendoza, Tucumán, Misiones, como Buenos Aires (en 2024) se sumaron a esta iniciativa, reiterando el BCRA su reclamo a la CSJN.

<sup>3</sup> Eliminación introducida por la Ley 15.479, a partir de la modificación del artículo 207, inciso c) del Código Fiscal de la provincia de Buenos Aires.

<sup>4</sup> El gravamen desvirtúa los aspectos normados en la Constitución Nacional (arts. 75 incs. 6 y 11) y las leyes que constituyen su materialización (La Ley de Entidades Financieras y la Carta Orgánica del BCRA).

el balance consolidado del gobierno nacional. Por último, en las conclusiones, se resumen las implicancias económicas directas e indirectas del tema bajo discusión.

## 2. La política monetaria en un contexto federal

Las atribuciones del BCRA en términos de la implementación de la Política Monetaria en el territorio nacional, incluyen el de promover<sup>5</sup> “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.”<sup>6</sup> La estabilidad monetaria y financiera constituyen bienes públicos esenciales para el funcionamiento de la economía a nivel nacional y para el desenvolvimiento de las actividades económicas en todo el territorio del país. Como todo bien público, no hay posibilidad de exclusión y tampoco rivalidad en su alcance dentro del territorio. Por ende, no importa en qué provincia residan, los ciudadanos son receptores de la política monetaria implementada por el BCRA sin que puedan abstraerse de sus impactos directos e indirectos. Esto distingue la política monetaria de otras funciones que implementa el gobierno central en cumplimiento de sus objetivos establecidos por la Constitución Nacional, y que pueden ser calibradas a nivel del territorio. La implementación de la política monetaria, al igual que la política exterior y otras “instituciones,”<sup>7</sup> son colectivamente referidas como “ciegas” a nivel territorial. El diseño de la política se realiza considerando la dimensión macroeconómica agregada y su implementación y alcance es *universal* dentro del territorio, lo que implica homogeneidad a nivel de los gobiernos subnacionales,<sup>8</sup> sin posibilidad de exclusión o calibración específica. De esta manera la dimensión nacional y subnacional resultan relevantes al considerar el rol de la política monetaria en la estabilidad monetaria y financiera de un país, especialmente, tal como veremos, en países federales donde las políticas e incumbencias de política pública son concurrentes vertical y horizontalmente.

La literatura económica destaca la optimalidad de implementar una política monetaria común de manera centralizada en el marco de países federales, en la medida que los mismos se aproximen a lo que se considera un *Área Monetaria Óptima*.<sup>9</sup> En la medida que las regiones

---

<sup>5</sup> Carta Orgánica, art. 3.

<sup>6</sup> En la referida presentación se destaca que el gravamen desvirtúa los aspectos normados en la Constitución Nacional (arts. 75 incs. 6 y 11) y las leyes que constituyen su materialización (La Ley de Entidades Financieras y la Carta Orgánica del BCRA). En particular, el GCBA “al gravar los títulos y operaciones reguladas por el BCRA se ha atribuido poderes en materia financiera, pues tales tributos impactan directamente en el sistema monetario”, por lo cual el BCRA solicita la intervención de la CSJ en el conflicto suscitado respecto de la “interpretación de la normativa federal involucrada, la que se ve obstaculizada por el accionar de la CABA.”

<sup>7</sup> El reporte “*Reshaping Economic Geography. World Development Report 2009*” (World Bank) define “Instituciones” como aquellas políticas económicas que son espacialmente “ciegas” en su diseño y que se consideran universales en su cobertura. Por ejemplo, (pag. 22), “las regulaciones que afectan el trabajo y el comercio internacional, así como los lineamientos macro de servicios sociales como educación, el financiamiento de la infraestructura sanitaria a través de impuestos y mecanismos de transferencias,” podría agregarse la política de endeudamiento. En contraste, a la (i) *infraestructura*, políticas de conectividad espacial (infraestructura vial o internet, etc.) y las (ii) *políticas públicas orientadas espacialmente*, como programas de incentivos fiscales a regiones, accesos a preferencias de comercio en regiones rezagadas, entre otras, que pueden implementarse de manera de discriminar entre regiones.

<sup>8</sup> A pesar de que sus implicancias puedan ser asimétricas a nivel regional tal como lo muestra, entre otros, el trabajo Hewings, G. (2014) “*Spatially Blind Trade and Fiscal Impact Policies and their Impact on Regional Economies.*” The Quarterly Review of Economics and Finance. June.

<sup>9</sup> La teoría de las áreas monetarias óptimas desarrollada por Mundell, R. A. (1961). “*A Theory of Optimum Currency Areas.*” The American Economic Review, 51(4), 657–665, se difundió rápidamente en el contexto de la formación de la Unión Europea y las discusiones acerca de la optimalidad del Euro como moneda común y la implementación

registran fluctuaciones cíclicas asimilables, así como similares respuestas (impactos y rezagos relevantes) a la instrumentación de la política monetaria, la implementación centralizada de la misma resultaría óptima, reduciendo los costos de transacción y facilitando la compensación de los ciclos económicos y la cobertura de riesgos, operando sobre las condiciones de estabilidad monetaria y financiera de la economía agregada. La literatura reciente, destaca que la política monetaria centralizada<sup>10</sup> sería óptima aun en contextos de divergencias y asimetrías entre los ciclos regionales, en la medida que dichas asimetrías sean contempladas al momento del diseño de la propia política monetaria<sup>11</sup> y/o se apliquen políticas compensatorias, tal como los previstos en esquemas de transferencias fiscales existentes en la mayoría de los países federales.<sup>12</sup>

La relevancia de la política monetaria como bien público se destaca en la evidencia empírica, incluso en la basada en datos subnacionales. La importancia de la *estabilidad financiera* surge claramente en los estudios que analizan los costos derivados de las crisis financieras. Sin importar el origen de las crisis, el potencial efecto de contagio, inherente a la inestabilidad propia del sistema bancario (derivado de la intermediación de plazos y moneda, la administración de riesgos y los posibles efectos de contagio) termina afectando a la economía a nivel agregado. El impacto final infiere costos macroeconómicos relevantes a la economía, requiriendo en general, correcciones coordinadas que implican costos fiscales de envergadura. De hecho, la reciente crisis financiera internacional del 2007 y 2008, implicó elevados costos en los países afectados,<sup>13</sup> que el trabajo de Laeven, L y Valencia (2010) ubica en un promedio de 4,9% del PBI directo, y una pérdida indirecta de producto agregado de 24,5%.<sup>14</sup>

La relevancia de la *estabilidad monetaria* se destaca en diversos estudios empíricos que analizan su impacto sobre la actividad económica a nivel subnacional. Por ejemplo, el trabajo de Aroca, P. y C. Azzoni (2024), analiza la sincronicidad de los ciclos económicos regionales respecto al agregado nacional tanto en Brasil como en Chile. Brasil presenta mayor homogeneidad en sus ciclos, lo que coadyuva al diseño de una política monetaria nacional

---

de la política monetaria común, incluido instrumentos y esquema de decisión, en un contexto de países que mostraban, a priori, importantes heterogeneidades. El trabajo de Kouparitsas (2001). "*Is the United States an optimum currency area? an empirical analysis of regional business cycles*," Working Paper Series WP-01-22, Federal Reserve Bank of Chicago, analiza el caso de Estados Unidos como país federal considerando la relevancia de la correlación entre los ciclos económicos regionales, enfatizando que la evidencia mostraba efectos similares de la política monetaria en todas las regiones.

<sup>10</sup> En la medida que el marco institucional resulte coherente con los supuestos fundamentales de dicha teoría [Mundell (1961)].

<sup>11</sup> En la actualidad, en nuestro ordenamiento institucional, no existe representación formal explícita de las regiones o provincias en el proceso decisorio del BC por lo que eventuales asimetrías se contemplarían en el diseño ex ante de la propia política monetaria y, a nivel macroeconómico, en los arreglos fiscales compensatorios del esquema de coparticipación federal. En este aspecto, Argentina difiere de otros países federales donde existe representación y/o prescripciones específicas en sus cartas orgánicas, tal como en México y en Brasil, dos países federales en los cuales el Banco Central, tanto como en EEUU, tiene mandato de monitorear las economías regionales para contextualizar la toma de decisiones e incorporar las mismas al momento de definir la política monetaria.

<sup>12</sup> Tal como destacan Bayoumi, T y Eichengreen, B (1994) "*One money or many? Analyzing the prospects for monetary unification in various parts of the world*" No. 76, September. Princeton Studies in International Finance "*Únicamente en los casos en los cuales las asimetrías regionales sean muy marcadas y los shocks económicos muy asimétricos podría ocurrir que una política monetaria y cambiaria regional sea superior a una unión monetaria.*"

<sup>13</sup> Stijn Claessens, Michael Keen, Ceyla Pazarbasioglu (2010) "*Financial Sector Taxation. The IMF's Report to the G-20 and Background Material.*" IMF, September.

<sup>14</sup> Luc Laeven and Fabián Valencia (2010) "*How Costly Are The 2007-2009 Systemic Banking Crises?*" en Stijn Claessens, Michael Keen, Ceyla Pazarbasioglu (2010) op.cit. También, ver Laeven, Luc, and Fabian Valencia, (2010), "*Resolution of Banking Crises: The Good, The Bad, and The Ugly*" IMF Working Paper No. 10/146, Washington, D.C.



con impacto regional menos heterogéneo que el observado en Chile, que presenta una menor sincronización entre sus regiones, con un nivel de desarrollo económico más dispar. Similar resultado, se encuentra para Argentina,<sup>15</sup> en un trabajo del BCRA para el periodo, 2010-2019, indicando que la política monetaria tendría un impacto heterogéneo en las regiones del país, dependiendo, entre otros factores, de su estructura productiva y del propio desarrollo local de los servicios financieros. Esta evidencia remarca la necesidad de considerar las diferencias y coordinar de manera coherente la implementación de la política centralizada para optimizar su impacto tanto a nivel nacional como en el plano regional.

También relevante para nuestro análisis, aunque con un sustento teórico diferente, con un análisis más enfocado en la estructura decisoria óptima de la política monetaria en el contexto de un gobierno federal, Hagen, J y Suppel, R. (1994)<sup>16</sup> encuentran que la falta de cohesión centralizada en las decisiones podría llevar a resultados subóptimos en términos de estabilización macroeconómica, cuando la economía se encuentran sujeta a *shocks* agregados y regionales potencialmente disímiles e inciertos, en un contexto de inconsistencia temporal y/o potencial inestabilidad macroeconómica. Estos modelos ponderan la relevancia y los costos derivados de estabilizar *shocks* puramente regionales y/o nacionales. La importancia relativa de los *shocks* agregados e idiosincrático de las regiones interactúa con la estructura decisoria acerca de la política monetaria agregada. En general, una autoridad centralizada, resultaría eficiente en términos de estabilidad y consistencia temporal de la política monetaria.<sup>17</sup> De manera similar, Hefeker, C. (2003)<sup>18</sup> analiza la estructura institucional óptima, desde el punto de vista económico, de un banco central federal. El autor concluye que la estructura federal de los países se refleja de diversas maneras en la estructura decisoria del Banco Central (en parte por cuestiones históricas, políticas e institucionales no necesariamente económicas, pero que sin embargo tienen implicancias económicas). Las estructuras decisorias que reflejen y ponderen de manera coherente y consensuada los intereses regionales son esperables en países que exhiben mayores diferencias económicas y sociales estructurales, donde las economías subnacionales puedan verse afectadas de manera dispar por las decisiones centralizadas. Tal como se mencionó previamente, en todos los casos, los arreglos institucionales implican decisiones de política monetaria centralizadas, siendo las potenciales divergencias de impacto regionales complementadas con políticas fiscales y transferencias federales compensatorias que reduzcan potenciales costos.<sup>19</sup>

---

<sup>15</sup> Blanco, Emilio & Elosegui, Pedro & Izaguirre, Alejandro & Montes-Rojas, Gabriel, 2019. "Regional and state heterogeneity of monetary shocks in Argentina," *The Journal of Economic Asymmetries*, Elsevier, vol. 20.

<sup>16</sup> Hagen, J y Suppel, R. (1994), "Central bank constitutions for federal monetary unions," *European Economic Review*, 38, pp 774-782.

<sup>17</sup> De hecho, los autores mencionan el ejemplo del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, que hasta su concreción en 1913 atravesó periodos de baja credibilidad acerca de su consistencia en el largo plazo (hubo dos intentos de crear un Banco Central en Estados Unidos, el First Bank en 1811 y el Second Bank en 1836, vetado por el presidente Jackson) e incluso el Sistema fue cuestionado durante la Gran Depresión de 1930 ya que la descentralización de su esquema decisorio habría dificultado su reacción en el marco de una crisis agregada de envergadura. Como corolario, en 1935 se centralizan las decisiones y se otorga mayor poder decisorio al *Federal Reserve Board* y su presidente, creando el *Comité Federal de Mercado Abierto* con mayoría de los miembros nombrados por el Poder Ejecutivo, así como representantes de las reservas federales. Kouparitsas (1999) op citada.

<sup>18</sup> Carsten Hefeker (2003). "Federal Monetary Policy ." *The Scandinavian Journal of Economics*, Dec., 2003, Vol. 105, No. 4 (Dec., 2003), pp. 643-659.

<sup>19</sup> Schuberth, H., Wehinger, G.D. (1999). "Costs of European Monetary Union: Evidence of Monetary and Fiscal Policy Effectiveness." In: Fischer, M.M., Nijkamp, P. (eds) *Spatial Dynamics of European Integration*. *Advances in Spatial Science*. Springer, Berlin, Heidelberg. [https://doi.org/10.1007/978-3-642-60180-4\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-642-60180-4_3)

En definitiva, la política monetaria, tanto en términos de la estabilidad financiera como monetaria, tiene implicancias de primer orden a nivel macroeconómico, así como impactos heterogéneos a nivel de las economías subnacionales, lo cual debería contemplarse en su diseño e implementación. Dada su relevancia sistémica, y su carácter de bien público, la delegación centralizada de su diseño y administración sería óptima, requiriendo un esquema institucional coordinado y concurrente. La evidencia empírica analizada recomienda políticas matizadas que tengan en cuenta la coexistencia de políticas macroeconómicas de impacto nacional, junto con políticas nacionales y/o locales focalizados que complementen las políticas “ciegas” y moderen potenciales impactos no deseados.

Sin embargo, el desafío es alcanzar un nivel de coordinación estratégica que optimice las ventajas derivadas de delegar la administración de la Política Monetaria en su carácter de bien público, al tiempo que modere las potenciales externalidades negativas que puedan surgir de eventuales comportamientos no cooperativos derivados de la propia interacción entre el gobierno nacional y los gobiernos *subnacionales*. Varios estudios analizan los desafíos de la cooperación estratégica entre el gobierno nacional y los subnacionales en el diseño e implementación de la política monetaria. En particular, estudios enfocados en la política monetaria en contextos de gobiernos federales, como los realizados por Aizenman, N. (1992)<sup>20</sup> y Hillbrecht, R. (1999)<sup>21</sup> consideran la interacción entre el gobierno central y los gobiernos subnacionales en un marco teórico en el cual, cada gobierno subnacional puede afectar, mediante acciones independientes, la base sobre la cual se aplica un instrumento de política pública nacional generando una externalidad sobre el resto de los actores.<sup>22</sup> La instrumentación de la política del gobierno central persigue un objetivo nacional que afecta al bienestar de la suma de los gobiernos subnacionales (relación vertical), mientras que el gobierno subnacional persigue su propio interés sin considerar los impactos indirectos sobre el resto de los gobiernos que conforman la federación (relación horizontal). En este contexto, la acción del gobierno subnacional genera una *externalidad negativa* sobre la base en la cual se aplica el instrumento del gobierno central. La suma de las decisiones individuales termina reduciendo el bienestar, si se compara con la decisión a nivel central. **Los incentivos individuales de los gobiernos subnacionales, si no son coordinados, resultan perniciosos para el conjunto de gobiernos, dado que cada uno de ellos no tienen en cuenta la externalidad que genera sobre el resto. La coordinación está asegurada cuando la operación del instrumento de política obedece a una decisión centralizada que internaliza las eventuales externalidades negativas.**<sup>23</sup> La interacción

---

<sup>20</sup>Aizenman, J. (1992) “Competitive Externalities and the Optimal Seigniorage Segmentation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 24(1), pp. 61- 71.

<sup>21</sup>Hillbrecht, Ronald (1999) “A political economy model of monetary policy: decentralized decision making and competition for seigniorage.” *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 19, nº4 (76), pp. 705-717, October-December/1999.

<sup>22</sup> En ambos análisis se observa una competencia por *señoreaje*, en el cual los gobiernos subnacionales aumentando su gasto público financiado con impuesto inflacionario, no contemplan la externalidad que generan a nivel agregado. El *señoreaje* marginal de cada gobierno subnacional deteriora a nivel agregado la *demanda de dinero*, base sobre la cual se aplica el impuesto inflacionario que financia el gasto agregado de los gobiernos subnacionales, generando un resultado ineficiente comparado con la decisión centralizada óptima. Una decisión centralizada maximizaría el retorno esperado del impuesto inflacionario, permitiendo un mayor gasto agregado con un menor impuesto inflacionario. Mientras que la decisión no cooperativa, podría ubicar a la economía en el lado malo de la curva de *Laffer*. La posibilidad de interferencia en la dimensión vertical termina generando un resultado ineficiente, afectando el equilibrio horizontal.

<sup>23</sup> Similar resultado podría obtenerse en el contexto de la implementación de la política fiscal, tal como lo demuestran Heymann, Daniel, and Fernando Navajas. “*Conflicto Distributivo y Déficit Fiscal. Notas Sobre La Experiencia Argentina, 1970-1987.*” *Desarrollo Económico*, vol. 29, no. 115, 1989, pp. 309–29.

no cooperativa se refleja en un resultado agregado ineficiente, con una distorsión que es mayor cuanto más fuerte es el conflicto entre las jurisdicciones subnacionales (dimensión horizontal) y cuanto menor es el control del instrumento de política por parte de la autoridad del gobierno central (dimensión vertical).<sup>24</sup>

Precisamente, en el caso bajo análisis, se observan acciones de parte de gobiernos subnacionales que asumen comportamientos no cooperativos, sin tener en cuenta la externalidad generada sobre el conjunto de las provincias, y sin considerar su potencial impacto negativo en desmedro de la solución cooperativa óptima implícita en la regla de delegación constitucional prevista para la implementación centralizada de la Política Monetaria. En el contexto de un federalismo, considerado de concertación y/o acuerdo entre los gobiernos subnacionales y el nivel central, la falta de cooperación podría generar un potencial efecto contagio entre las jurisdicciones que termine afectando la implementación óptima de la política monetaria a nivel centralizado.<sup>25</sup>

### **3. Los impuestos sobre la intermediación financiera e instrumentos de implementación de la política monetaria**

La implementación de la Política Monetaria por parte del BC<sup>26</sup> se reflejan necesariamente en su Balance (Ver Anexo). El análisis del proceso de operación de la política monetaria refleja la relevancia de los instrumentos y las operaciones utilizadas por el Banco Central para cumplir con sus objetivos. En particular, los instrumentos financieros que forman parte de los Pasivos no Monetarios del Banco Central, tal como las Letras de Liquidez y/o los Pases Pasivos, resultan clave en la operación de política monetaria. Las operaciones realizadas con tales instrumentos posibilitan la regulación monetaria que el BC diseña con vistas al cumplimiento de los objetivos de estabilidad monetaria y financiera, y la influencia sobre el crédito y la demanda agregada. La tasa de interés de tales instrumentos constituye un costo para la autoridad monetaria y en términos del balance estatal consolidado, para el sector público y, al mismo tiempo, una referencia clave para el resto de las tasas de interés de la economía, tal como se destaca en el Anexo al detallar la interacción entre el balance del BC, el de los bancos y el balance consolidado del gobierno nacional. En la actualidad, la tasa de los Pases Pasivos del BCRA constituye la tasa de interés de la Política Monetaria y es la referencia a partir de la cual se determinan las diversas tasas del mercado, incluyendo las tasas del mercado interbancario y las tasas de interés tanto pasivas como activas de las entidades financieras.

Un impuesto sobre el instrumento financiero utilizado por el Banco Central distorsiona el diseño de tasa óptima para la implementación de la política monetaria conforme los objetivos de política. Al tiempo que afecta instrumentos que se utilizan, en ocasiones de manera endógena,<sup>27</sup> a los fines de regulación monetaria. Adicionalmente, al considerar el balance

---

<sup>24</sup> Puede notarse, tal como referido en la Nota al Pie 11, el arreglo institucional vigente prioriza, conforme el espíritu normado, un ordenamiento de toma de decisiones centralizado.

<sup>25</sup> La posible guerra jurisdiccional por recursos y bases imponibles es un comportamiento sumamente analizado en el contexto del federalismo fiscal. Ver Nota al pie 5.

<sup>26</sup> Conforme a los objetivos trazados por el Art. 3 de su carta Orgánica, y en consonancia con las funciones y atribuciones determinadas en el Art. 4.

<sup>27</sup> Cuando se esterilizan aumentos de la cantidad de dinero originadas en la expansión de algunos de los tres sectores conforman el activo del Banco Central.

consolidado del sector público, dicho tributo termina incidiendo sobre déficit del sector público consolidado, tal como ocurriría con un tributo que alcance a la tasa de interés de un título público (en caso de no encontrarse exento). Sin embargo, si el tributo es de origen provincial, como en el caso bajo análisis, los costos relacionados con la distorsión aplicarían a nivel nacional, en tanto la recaudación se concentraría en la jurisdicción que lo impone, generando una externalidad negativa, con las implicancias verticales y horizontales ya analizadas previamente y el posible contagio entre jurisdicciones subnacionales.

En general, los impuestos que recaen sobre los intermediarios financieros tienen implicancias importantes a nivel macroeconómico. Al revisar la experiencia internacional surge que la actividad de intermediación financiera y los instrumentos financieros están sujetos a diverso tipo de impuestos que generan diferentes efectos económicos e incentivos. Una de las principales regulaciones que caracteriza a un sistema bancario de encaje fraccionario se relaciona con la regulación de efectivos mínimos que, tal como se detalla en el Anexo caracteriza al sistema bancario funcionando de manera asimilable a un “impuesto” determinado por el propio regulador con fines de estabilidad financiera.<sup>28</sup> En diversos países, tal encaje es remunerado,<sup>29</sup> de forma de amortiguar su incidencia y efecto sobre las diferentes funciones que cumple el sistema bancario, que incluyen el monitoreo de riesgos, los servicios transaccionales y la transformación de activos intermediando plazos y monedas. Por otro lado, los impuestos al sector financiero incluyen aquellos impuestos “a la Pigou”<sup>30</sup> que buscan desincentivar la toma de riesgo y/o apuntan a cargar sobre las entidades tomadoras de depósitos los costos asociados a las garantías explícitas o implícitas provistas por el gobierno y/o aquellos asociados a crisis sistémicas que, en general implican cuantiosos costos fiscales.<sup>31</sup>

Diversos trabajos analizan en términos teóricos y empíricos, el impacto de los impuestos establecidos sobre las entidades financieras tanto en la propia actividad, como a nivel macroeconómico. La incidencia de los impuestos no depende de la responsabilidad formal, sino de la elasticidad de la demanda y oferta de los diferentes mercados donde opera la entidad financiera y de la posibilidad que la misma tiene de trasladar el impacto en las diferentes dimensiones y mercados donde genera su margen de ganancia. A nivel teórico,<sup>32</sup> los trabajos indican que las entidades financieras sujetas a impuestos reaccionan a los mismos ajustando sus beneficios y/o trasladando su incidencia a los márgenes de intermediación, tanto en la tasa de interés pasiva (ajustando a la baja la tasa que pagan a los depositantes) y/o activa, sea vía

---

<sup>28</sup> Similar concepto suele aplicarse a los capitales mínimos, que establecen una regulación cuantitativa mínima y ajustada por riesgo que deben cumplimentar las sociedades de depósito reguladas. Ver Weder di Mauro, B. (2020). “Quantitative impact of taxing or regulating systemic risk.” Chapter 5. *Financial Sector Taxation: The IMFs Report to the G-20 and Background Material*. Page 26.

<sup>29</sup> En el caso de Argentina, tal como veremos en la sección 4, mientras que en Estados Unidos por el *Interest on Reserves (IOR)* pagado por la Reserva Federal.

<sup>30</sup> Los impuestos pigouvianos refieren a aquellos que tienen por objeto internalizar el impacto derivado de externalidades negativas, asociadas en el caso de la intermediación financiera a la toma de riesgo individual que, en el agregado, podría derivar en una crisis sistémica.

<sup>31</sup> En este sentido, se destacan las iniciativas del G-20 y el FMI tendientes a generar ingresos tributarios capaces de compensar las pérdidas de los países miembros del G-20 derivados de los salvatajes implementados en el contexto de la Crisis Financiera del 2007-2008. Ver FMI (2017) *Financial Sector Taxation: The IMFs Report to the G-20 and Background Material*. Ver También el trabajo de Kogler, M. (2019) “On the incidence of bank levies: theory and evidence.” *International Tax and Public Finance*, 16: 677-718.

<sup>32</sup> Ver Caminal, R. (2002) “Taxation of banks: A theoretical framework,” UFAE and IAE Working Papers 525.02, Unitat de Fonaments de l'Anàlisi Econòmica (UAB) and Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC).

precio, aumentando la tasa de interés de los préstamos y/o vía cantidades, modificando cuantitativa o cualitativamente (*mix* de riesgo) sus inversiones (incluidos los créditos).

La posibilidad de trasladar la incidencia de los impuestos depende de la elasticidad precio y del nivel de competencia en el mercado. Los análisis cuantitativos y empíricos a nivel internacional indican que las entidades tomadoras de depósitos tienden a trasladar la carga de los impuestos sobre los préstamos y, en menor medida, sobre las fuentes de fondeo. De esta manera la incidencia de los impuestos sobre la actividad financiera no solo resulta relevante por el impacto directo sobre la actividad en sí, sino también, por el impacto que tiene su incidencia en el resto de las actividades económicas a partir de diversos mecanismos de transmisión, sobre el ahorro, el crédito, la inversión y, por ende, la demanda agregada.

Trabajos internacionales, analizan empíricamente el impacto de la imposición de distintos tributos sobre el sistema financiero y su impacto en los diversos mecanismos de transmisión. Por ejemplo, el trabajo de Borsuk et al (2023)<sup>33</sup> analiza el impacto de un aumento de impuestos en los activos de las entidades bancarias.<sup>34</sup> Los autores encuentran que los bancos reaccionan al impuesto ajustando el margen activo, reduciendo el crédito y/o aumentando el costo del crédito al sector productivo. Específicamente, los bancos sujetos al impuesto aumentan significativamente el margen crediticio y reducen la tasa de crecimiento del crédito en términos relativos al grupo de control. Al analizar los segmentos crediticios, los autores encuentran que los bancos sujetos al impuesto, comparados con el grupo de control, aumentan el costo y reducen la cantidad de préstamos en los segmentos de bajo riesgo relativo (personales garantizados e hipotecas) y aumentan los préstamos y reducen la tasa en el segmento de consumo más riesgoso.

Similares resultados encuentran, Schandlbauer, A. (2017)<sup>35</sup> analizando la incidencia y distorsiones que generan impuestos estatales aplicados sobre las entidades financieras, tanto en sus decisiones de fondeo como en relación con los créditos. Los resultados indican que las entidades reaccionan a cambios de los impuestos estatales, modificando sus fuentes de fondeo.<sup>36</sup> Por otro lado, en el margen activo, los bancos reaccionan reduciendo los préstamos, ya que el aumento del impuesto hace que la inversión marginal (el crédito de beneficio cero) se vuelva no redituable por el aumento de la tasa de interés activa después de impuestos. A diferencia del fondeo, donde los autores encuentran un comportamiento diferente para bancos mejor capitalizados, que pueden acceder a más y mejores fuentes de financiamiento, en este caso los bancos menos capitalizados restringen más fuertemente el

---

<sup>33</sup> Borsuk, M, Kowlewski, O y J. Qi. (2023) "The dark side of bank taxes". Journal of Banking and Finance., 157. Los autores analizan un modelo *dif-and-dif* incorporando bancos afectados y no afectados por el impuesto, concentrándose en la reacción en el margen activo.

<sup>34</sup> Se excluyen, entre otras exenciones, los bonos del gobierno.

<sup>35</sup> Schandlbauer, A. (2017) "How do financial institutions react to a tax increase?" Journal of Financial Intermediation, 30, pg 86-108. Analiza un modelo *dif-and-dif*, a nivel estatal en los Estados Unidos para estudiar modificaciones de alícuotas en el periodo considerado y usando como grupo de control bancos cuya actividad se centra en estados que no modificaron sus impuestos en el mismo periodo.

<sup>36</sup> Las entidades buscan apalancarse lo más barato posible, moviendo base imponible y/o accediendo a fuentes de financiamiento no alcanzadas por los tributos. Sin embargo, esta reacción de los bancos depende de su nivel de capitalización: aquellos que tienen mayor margen de capital (potencial reflejo de una mejor posición competitiva) modifican más fácilmente sus fuentes de fondeo, beneficiándose de los potenciales beneficios fiscales disponibles en el contexto analizado. Mientras que los bancos con menor ratio de capital sobre activos no modifican su nivel de apalancamiento, cambiando sólo parcialmente su composición (incluso a fondeo de más corto plazo).

crédito.<sup>37</sup> Es interesante que estos impactos se centran en entidades financieras que tienen su actividad altamente concentrada en aquellos estados que llevaron adelante la modificación impositiva.

La bibliografía es extensa y solo se trae a colación una serie de trabajos que muestran la incidencia estadísticamente significativa de los impuestos (de diversos tipos y clases) en los márgenes de intermediación, afectando tanto a los depósitos como el crédito. Este traslado termina, en un contexto de equilibrio macroeconómico [Ver Bosca, J. y otros (2019)] afectando el producto agregado de largo plazo al encarecer el costo del crédito y reducir la intermediación financiera. De hecho, en el contexto de un modelo dinámico de equilibrio (DSGE) los autores encuentran que los ingresos tributarios derivados del sector bancario, y el consecuente gasto público asociado no compensa la pérdida de PBI derivada de la distorsión creada por el impuesto y reflejada en un aumento de la tasa de interés y la caída de los depósitos y préstamos. **Es decir que, en el contexto modelado, los tributos afectan la instrumentación de la política monetaria en diversas dimensiones, al tiempo que el impacto del crédito afecta negativamente la demanda agregada.**<sup>38</sup>

En definitiva, los bancos trasladan los impuestos que impactan sobre los beneficios y/o el margen de intermediación ajustando sus márgenes pasivos (tasa de interés pagada a los depositantes) y/o activos (tasa de interés cargada a los créditos y/o calidad del crédito), además de los beneficios. El efecto en la tasa activa y/o pasiva impacta en la economía, a través (i) una distorsión en la tasa de interés de la política monetaria con efectos potenciales en el resultado esperado conforme el diseño óptimo de la misma; (ii) una distorsión en los márgenes de intermediación, dependiendo de la elasticidad de demanda de depósitos y créditos, con un potencial impacto en el nivel de desintermediación financiera (tasa de interés pasiva) y/o una menor cobertura y/o mayor riesgo de crédito (tasa de interés activa), o sobre el patrimonio neto de las entidades (riesgo macro financiero). Por su parte, la evidencia empírica y cuantitativa, indica que la implicancia macroeconómica de dichos tributos sobre la demanda agregada se observaría en términos netos, por encima del impacto directo del gasto público, resultado especialmente más relevante si el impuesto y gasto se concentran en un gobierno subnacional específico, por las externalidades negativas sobre el conjunto de la economía. La próxima sección desarrolla el caso particular bajo análisis para nuestro país.

#### **4. La imposición de tributos a los servicios y los instrumentos financieros**

En nuestro país los títulos públicos nacionales (incluidos los financiados por el BCRA con fines de regulación monetaria) se encuentran exentos de tributación a nivel de gobierno federal y, tal como veremos, a nivel de la mayoría de las provincias.<sup>39</sup> La evidencia a nivel internacional indica que dicha exención puede justificarse *“por cuestiones de eficiencia, equidad y administración tributaria.”*<sup>40</sup> La exención asegura un menor costo relativo en el financiamiento del gobierno,

---

<sup>37</sup> Los bancos de la muestra reducen un 3,4% el monto de los créditos, los menos capitalizados lo reducen en 5,5%.

<sup>38</sup> Esto ocurre aun asumiendo que lo generado por el impuesto a la intermediación se aplique a gasto público que incentive la demanda agregada.

<sup>39</sup> Con excepción del IIBB de la provincia de San Luis.

<sup>40</sup> Es interesante notar que, desde la perspectiva de la incidencia tributaria, la tributación implica una sobre tasa en la tasa de interés de los títulos públicos  $r^*$ , comparados con un bono libre de riesgo ( $r$ ):  $r^*(1-t) = r$ . La diferencia entre ambas tasas refleja la incidencia de la alícuota del impuesto. En tal sentido, para los títulos públicos sujetos a

que en muchos casos termina teniendo una influencia en el costo del financiamiento del sector privado y el acceso al crédito de las familias y las empresas. La exención se vuelve aún más relevante en el caso bajo análisis, dado que la tributación recae sobre un instrumento financiero emitido a los fines de regulación monetaria e implementación de la política monetaria, mientras que el tributo que lo afecta proviene de gobiernos subnacionales disociando los costos y beneficios sociales, afectando la equidad vertical y horizontal.

En un país federal, las potestades tributarias concurrentes entre el gobierno nacional y las provincias implican una coordinación institucional que tiene por objeto, según lo determinado por la propia Constitución Nacional (al incorporarse en la Reforma de 1994 de manera explícita a la Coparticipación federal), impulsar el desarrollo equitativo y solidario de todas las regiones del país.<sup>41</sup> <sup>42</sup> En particular, el texto constitucional incorpora la noción de que las provincias y la Nación comparten facultades en el contexto de un federalismo solidario, *“incluyendo la posibilidad de concurrencia en los impuestos indirectos y en los directos bajo ciertas condiciones.”*<sup>43</sup>

La complejidad de la coordinación entre las potestades tributarias exclusivas del gobierno nacional y otras reservadas por las propias provincias, surge claramente en el tratamiento tributario de los títulos públicos, tanto nacionales como provinciales, a través de impuestos nacionales y provinciales y, especialmente cuando los mismos aplican a las funcionalidades que deben cumplir las distintas jurisdicciones de gobierno (como el Banco Central) sin tener en cuenta las implicancias derivadas de las externalidades interjurisdiccionales (horizontales y verticales). Estas relaciones multidimensionales están, en general, contempladas en los arreglos institucionales vigentes. Sin embargo, pueden surgir situaciones de asimetrías en el tratamiento tributario que reflejan una descoordinación entre las jurisdicciones e implican una tensión entre las facultades tributarias originarias pudiendo llegar a la necesidad de limitar las mismas. **Especialmente cuando de dicha aplicación se deriva una externalidad sobre el conjunto las jurisdicciones en virtud de su efecto sobre una funcionalidad delegada a la autoridad central.**

---

impuestos, el pago de interés menos el impuesto que genera debería, en condiciones ideales, compensar el menor gasto en interés que conlleva la emisión de un título exento. Si el mismo nivel de gobierno emite el título y recauda el impuesto de manera eficiente, la recaudación tributaria y el gasto por exceso de tasa de interés se compensarían, por lo que debería, en condiciones ideales, ser indiferente aplicar el impuesto o dejar exento el título. Ver Nooregaard, J. (1997) *“The tax treatment of government bonds.” International Monetary Fund. Working Paper, March.*

<sup>41</sup> Art. 75 Corresponde al Congreso:... 2. Imponer contribuciones indirectas como facultad concurrente con las provincias. Imponer contribuciones directas, por tiempo determinado, proporcionalmente iguales en todo el territorio de la Nación, siempre que la defensa, seguridad común y bien general del Estado lo exijan. Las contribuciones previstas en este inciso, con excepción de la parte o el total de las que tengan asignación específica, son coparticipables. Una ley convenio, sobre la base de acuerdos entre la Nación y las provincias, instituirá regímenes de coparticipación de estas contribuciones, garantizando la automaticidad en la remisión de fondos. La distribución entre la Nación, las provincias y la ciudad de Buenos Aires y entre éstas, se efectuará en relación directa a las competencias, servicios y funciones de cada una de ellas contemplando criterios objetivos de reparto; será equitativa, solidaria y dará prioridad al logro de un grado equivalente de desarrollo, calidad de vida e igualdad de oportunidades en todo el territorio nacional. La ley convenio tendrá como cámara de origen el Senado y deberá ser sancionada con la mayoría absoluta de la totalidad de los miembros de cada Cámara, no podrá ser unificada unilateralmente ni reglamentada y será aprobada por las provincias. No habrá transferencia de competencias, servicios o funciones sin la respectiva reasignación de recursos, aprobada por ley del Congreso cuando correspondiere y por la provincia interesada o la ciudad de Buenos Aires en su caso. Un organismo fiscal federal tendrá a su cargo el control y fiscalización de la ejecución de lo establecido en este inciso, según lo determine la ley, la que deberá asegurar la representación de todas las provincias y la ciudad de Buenos Aires en su composición.”

<sup>42</sup> Aunque la cláusula sexta que establece un periodo para su implementación todavía está pendiente: *“Un régimen de coparticipación conforme lo dispuesto en el inc. 2 del art. 75 y la reglamentación del organismo fiscal federal, serán establecidos antes de la finalización del año 1996...”*

<sup>43</sup> Convención Nacional Constituyente, 24° reunión – 3° Sesión Ordinaria (Continuación) – 4 de Agosto de 1994 - Versión taquigráfica, pág. 3173.

**Precisamente, esto sucede cuando un título público emitido por el Banco Central y utilizado a los fines de regulación monetaria (funcionalidad delegada) es afectado por un impuesto de una jurisdicción subnacional. Esta situación se observa en la aplicación del impuesto de IIBB por parte de jurisdicciones subnacionales a los retornos obtenidos por el sector de servicios financieros de los instrumentos financieros utilizados por el Banco Central para la implementación de la política monetaria.**<sup>44</sup> A fin de analizar la incidencia de tal tributación sobre los instrumentos financieros utilizados por el Banco Central, es menester considerar la complejidad de la tributación subnacional sobre los servicios y la intermediación financieros.

#### **4.1. Los tributos de los gobiernos subnacionales y su relación con los servicios e instrumentos financieros**

El ordenamiento institucional que contempla el potencial alcance de la tributación de los servicios financieros de parte de los gobiernos subnacionales se enmarca en la Ley de Coparticipación Federal (23548/88) que establece un régimen (transitorio) de distribución entre la Nación y las Provincias y delimita los alcances impositivos de los gobiernos subnacionales. La misma asigna una distribución primaria entre la nación y las provincias,<sup>45</sup> integrada a partir de los impuestos nacionales (existentes o a crearse), con excepciones que incluyen a los impuestos al comercio exterior. Asimismo, establece<sup>46</sup> que cada provincia debe adherir mediante una ley que las obliga a renunciar a la posibilidad de aplicar gravámenes análogos a los nacionales.<sup>47</sup> La ley detalla los impuestos que resultan resorte de los gobiernos subnacionales, siendo uno de los más relevantes el impuesto a los ingresos brutos (IIBB).<sup>48</sup> La norma establece que los impuestos IIBB se aplican sobre *“los ingresos provenientes del ejercicio de actividades empresarias (incluso unipersonales) civiles o comerciales con fines de lucro, de profesiones, oficios, intermediaciones y de toda otra actividad habitual excluidas las actividades realizadas en relación de dependencia y el desempeño de cargos públicos”*. **Se establecen una serie de casos especiales,<sup>49</sup> dentro de las cuales se incluye explícitamente las actividades cumplidas en lugares de interés público o utilidad nacional sometidos a la jurisdicción del Estado Nacional (puertos, aeropuertos, aeródromos, estaciones ferroviarias, yacimientos y todo otro de similar naturaleza), destacando que las mismas serían materia imponible, en tanto la imposición no interfiera con ese interés o utilidad.**<sup>50</sup>

---

<sup>44</sup> Cabe mencionar que, por efecto contagio algunos municipios han incluido estos instrumentos en la base imponible de tasas locales, tal como en Avellaneda, municipio de la provincia de Buenos Aires.

<sup>45</sup> La distribución primaria, base de la relación vertical entre Nación y Provincias se integra “por el producido de la recaudación de todos los impuestos nacionales existentes o a crearse, con excepciones establecidas en el art. 2”.

<sup>46</sup> Art. 9.

<sup>47</sup> En el CAPITULO II. Obligaciones emergentes del régimen de esta Ley. Adicionalmente, inc. d), los gobiernos se obligan a derogar gravámenes provinciales y municipales que resulten en pugna con la Ley.

<sup>48</sup> Estos incluyen, los impuestos provinciales sobre la propiedad inmobiliaria, sobre los ingresos brutos, el impuesto automotor, de sellos y transmisión gratuita de bienes, y los impuestos o tasas provinciales y/o municipales (vigentes al 31/12/84) de afectación específica.

<sup>49</sup> Asimismo, la norma establece que las actividades o rubros complementarios de una actividad principal - incluidos financiación y ajuste por desvalorización monetaria- estarán sujetos a la alícuota que se contemple para aquella. En tanto, se establece que se computará como base imponible los ingresos devengados en el periodo fiscal, con la salvedad de las operaciones realizadas por las entidades financieras comprendidas en el régimen de la Ley 21.526, donde se consideran los ingresos devengados en función del tiempo, en cada periodo.

<sup>50</sup> Esto muestra estrecha relación con la jurisprudencia de la Corte Suprema de Estados Unidos. Aunque la constitución americana no establece inmunidades específicas, **la jurisprudencia de la Suprema Corte implica tal doctrina en base a la Cláusula de Supremacía, según la cual un estado subnacional “no debería” imponer al gobierno federal o a alguno de sus “instrumentos.”**



La Ley establece mecanismos de coordinación tributaria, teniendo en cuenta la interrelación entre jurisdicciones. Así, se crea la *Comisión Federal de Impuestos (CFI)*,<sup>51</sup> mientras que la compleja tarea de armonización de los impuestos subnacionales se delega en la "*Comisión Arbitral (COMARB)*" que se encarga<sup>52</sup> de administrar el *Convenio Multilateral del Impuesto a los IBB (firmado en agosto de 1977)*.<sup>53</sup> Este convenio establece pautas para coordinar los regímenes de recaudación del IBB, fijando criterios uniformes para la aplicación, administración y distribución de lo recaudado entre las provincias, siendo la Comisión el ámbito para dirimir potenciales controversias entre las jurisdicciones provinciales.<sup>54</sup>

El *Convenio Multilateral* establece la fórmula para la determinación de la base imponible del IBB para todas las actividades económicas alcanzadas. En el caso de los servicios financieros, el capítulo específico es el art. 8., según el cual cada fisco podrá gravar la parte de ingresos que le corresponda en proporción a la sumatoria de los *ingresos, intereses pasivos y actualizaciones pasivas* de cada jurisdicción en la que la entidad tuviere casas o filiales.<sup>55</sup> Asimismo, en el art. 58 se especifica que los "*ingresos*" se refieren a la suma de las cuentas de resultados que constituyen los ingresos brutos totales.<sup>56</sup> En la práctica la mayoría de las provincias recauda el impuesto grabando a las cuentas del *haber del Estado de Resultado, exceptuando los ingresos provenientes de algunos instrumentos financieros*. En tanto, según los arts. 60 y 61, los *ingresos e intereses pasivos y actualizaciones pasivas* para la determinación de la base imponible de IBB deberían atribuirse, según el tipo de ingreso: i) aquellos relacionados con operaciones entre entidades financieras (mercado interbancario) a la jurisdicción donde se encuentra la *Casa Central de la entidad dadora* (generalmente CABA). En tanto, ii) los ingresos correspondientes al sistema de tarjetas de crédito, por préstamos, financiación y servicios deberán asignarse a la

---

<sup>51</sup> Conformada entre la Nación y las provincias. Tiene entre sus funciones la de aprobar los porcentajes de distribución y controlar la coordinación de las liquidaciones entre los fiscos, nacional y entre las provincias.

<sup>52</sup> Junto con la *Comisión Plenaria*.

<sup>53</sup> Suscripto en la Ciudad de Salta con fecha 18 de agosto de 1977 (vigencia a partir de 1978, normas 2022) al que adhirió las 23 provincias y CABA con "el espíritu de ordenar el ejercicio de facultades tributarias concurrentes para dichas jurisdicciones respecto del Impuesto sobre los Ingresos Brutos e impedir la doble o múltiple imposición mediante la distribución de la materia imponible." Es el organismo encargado de la solución de los problemas que pudieran originarse en la aplicación del Convenio, previniendo y dirimiendo los conflictos que se presentasen en relación con la interpretación de sus normas. En consecuencia, su misión primordial es interpretativa y de arbitraje. Asimismo, posee funciones procesales, principalmente, de organización, centralización y distribución de la información para la correcta aplicación del Convenio, lo que la ha llevado a constituirse en uno de los más importantes organismos de apoyo para las administraciones tributarias de los fiscos adherentes.

<sup>54</sup> Para tal fin, la COMARB administra diferentes sistemas de pago y distribución, algunos específicos según actividad y registro: SIRCREB, SIRPEI, SIRCAR, SIFERE y SIRTAC.

<sup>55</sup> Se excluyen los ingresos correspondientes a operaciones realizadas en jurisdicciones donde las entidades no tuvieran casas o filiales habilitadas, los que serán atribuidos en su totalidad a la jurisdicción en la que la *operación* hubiere tenido lugar.

<sup>56</sup> También el art 59 establece algunas exclusiones. Quedan excluidos de la sumatoria a la que se refiere el artículo anterior y al sólo efecto de la obtención de las proporciones atribuibles a los fiscos, los siguientes conceptos: 1) Los resultados originados en la aplicación de normas contables de valuación según las disposiciones del Banco Central de la República Argentina. 2) Los resultados que surjan de la utilización del método del impuesto diferido. 3) El haber de la Cuenta –Provisiones aplicadas y desafectadas, siempre que su funcionamiento constituya contrapartida de la misma cuenta o de la –Cuenta Provisiones, de acuerdo con las normas fijadas al respecto por el Banco Central de la República Argentina y/o cualquier previsión, cuando implique el recupero de una pérdida. 4) Ingresos correspondientes a jurisdicciones donde no se tengan casas o filiales habilitadas por la respectiva autoridad de aplicación de acuerdo a lo establecido en el segundo párrafo del artículo 8° del Convenio Multilateral. 5) Conceptos relacionados al régimen de garantía de depósitos. 6) Los resultados por intereses y ajustes de carteras transferidas no dadas de baja contablemente –referidos en las Comunicaciones 6402, 6446 y complementarias– incluidos en las cuentas detalladas en el Apéndice I que forma parte integrante del presente ordenamiento, siempre y cuando la obligación tributaria quede en cabeza de un tercero por iguales conceptosl. Fuente: Resolución General N° 4/2014, artículo 2°. Fuente: Resolución General N° 4/2018, artículo 3°.

*sucursal que captó al cliente titular de la tarjeta. Por último, los (iii) ingresos obtenidos de los proveedores o comercios adheridos al sistema de tarjetas de crédito, deberán asignarse a la jurisdicción del lugar en que se efectúe el depósito de las rendiciones.<sup>57</sup> En tanto, el art. 62, los ingresos e intereses pasivos y actualizaciones pasivas correspondientes a los instrumentos no contemplados previamente, incluyendo las cuentas que “tengan origen en disposiciones del Banco Central de la República Argentina cuyo objetivo sea regular la capacidad prestable (efectivo mínimo, los redescuentos y adelantos en cuenta por razones de iliquidez transitoria y operaciones de mercado abierto –pases activos y pases pasivos– celebrados con el Banco Central)” y otras,<sup>58</sup> se atribuirán con independencia del lugar de su contabilización, en la misma proporción de las restantes cuentas de ingresos financieros.<sup>59 60</sup>*

Es interesante notar que, por una cuestión de *homogeneidad*, el marco del convenio multilateral no excluye al sector financiero dentro de los sectores alcanzados por el IIBB. **Sin embargo, el Convenio considera las particularidades de la actividad financiera en varias dimensiones,**<sup>61</sup> incluyendo (i) determinación de la base imponible o definición de ingresos brutos; (ii) inclusión o no, de determinadas actividades relacionadas con la actividad de intermediación financiera y reflejadas en los ingresos brutos de la actividad; (iii) la operatoria interbancaria (cuya tributación se concentra exclusivamente en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires); (iv) la relacionada con títulos de otras jurisdicciones del sector público y, (v) con la actividad del Banco Central (letras, pases, entre otras). Un aspecto central, tiene que ver con la definición de los ingresos que se incluyen, o no, en la determinación de la base imponible (BI) ya que la mayoría de los bancos opera en diferentes jurisdicciones provinciales y, por ende, la relación horizontal entre los fiscos, coordinada por la Comisión Arbitral, se vuelve relevante, especialmente cuando la actividad bancaria se encuentra fuertemente concentrada geográficamente y tal como veremos seguidamente, existe cierta variabilidad en los aspectos de la actividad de intermediación incluidas en el IIBB jurisdiccional. *En definitiva, las provincias deben exceptuar de manera explícita al sector financiero a los efectos de que algunos ingresos que conforman su base imponible no tributen IIBB en la jurisdicción de su incumbencia.*

Adicionalmente, las provincias y la Nación han firmado acuerdos o pactos fiscales que resultan, una vez ratificados por las respectivas legislaturas y por el Congreso a nivel nacional, un instrumento adicional de coordinación tributaria (vertical y horizontal). En particular, el Consenso Fiscal,<sup>62</sup> estipula alícuotas máximas para los sectores económicos, indicando un valor máximo de 9% al sector Servicios Financieros, dejando exento a los Créditos hipotecarios.<sup>63</sup>

---

<sup>57</sup>Resolución General N° 4/2014, artículos 4°, 5° y 6°.

<sup>58</sup> Tal como las correspondientes a inversiones que realicen las entidades financieras, como ser rentas por *Títulos Públicos Nacionales, Provinciales y Municipales, cédulas, letras, bonos, obligaciones y demás valores emitidos por entidades públicas y/o privadas, Fideicomisos Financieros (Rendimiento de Certificados de Participación y Títulos de Deuda) y/u obligaciones negociables*. Los intereses pasivos y actualizaciones pasivas relacionados con operaciones entre entidades financieras; los intereses pasivos y actualizaciones pasivas relacionados con Obligaciones subordinadas emitidas por los bancos; los ingresos e intereses pasivos y actualizaciones pasivas no contemplados en los incisos precedentes, que no puedan atribuirse de manera cierta a una jurisdicción determinada.

<sup>59</sup> A los fines de la confección de la proporción prevista en el primer párrafo del artículo 8° del Convenio Multilateral.

<sup>60</sup> Resolución General N° 4/2014, artículo 5. *Sin embargo, se destaca que “para determinar el porcentaje indicado no deberán considerarse los resultados previstos en los incisos 1) a 5) de este artículo.”*

<sup>61</sup> Más allá de las cuestiones derivadas de ajustes contables y/o regulatorias que aplican o también podrían aplicar a otras actividades económicas.

<sup>62</sup> Firmado el 27 de diciembre de 2021. Aprobada el 4 de octubre de 2022 por la Ley 27687, con la participación de las provincias con excepción de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (y las provincias de La Pampa y San Luis).

<sup>63</sup> Los servicios conexos a las actividades sujetas a alícuotas máximas, no se encuentran alcanzadas por dicho tope.

Hasta el año 2020, las provincias en general mantenían exentos, dentro del cálculo del impuesto IIBB del sector de intermediación financiera, aquellos ingresos asociados a los instrumentos no monetarios del BCRA, con la única excepción de la provincia de San Luis.<sup>64</sup> La exención se explicita en las leyes provinciales (Código Fiscal<sup>65</sup> y Leyes impositivas anuales) que determinan los alcances de cada uno de los tributos locales. Así, con algunas variantes en el texto se indica que quedan exentos los títulos públicos nacionales, provinciales y los emitidos por la autoridad monetaria.<sup>66 67</sup> La exención explícita y generalizada a los ingresos provenientes de instrumentos de regulación monetarias,<sup>68</sup> se interrumpe en 2021, cuando CABA instrumenta la Ley Tarifaria y el Presupuesto 2021 (reiterado en los años subsiguientes), previendo la imposición de IIBB a las actividades consistentes en *“operaciones de pases, los activos subyacentes o colaterales y operaciones sobre títulos, bonos, letras, certificados de participación y demás instrumentos emitidos y que se emitan en el futuro por el BCRA”*.<sup>69</sup> A partir del 2023, la provincia de Mendoza agregó al art. 189 de su Código Fiscal, la quita explícita de la exención a los instrumentos del BCRA: *“Esta exención no alcanza a los títulos, bonos, letras, certificados de participación y demás instrumentos emitidos y que se emitan en el futuro por el Banco Central de la República Argentina.”* En el caso de Córdoba, a partir del 2021, se autoriza el cobro de un impuesto específico (no IIBB) sobre estos títulos con una afectación específica, contingente a que la Nación no remite ciertas transferencias acordadas, desde ANSES para el financiamiento de la Caja Previsional Provincial. Recientemente, la provincia de Buenos Aires modifica el artículo referido en su ley tributaria dejando de explicitar la exención a partir del año 2024.<sup>70</sup>

<sup>64</sup> La provincia de San Luis no incluye exención alguna los servicios financieros.

<sup>65</sup> Códigos Fiscales Catamarca (art. 184), Córdoba (art. 215), Corrientes (art. 134), Chaco (art. 135), Chubut (art. 149,4), Entre Ríos (Art. 194. e), Formosa (Art. 247. c), Jujuy (Art. 284. 1), La Pampa (204), la Rioja (Art. 182. c), Misiones (Art 157. d), Neuquén (Art. 203. d), Río Negro (Ley 1301. Art. 20 c), Salta (Art. 160. i), San Juan (Art. 130. d), San Juan (Artículo 192), Santa Fe (Art. 213. c), Santiago del Estero (Art. 210. d)), Tierra del Fuego (Art. 120. g).

<sup>66</sup> *“Los ingresos provenientes de toda operación sobre títulos, letras, bonos, obligaciones y demás papeles emitidos y que se emitan en el futuro por la Nación, las Provincias, las Municipalidades y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, como así también las rentas producidas por los mismos y los ajustes de estabilización o corrección monetaria. Los ingresos provenientes de toda operación sobre acciones y la percepción de dividendos y revalúos.”* Una variante significativa en el texto se da en el caso de la provincia de Tucumán (Art. 2°. Dto. 20-3/2021) que establece que las entidades financieras tributan IIBB (9%) pero no para los resultados que obtengan por operaciones con títulos emitidos por el BCRA y operaciones de pase quedarán alcanzadas a la alícuota del cero por ciento (“0%”) *...para los rendimientos obtenidos por las entidades financieras comprendidas en la Ley Nacional N° 21526 y sus modificatorias, provenientes de operaciones con títulos, bonos, letras, certificados de participación emitidos y que se emitan en el futuro por el Banco Central de la República Argentina, así como para los rendimientos provenientes de operaciones de pases entre dichas entidades financieras y el referido Banco Central.”*

<sup>67</sup> En la Provincia de Buenos Aires, el artículo de su Código Fiscal hasta el año 2023, explicitaba el caso de los instrumentos del BCRA en la exención, indicando que *“se encuentran exentos los ingresos obtenidos por las entidades financieras comprendidas en la Ley N° 21.526 producto de operaciones de pase entre sí, como así también los ingresos provenientes de las operaciones de pase activo concertadas por aquellas entidades financieras con el Banco Central de la República Argentina. Esta exención regirá siempre que tales operaciones sean reguladas por el Banco Central de la República Argentina y dicha entidad autorice los activos subyacentes o colaterales en ellas involucrados”* Código Fiscal Exenciones IIBB Art. 207. Inc. c). El cual fue modificado en el 2024 para suprimir su último párrafo, abriendo la posibilidad de imponer las transacciones en el mercado interbancario y entre bancos y el BC.

<sup>68</sup> Salvo el caso de San Luis.

<sup>69</sup> El 20 de diciembre de 2020 el BCRA presentó un pedido ante la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN) para que declare la inconstitucionalidad de tales leyes en cuanto afecten la política monetaria, cuya ejecución le compete por disposición expresa de la Constitución Nacional.

<sup>70</sup> Así el Art. 192. Indica que la base imponible del IIBB, en el caso de las operaciones realizadas por las entidades financieras comprendidas en la Ley Nacional N° 21.526, se considera ingreso bruto a los importes devengados, en función del tiempo, en cada período, conformado por el total de la suma del haber de las cuentas de resultado, no admitiéndose deducciones de ningún tipo, computando como ingresos, los provenientes de la relación de dichas entidades con el Banco Central de la República Argentina. (Párrafo según Ley 15.479 (B.O. 02/01/2024) Vigente

A modo de resumen puede destacarse que los ingresos brutos derivados de la intermediación financiera se encuentran alcanzados por el impuesto IIBB a nivel provincial, así como por impuestos asimilables en algunos partidos o municipalidades. El marco legal, que incluye la Coparticipación, el Convenio Multilateral, así como leyes provinciales y ordenanzas municipales, y los Acuerdos federales (Consenso Fiscal) tienen implicancias con relación a la determinación coordinada de la base imponible y las alícuotas para el sector. De manera explícita ciertas dimensiones e instrumentos de los servicios de intermediación financieros están exentos en algunas provincias, incluyendo los instrumentos de regulación monetaria. Cabe destacar que la gran mayoría de las provincias no grava con Ingresos Brutos a los títulos, bonos, letras, etc. que emite el BCRA y las operaciones de pases. Sin embargo, con excepción de San Luis que nunca los tuvo exentos, la quita de dicha exención por parte de CABA en 2021 generó un comportamiento similar por parte de varias jurisdicciones relevantes, tal como Mendoza, Tucumán, y Buenos Aires. Dada la concentración del sistema financiero, la inclusión de las mencionadas provincias implica una distorsión ya que el producido del tributo, que puede estimarse significativo, se concentraría casi exclusivamente en estas jurisdicciones, mientras que el costo de la medida (encarecimiento del crédito público y debilidad de la política monetaria para alcanzar sus objetivos) sería pagado en todo el país. Adicionalmente, en consonancia con el análisis teórico referido a la necesidad de coordinación para evitar comportamientos de contagio que generen externalidades horizontales entre las jurisdicciones subnacionales, hay municipios, partidos y/o localidades que dentro de las provincias se suman a las mismas en extender impuestos locales no solo a las transacciones y servicios financieros, sino específicamente a los instrumentos de regulación monetaria del BCRA.<sup>71</sup>

#### 4.2. Una primera aproximación a los impactos cuantitativos, contributivos y sobre los instrumentos de política monetaria

La Tabla 1 indica la diversidad de alícuotas y las modificaciones, incluyendo exenciones que se observó en el impuesto de IIBB sobre los servicios financieros entre el año 2020 y el 2024. Puede notarse que las exenciones explícitas a los instrumentos de regulación monetaria, presente en todas las provincias salvo San Luis durante el 2020, se modificó a partir de la decisión de CABA en 2021, periodo a partir del cual se incluyeron más provincias, e incluso municipios, partidos y/o localidades. Así, entre el 2022 y 2024, se agregaron Mendoza, Misiones y eventualmente podrían hacerlo Córdoba (dependiendo de la potencial transferencia monetaria o no de ANSES a la Caja Previsional Provincial) y Tucumán (que no tiene exención, pero sostiene, por el momento, una alícuota cero). En tanto, el listado de municipios, partidos o localidades incluye a Avellaneda, entre otros.

---

01/01/2024), exceptuándose los provenientes de toda operación sobre títulos, letras, bonos, obligaciones y demás papeles emitidos y que se emitan en el futuro por la Nación, las provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y las municipalidades, así como las Ons, mientras le sea de aplicación la exención respecto del Impuesto a las Ganancias.

<sup>71</sup> Por ejemplo, como se dijo, Avellaneda, (art. 182 (2024) "Para las entidades financieras comprendidas o no en la Ley 21.526 y sus modificaciones, y las sociedades de crédito para consumo, se considera ingreso bruto a los importes devengados en función del tiempo en cada período. La base imponible está constituida por el total de la suma del haber de las cuentas de resultado, no admitiéndose deducciones de ningún tipo." Esta situación difiere, al momento, para la misma imposición de partidos como La Matanza y Lomas de Zamora, entre otras localidades y provincias.

**Tabla 1: Alícuota legal (%) y exenciones de Instrumentos BCRA 2020-2024**

JURISDICCIÓN	INSTRUMENTOS BCRA		ALICUOTA	DETALLES
	2020	2024	2024	2024
Buenos Aires	Exento	No exento Pases	9	Pases 9%
CABA	Exento	No exento	8	Leliqs y Pases 8%
Catamarca	Exento	Exento	9	
Córdoba <sup>1</sup>	Exento	Exento (Eventual)	5	FOCCA 80% (9,00 %)
Corrientes	Exento	Exento	4,7	
Chaco	Exento	Exento	7	
Chubut	Exento	Exento	8	
Entre Ríos	Exento	Exento	8	
Formosa	Exento	Exento	5,5	
Jujuy	Exento	Exento	8	
La Pampa	Exento	Exento	9,1	
La Rioja	Exento	Exento	9	
Mendoza	Exento	No exento	7	(6% +1% alic. incremental)
Misiones	Exento	No exento	7,8	Leliqs 8%
Neuquén	Exento	Exento	9	
Río Negro	Exento	Exento	8	
Salta	Exento	Exento	8	
San Juan	Exento	Exento	6,5	
San Luis	No exento	No exento	6,5	
Santa Cruz	Exento	Exento	8	
Santa Fe	Exento	Exento	9	
Sgo del Estero	Exento	Exento	3	
Tierra del Fuego	Exento	Exento	9	(0% Leliqs y Pases)
Tucumán	Exento	Exento	7,5	(3,5% + 4%)

Fuente: Elaboración propia en base a MECON y fuentes provinciales. Alícuota en porcentaje. FOCCA: Fondo Solidario de Cobertura y Financiación para Desequilibrios de la Caja de Jubilaciones, Pensiones y Retiros de Córdoba – FOCCA.

Adicionalmente, la Tabla 2, describe las alícuotas efectivas promedio (recaudación sobre base imponible) de cada una de las provincias entre 2020 y 2023 (último dato disponible), tanto para el total del impuesto a los IIBB como el específico referido a la intermediación financiera. Es posible notar que la presión fiscal de IIBB sobre el sector es superior al promedio de sectores. La mayoría de las provincias aproxima la alícuota efectiva, y por ende, la promedio, al tope previsto en el último Pacto Fiscal (del 9%), al tiempo que varias de ellas redujeron exenciones. Cabe notar, en tal sentido, el incremento observado en CABA derivado del levantamiento de las exenciones sobre los instrumentos de política monetaria.

**Tabla 2: Alícuota efectiva (%) promedio – totales e intermediación financiera 2020-2023**

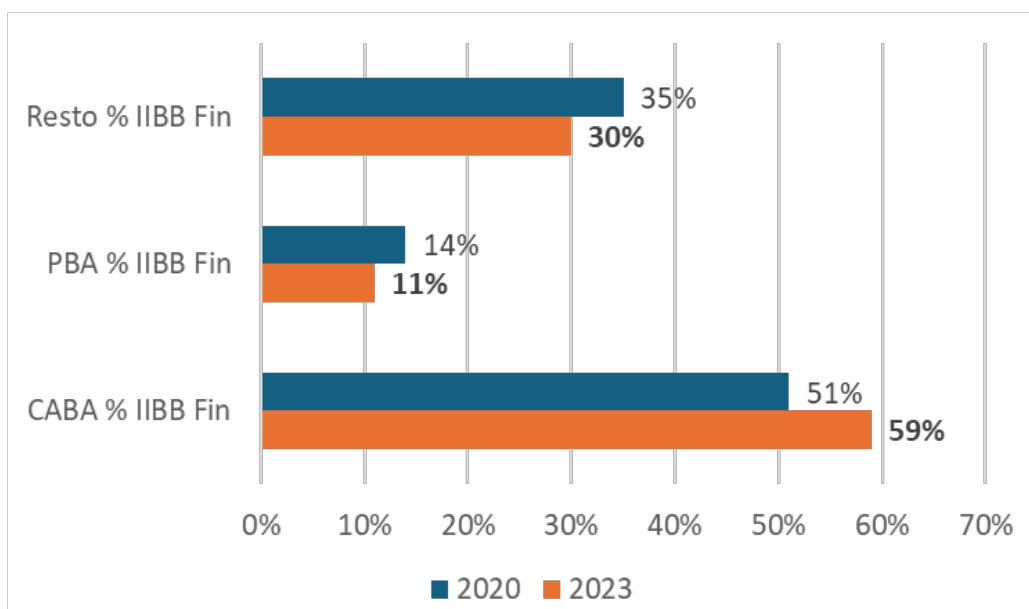
Período	Total IIBB			Intermediación Financiera		
	2020	2023	Var %	2020	2023	Var %
Buenos Aires	2,69	2,81	5%	7,00	8,95	28%
CABA	3,39	3,71	10%	7,00	7,99	14%
Catamarca	3,15	3,08	-2%	6,24	7,00	12%
Chaco	2,52	2,61	4%	5,99	6,37	6%
Chubut	3,35	3,32	-1%	7,61	8,00	5%
Córdoba <sup>71</sup>	2,58	2,69	4%	6,90	6,58	-5%
Corrientes	2,17	2,14	-1%	4,96	5,54	12%
Entre Ríos	2,64	2,74	4%	5,72	8,00	40%
Formosa	2,70	2,50	-7%	5,51	5,73	4%
Jujuy	2,80	3,23	15%	7,00	8,00	14%
La Pampa	3,19	3,09	-3%	11,58	8,91	-23%
La Rioja	2,29	2,66	16%	5,64	9,00	60%
Mendoza	3,30	3,28	0%	6,99	6,23	-11%
Misiones	3,85	3,78	-2%	7,79	7,80	0%
Neuquén	3,33	3,20	-4%	7,00	7,00	0%
Río Negro	3,23	3,08	-5%	5,51	7,00	27%
Salta	3,10	3,38	9%	5,48	8,00	46%
San Juan	2,49	2,45	-2%	6,49	6,18	-5%
San Luis	2,22	2,29	3%	6,50	6,50	0%
Santa Cruz	3,25	3,06	-6%	8,00	8,00	0%
Santa Fe	2,55	2,51	-2%	6,10	5,56	-9%
Sgo del Estero	1,88	2,09	11%	4,39	6,40	46%
Tierra del Fuego	2,06	1,86	-10%	2,71	3,75	38%
Tucumán	3,07	3,02	-2%	7,00	8,99	28%
Total	2,89	3,03	5%	6,81	7,94	17%

Fuente: Ministerio de Finanzas de Córdoba. Presión Tributaria Provincial. Alícuotas efectivas de IIBB. Marzo 2023

El Grafico 1 muestra el porcentaje de IIBB imputado a las diferentes provincias, conforme los datos disponibles de balance de las entidades financieras<sup>72</sup> y las normas descriptas previamente, tanto para 2020 como 2023. Es interesante notar la fuerte concentración en CABA, que aumenta significativamente por el impacto del levantamiento de la exención a los instrumentos monetarios del BCRA. Cabe mencionar que la PBA ha aumentado la presión tributaria, al retirar la exención a los instrumentos del BCRA en el año 2024. CABA concentra, en 2023, aproximadamente el 60% del total de la recaudación del impuesto de IIBB sobre los bancos regulados por el BCRA.

<sup>72</sup> En base a datos públicos de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFYC) ([https://bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Entidades\\_financieras.asp](https://bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Entidades_financieras.asp))

**Gráfico 1. Porcentaje de IIBB al sector financiero por provincias seleccionadas**



Fuente: Elaboración propia (imputación y cálculo) basado en datos de SEFYC.<sup>73</sup>

En tanto, la Tabla 3, analiza los datos de balances bancarios presentados a la SEFYC, contemplando los IIBB declarados por las entidades reguladas. La Tabla compara ratios relevantes para el análisis, en base al balance anual de 2020 comparado con el correspondiente a las mismas entidades bancarias en diciembre de 2023. Para el total de entidades bancarias, el impacto de los impuestos a IIBB aumenta considerablemente tanto como porcentaje de los ingresos totales como de los ingresos financieros entre los dos periodos considerados. Especialmente, para aquellas entidades que se ubican (con más del 60% de sus préstamos y depósitos)<sup>74</sup> en las provincias que incluyen IIBB a los instrumentos de regulación monetaria del BCRA (columna extremo derecho de Tabla 3). Para una entidad con al menos un 60% de sus negocios en CABA, la incidencia de IIBB sobre los ingresos financieros totales aumentó 2,6 puntos porcentuales entre periodos. Incluso, el aumento es significativo en relación con los Activos Totales (AT) y sobre el Crédito Total, medidas que pueden capturar variaciones intrínsecas a todo el sistema bancario en el periodo, pero que igualmente marcan una diferencia significativa entre ambos periodos y grupos de empresas. Es interesante notar, como una primera aproximación a la potencial reacción de parte de las entidades a esta mayor presión tributaria, que el ratio entre Ingresos Financieros a AT, aumenta entre los dos periodos, incluso, es mayor en 2 puntos porcentuales para la muestra de bancos sujetos a menores exenciones de IIBB. Al tiempo que los Egresos Financieros sobre PT también muestran un incremento, aunque no se observa diferencia para el año 2023 entre el grupo de entidades alcanzado por las exenciones y el resto de las entidades.

<sup>73</sup> Cabe agregar, que estimaciones preliminares en base a datos de enero de 2024, originadas en COMARB y considerando 13 bancos con relevancia en la provincia de Buenos Aires, indican que la participación de la provincia habría aumentado a aproximadamente el 20% en dicha jurisdicción por el levantamiento de la exención impositiva a los instrumentos del BCRA.

<sup>74</sup> Muestra de 42 entidades con más del 60% de sus depósitos y créditos en provincias sin exención de títulos del BC sobre un total de 77 entidades (que incluye el caso de un banco provincial exento del tributo).

**Tabla 3. Incidencia de IIBB sobre la intermediación financiera – inc. Pasivos NM BCRA**

	2020	2023	Bancos con >60 % en pcias no exentas - 2023
IIBB / Ingresos Totales	4,1%	5,2%	6,3%
IIBB / Ing. Financieros	4,3%	5,8%	6,9%
IIBB / Activos Totales	0,1%	0,2%	0,3%
IIBB / Credito Total	0,4%	1,7%	1,3%
Ing Fin / AT	2,7%	4,3%	6,3%
Eg Fin / PT	1,7%	3,3%	3,4%

Fuente: Elaboración propia en base a SEFYC. Última columna incluye 42 entidades con depósitos y créditos >60% en provincias con títulos BCRA no exentos.

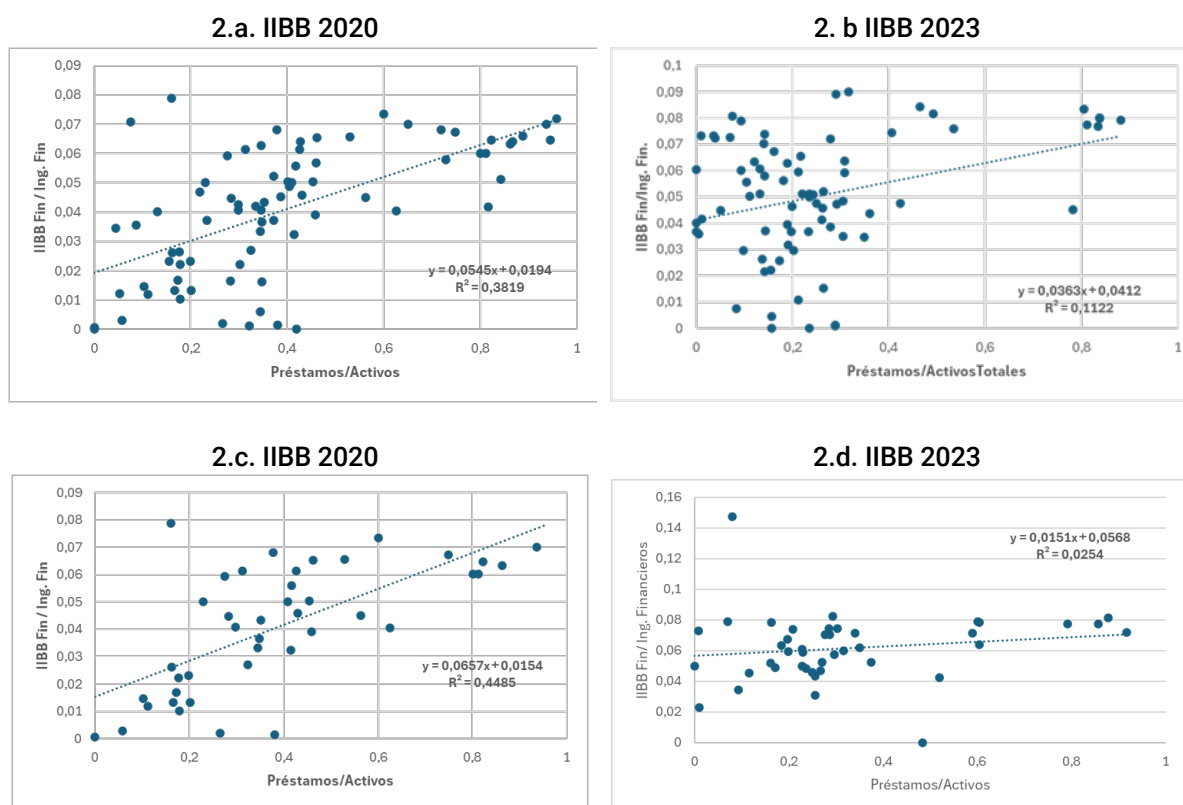
Adicionalmente, los gráficos subsiguientes muestran las correlaciones entre el porcentaje de IIBB sobre ingresos financieros para 2020 y 2023 y los préstamos como porcentaje de sus activos. En el caso de los Gráficos 2 a y 2 b, puede notarse que la relación directa positiva se vuelve menos intensa en el 2023 (0,054 contra 0,036), que podría reflejar<sup>75</sup> la mayor incidencia relativa del impuesto sobre ingresos provenientes de otras financiaciones (tal como los instrumentos de regulación monetaria utilizados por el BCRA) durante 2023. De hecho, en los Gráficos 2 c y 2 d, se muestra la misma relación, pero incluyendo únicamente aquellas entidades que en 2023 estuvieron sujetas al impuesto con menos exenciones del IIBB (aquellas con más del 60% del negocio en CABA y otras provincias no exentas). Claramente, la correlación se vuelve, en este caso, menos significativa en el 2023 (0,054 contra 0,151).

En síntesis, los gráficos muestran que la no exención de los títulos del BC del IIBB se refleja en una menor correlación entre el impuesto total pagado por las entidades y los préstamos otorgados por las mismas. Esto podría estar reflejando, *ceteris paribus*, que el impuesto IIBB pasa, una vez que CABA y otras provincias dejan de considerar exento a los títulos del BC, a tener una mayor incidencia en el resto del activo, donde se incluyen los títulos del BC. De hecho, los gráficos 2 c y 2 d, muestran que dicha incidencia es más significativa para aquellas entidades que tienen mayor exposición a provincias que no tienen exención de IIBB al BC. Tal como veremos en el Grafico 3, esta incidencia genera una distorsión en la tasa de política monetaria, y a través de la misma, en el margen pasivo (tasa pagada a los depositantes), activo (tasa cobrada a los prestamos) y/o en los beneficios de las entidades bancarias.

<sup>75</sup> Sujeto a otras variables de control, que escapan a los objetivos de la presente Nota Técnica, y supone un estudio a nivel econométrico comparativo entre un grupo de entidades bancarias de control pre y post impuesto y el grupo no exento. Ver por ejemplo, Borsuk, M, Kowlewski, O y J. Qi. (2023) op. cit. (nota al pie 33).



## Gráficos 2. Tributos IBB en relación Préstamos / Activos por entidad bancaria



Fuente: Elaboración propia en base a datos de SEFYC.

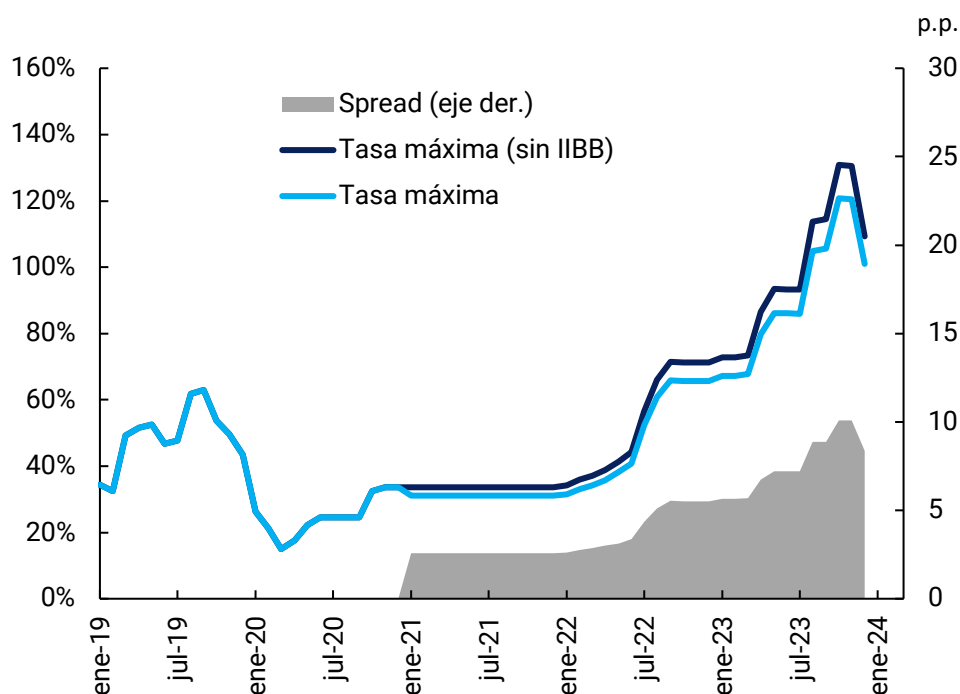
Finalmente, a los efectos de cuantificar el impacto del impuesto de IBB sobre la transmisión de la tasa de política monetaria al resto de las tasas del sistema se realizó un ejercicio hipotético consistente en calcular la tasa de interés que dejaría indiferente a los bancos entre captar o no un peso adicional de depósito. En este caso se consideró la captación de un depósito a plazo de 0 a 29 días que podría invertirse en la cartera admitida por la regulación vigente sobre encajes para una entidad del grupo A que concentrara hipotéticamente el grueso de su actividad comercial en CABA, que estableció una alícuota de 8% a partir de 2021. De acuerdo a la regulación vigente una entidad de este grupo puede constituir encajes por hasta un 5% de sus depósitos en BOTES (Bonos del Tesoro Nacional)<sup>76</sup> y hasta un 20% en Leliqs (Letras de Liquidez del BCRA) u otros títulos públicos<sup>77</sup>. En línea con el proceso de desintermediación crediticia observado en el período bajo análisis se supuso, adicionalmente, que la parte no encajada de los fondos captados se colocó en pasivos pasivos en el propio BCRA. En el análisis se descontó, asimismo, el costo del seguro de depósitos de SEDESA (0,015% del monto captado). El cálculo puede interpretarse como la *tasa máxima* que estarían dispuestos a pagar los bancos para captar un peso de fondeo y dedicarlo a esa inversión hipotética.

<sup>76</sup> Para la proporción en encajada en bonos BOTE que corresponde a un promedio entre las tasas de interés de cada especie de bono ponderadas por el stock de cada periodo. BOTE a tasa fija : 22%, 26% o 43,25%, según corresponda; BOTE Badlar: 70% de la BADLAR de bancos del sector privado y BOTE CER: la TNA equivalente del CER del mes correspondiente.

<sup>77</sup> Para la integración en LELIQ/Títulos Públicos, se supuso 100% de LELIQ, para los periodos en los cuales dicha opción era posible desde la perspectiva regulatoria y se tomó la tasa de interés vigente en cada momento del tiempo. Posteriormente se supuso un bono ajustable por CER que rinde la TNA equivalente del CER del mes correspondiente.

Dado que tanto las Leliqs como los pases pasivos de esta cartera hipotética estaban afectados por la alícuota de Ingresos Brutos, una forma directa de calcular su incidencia en las tasas pasivas del sistema es calcular el spread resultante de comparar la tasa máxima de captación descrita en el párrafo anterior con la que hubiese resultado de no estar vigente el impuesto.

**Gráfico 3. Tasas (TNA 30 d.) y Spread. Considerando IIBB a 8% y sin IIBB**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

El Gráfico 3, que ilustra los resultados del análisis, permite observar el impacto significativo de la imposición del IIBB sobre los instrumentos de regulación monetaria en los incentivos de los bancos para captar depósitos adicionales. El impuesto modifica en el margen las decisiones de las entidades financieras. En el caso bajo análisis, la decisión de fondeo medida por la diferencia absoluta entre la tasa máxima que la entidad estaría dispuesta a pagar por cada peso adicional de fondeo con y sin impuesto alcanza niveles cercanos al 10% nominal anual en algunos periodos (Ver Gráfico 3 eje derecho).<sup>78</sup>

Como se mencionó -tanto por el hecho de que se asume que la entidad radica el grueso de su actividad en CABA como por la cartera de inversión supuesta en el ejercicio- se trata aquí de un caso de máxima incidencia del impuesto en la tasa hipotética de captación de fondos. Por cierto, el ejercicio hipotético aquí postulado tampoco pretende afirmar que toda la incidencia del impuesto ha caído en la práctica en los depositantes dado que las entidades afectadas podrían eventualmente trasladar parte del tributo a los tomadores de fondos a través de mayores tasas activas del sistema o, dependiendo de las elasticidades de la demanda y oferta de fondos, absorber una parte de del impuesto vía un menor spread de intermediación. En cualquier caso, independientemente de su incidencia en cada participante del mercado, la vigencia del impuesto implicó un claro desincentivo, distorsionando las señales de política

<sup>78</sup> Naturalmente, en términos porcentuales, y dada la cartera de inversión considerada, la diferencia entre ambas tasas se ubica en torno a la alícuota del impuesto.

implícitas en las tasas fijadas por la autoridad monetaria y afectando el volumen de la intermediación financiera resultante.<sup>79</sup>

## 5. Conclusiones

El análisis realizado refleja el impacto económico derivado de la aplicación de parte de algunos gobiernos subnacionales del impuesto a los IIBB sobre los instrumentos utilizados por el BCRA para la implementación de la política monetaria. En particular, el trabajo analiza la evidencia teórica y empírica a nivel internacional. La misma considera la problemática derivada de la coordinación vertical y horizontal entre el gobierno nacional y los diferentes gobiernos subnacionales en la implementación de una política monetaria centralizada, que, si bien óptima, resulta ciega y potencialmente no heterogénea a nivel subnacional. Los potenciales efectos de externalidades y contagio entre jurisdicciones subnacionales resultarían perniciosos desde el punto de vista económico cuando no existe la necesaria coordinación y concurrencia entre jurisdicciones y los gobiernos subnacionales pueden afectar con su comportamiento a instrumentos de aplicación de la política monetaria centralizada óptima.

En particular, la aplicación de un impuesto subnacional sobre un instrumento financiero utilizado por el BC para implementar dicha política distorsiona su aplicación óptima. Por otro lado, la distorsión generada por la introducción de IIBB a los instrumentos de regulación monetaria del BCRA encarece el costo de intervención y, por ende, incrementa el costo fiscal a nivel consolidado de estas intervenciones. En particular, considerando la reacción de las propias entidades, implica distorsiones tanto en el margen pasivo (tasa de interés de los depósitos) como en el margen activo (tasa de interés y cantidad/calidad del crédito), afectando el impacto deseado de la política monetaria sobre los ahorros, el crédito, la inversión y la demanda agregada.

---

<sup>79</sup> Cabe recordar, en tanto, que el periodo incluye controles de tasas de interés pasivas mínimas para los depósitos de personas físicas.

## Anexo

La implementación de la política monetaria implica la utilización de diversos instrumentos de parte del BCRA a los fines de regular la cantidad de dinero y la tasa de interés con el objetivo de cumplir sus objetivos, tal como están delineados en el art. 3 de su Carta Orgánica. El balance del BCRA,<sup>80</sup> que se presenta en forma estilizada en la Figura N°1 refleja en sus cuentas y movimientos, los efectos de la instrumentación de la implementación de la política monetaria.

Un aspecto clave para la regulación monetaria es el control de la cantidad de dinero en la economía. Esta cantidad de dinero se define a partir de la Base Monetaria, conocido como dinero de alto poder, y compuesto por el (i) circulante en poder del público (el efectivo demandado por los ciudadanos y el disponible en los cajeros automáticos y cajeros de sucursales bancarias) a lo que se agrega el disponible en las (ii) las cuentas corrientes de los bancos en el Banco Central, denominadas generalmente reservas bancarias. Estos dos componentes conforman los Pasivos Monetarios del B.C. que tienen la particularidad de ser pasivos con ningún (en el caso del circulante) o bajo costo (en el caso de las reservas bancarias ya que las mismas pueden estar remuneradas).

**Figura A1. Balance resumido del B.C.**

Banco Central	
Activos	Pasivos
Externos	Pasivos Monetarios
Reservas Externas	Circulante
Sector Público	Cuenta corriente bancos
Titulos Publicos	Pasivos No Monetarios
Adelantos al tesoro	Letras del BC
Sector Financiero	Pases Pasivos
Pases Activos	Otros Pasivos NM
Redescuentos	Patrimonio Neto

Por otro lado, el Pasivo se completa con las cuentas de *pasivos no monetarios*, que incluyen todos los pasivos que tienen un costo para el BC, e incluyen la emisión de Letras y Notas del BC (LELIQs) y/o la operatoria de Pases pasivos (o REPO revertidos) por los cuales el BC toma fondos de las entidades financieras con garantía de títulos públicos o letras del propio BC y compromiso de recompra a cambio de una tasa de interés.

<sup>80</sup> [https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/balances\\_semanales.asp](https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/balances_semanales.asp)

En virtud de la registraci3n por partida doble, la evoluci3n de los pasivos monetarios y no monetarios ser3n un reflejo de variaciones en los activos y/o en las restantes cuentas del pasivo del BC. Por 3ltimo, el balance se completa con la cuenta de Patrimonio Neto del BC.

Los activos del BC se pueden agrupar seg3n el sector institucional: (i) *sector externo*, que incluye a las reservas externas netas, o tenencias de divisas extranjeras netas; (ii) *sector p3blico*, que incluye los t3tulos del sector p3blico en poder del BC as3 como los adelantos al tesoro nacional y otras cuentas por cobrar del sector p3blico y, finalmente, (iii) el *sector financiero*, que incluye los Pases Activos y/o los redescuentos, que permiten al BC proveer de liquidez a las entidades financieras reguladas, sea contra garant3a de t3tulos o letras del BC en operaciones de recompra o REPO, o en otros financiamientos directos.<sup>81</sup>

Las variaciones de los diferentes componentes del activo del BC tienen un impacto inicial directo sobre los pasivos monetarios. Por ejemplo, (i) la acumulaci3n o des-acumulaci3n de divisas externas derivado de la implementaci3n de una pol3tica cambiaria. Cuando el BC interviene en el mercado cambiario para sostener una paridad fija y/o una flotaci3n administrada, realiza compras de divisas acreditando, conforme la cotizaci3n de la moneda externa, en la cuenta corriente del banco que lleva adelante dicha transacci3n. De esta manera, una compra de divisas aumenta las Reservas externas y se refleja inicialmente en un incremento equivalente del pasivo monetario a partir de la acreditaci3n de dicha compra en la cuenta corriente bancaria. Lo mismo suceder3a con la compra de un t3tulo p3blico (operaci3n de mercado abierto) y/o el otorgamiento de un adelanto al tesoro nacional. En ambos casos, el BC aumenta la cantidad de reservas bancarias a partir del dep3sito en la cuenta corriente del banco involucrado, como contrapartida del aumento de su cuenta en el activo correspondiente al sector institucional p3blico. Por ende, estas transacciones implican necesariamente un aumento de los pasivos monetarios con el consecuente crecimiento de la cantidad de dinero (base monetaria) de la econom3a.

A fin de regular adecuadamente la cantidad de dinero en la econom3a, el BC puede intervenir (esterilizar) utilizando instrumentos financieros que forman parte de sus Pasivos No Monetarios. En particular, el BC puede colocar un Pasivo No Monetario, sea a trav3s de una operaci3n de Pase Pasivo y/o la emisi3n de una Letra, que los bancos adquieren mediante un pago que se debita de su cuenta corriente en el BC, afectando de esa manera el nivel de la cantidad de dinero en la econom3a. Las operaciones de emisi3n de Letras implican la colocaci3n de un t3tulo o bono, tal como las *LELIQs*, que pagan una tasa de inter3s y que son 3nicamente accesibles para los bancos regulados (aquellos que tienen cuenta corriente en el BC). En cambio, las operaciones de Pase Pasivo constituyen un dep3sito que los bancos realizan en el BC a cambio de una garant3a (usualmente una Letra del BC o un bono o t3tulo p3blico) e implica el pago de parte del BC de una tasa de inter3s. Dado que se trata de operaciones pasivas, con costo, tanto la tasa de inter3s de las Letras como la de las Operaciones de Pase Pasivo constituyen una operaci3n onerosa para la autoridad monetaria. Al mismo tiempo, para las entidades bancarias dicha tasa de inter3s constituye la tasa m3nima (y libre de riesgo, en tanto es pagada por la autoridad monetaria) a recibir por su exceso de liquidez. Por ende, la tasa de Pases pasivos constituye el piso de tasa del sistema

---

<sup>81</sup> Las operaciones de redescuento se asocian generalmente a pr3stamos derivados del rol regulatorio del BC con relaci3n a las entidades financieras.

financiero y permite a la autoridad construir, junto con la tasa de Pases Activos (financiamiento contra la garantía de un título o letra, otorgado por el BC a las entidades) un corredor de tasas. En particular, la tasa de pases pasivo constituye, en la actualidad, la tasa de interés de política monetaria.

De esta forma, a través de tales operaciones el BC puede regular la cantidad de dinero, y tal como veremos seguidamente, junto con el resto de las sociedades de depósitos del sistema financiero, el crédito para adecuarlos a las necesidades de los agentes económicos y los objetivos de la política monetaria. A través de estas, el BC puede sostener una tasa de interés (reflejado en la tasa de política monetaria) compatible con la estabilidad monetaria y financiera, en coordinación con la política macroeconómica. Los instrumentos utilizados se operan e implementan en el BC en el mercado interbancario. De esta forma, las cuentas corrientes de los bancos en el BC constituyen el corazón del sistema financiero, ya que todos los movimientos de liquidez, incluidas, como vimos, las operaciones de política monetaria del BC, se operan sobre dichas cuentas.

La liquidez excedente de las entidades financieras, incluida las esterilizadas a través de las intervenciones del BC orientadas a la regulación de la liquidez se intercambia entre las entidades bancarias y con la autoridad monetaria en el mercado interbancario. En Argentina, el mercado interbancario este compuesto por el Mercado no garantizado (Call)<sup>82</sup> y el mercado garantizado (REPO), donde se distingue entre la garantía de títulos Públicos y de Letras del BC.<sup>83</sup> Es en este último mercado donde el BC interviene a través de sus operaciones para la regulación monetaria,<sup>84</sup> coadyuvando a influir a través del uso de tales instrumentos en la tasa de interés relevante para todo el sistema financiero. En efecto, tanto la tasa de CALL como de REPO constituyen tasas de referencia del sistema bancario y financiero. Estas tasas se ubican, generalmente, en el margen determinado por el corredor de tasas establecidos por el BC con la tasa de interés de los Pases Pasivos y Activos (Ver Figura N° A2). Estos mercados concentran más del 90% de sus transacciones en operaciones "overnight" o a un día de plazo, lo cual refleja que su utilización está orientada al manejo de liquidez interbancaria (bancos con necesidades de liquidez derivada de cuestiones regulatorias, pedidos de clientes, retiro de depósitos, extensión de crédito, etc.) más que un mercado de intermediación. De hecho, los trabajos realizados por el BCRA muestran evidencia de que el nivel de intermediación en el mercado interbancario es relativamente bajo comparado con otros países.

---

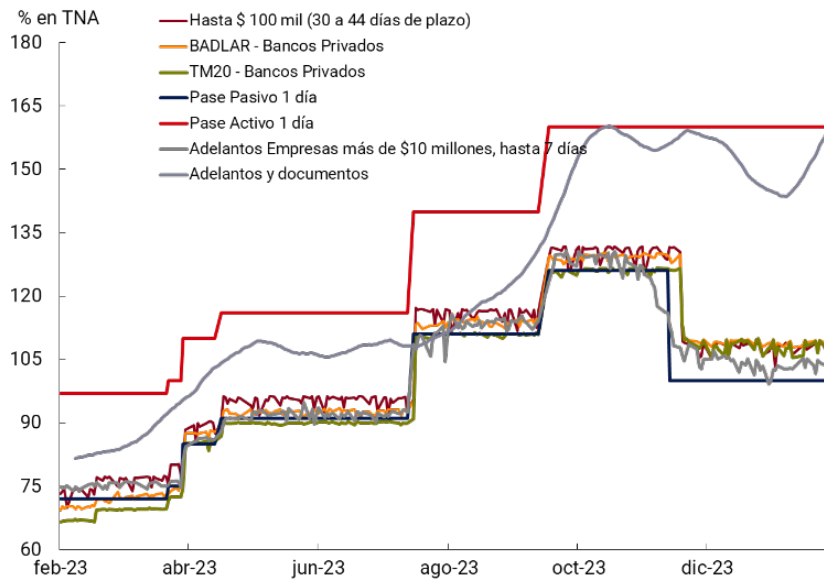
<sup>82</sup> Ver el trabajo de Anastasi, A., M. Sangiácomo y P. Elosegui (2010); "Determinantes de la tasa interbancaria de préstamos en Argentina", Ensayos Económicos, N°58, Junio.

<sup>83</sup> Varios trabajos del área de Estudios del BCRA dan cuenta de las características y la operación de este mercado, incluyendo el segmento no garantizado (Call) y garantizado (REPO) en nuestro país, incluidos los trabajos:

- Elosegui, P. y Gabriel Montes-Rojas (2020), "Efectos de red en mercados interbancarios de Call y Repo de Argentina." Ensayos Económicos | 75 Noviembre.
- Elosegui, P. , Federico D. Forte, Gabriel Montes-Rojas (2022) "Network structure and fragmentation of the Argentinean interbank markets." Latin American Journal of Central Banking, Volume 3, Issue 3.

<sup>84</sup> Dentro del mercado de REPO, el BCRA interviene con los PASES pasivos y activos.

**Figura A2. Gráficos de Tasas**



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

La intermediación financiera que realizan los bancos puede observarse a partir de un análisis de un balance simplificado (Ver Figura N° A3). Los bancos toman depósitos a la vista y a plazo de los depositantes, que terminan depositados en la cuenta corriente que los bancos tienen en el BC. Los bancos pagan la tasa de interés pasiva a los depositantes<sup>85</sup> y también tienen la opción de financiarse con Otros pasivos, tal como la emisión de títulos (Obligaciones Negociables) y/o con capital propio. Adicionalmente, los bancos pueden financiarse incurriendo en operaciones de Call o Repo con otras entidades financieras en el mercado interbancario, y/o con Pases Activos o Redescuentos otorgados por la autoridad monetaria.

**Figura A3. Balance Bancario**

Banco " "	
Activos	Pasivos
Cuenta corriente en BC	Depósitos
Crédito al Sector Privado	Cuenta corriente/ Caja de ahorro
Otras inversiones	Plazo Fijo
Títulos Públicos	Otros Pasivos
Pasivos No Monetarios BC	Patrimonio Neto

<sup>85</sup> En la Figura A 2 se incluyen tanto las tasas correspondientes al corredor de tasas (pasivas y activas), así como las tasas pasivas y activas, incluyendo la de depósitos hasta 100.000\$, la tasa BADLAR de bancos privados y las tasas activas, de adelantos a empresas y documentos.

Los fondos disponibles (que inicialmente se depositan en la cuenta corriente de los bancos en el BC) tienen un costo de oportunidad. Por esta razón, los bancos realizan operaciones activas, buscando incrementar la rentabilidad de sus inversiones, considerando los límites impuestos por la regulación bancaria y el riesgo involucrado en las mismas.

Uno de los posibles usos de los fondos es la extensión de crédito al Sector privado. Estos créditos implican, en general un descalce de plazos ya que su maduración es más larga que los depósitos, así como un riesgo, al otorgar un activo cierto hoy contra la promesa (incierto) de un pago futuro. El crédito está sujeto a incertidumbre que se refleja en el riesgo de repago. A mayor riesgo de repago, mayor es la tasa de interés que el intermediario va a requerir por el préstamo, de manera de obtener un retorno esperado adecuado. El problema que surge, y que ha sido analizado extensivamente en la literatura, es que, a mayor tasa de interés, el riesgo aumenta<sup>86</sup> (se produce un fenómeno de *selección adversa* ya que una tasa mayor atrae más a los inversores que están dispuestos a correr más riesgo, y/o de *riesgo moral*, ya que los inversores tienen incentivos a desviarse de sus proyectos originales para emprender inversiones de mayor riesgo).<sup>87</sup> Esta cualidad, genera que la oferta de crédito potencialmente se retraiga para cierto nivel de tasa de interés, ya que el valor esperado de recupero de los proyectos que pueden requerir financiamiento se reduce por el aumento de riesgo.

El resultado es que el mercado de crédito puede presentar situaciones de restricciones de financiamiento y/o racionamiento aun en condiciones de equilibrio. Usualmente, las empresas con menos historia, más pequeñas y menor reputación son consideradas más riesgosas y, por ende, se les ofrece peores condiciones de crédito y/o son racionadas. Adicionalmente, cualquier injerencia regulatoria y/o impositiva que afecte el nivel de la tasa de interés genera una mayor probabilidad de que exista racionamiento de crédito. Es interesante notar que una alternativa de inversión posible para los bancos, junto con el crédito al sector privado, lo constituyen los títulos del sector privado o público y/o los pasivos no monetarios del BC. Los beneficios de las entidades bancarias, que se reflejarán en el retorno a sus accionistas finales, surgen del margen de intermediación entre sus actividades pasivas y las inversiones activas.

Finalmente, es necesario remarcar que el balance del BC debe ser considerado en el contexto del balance consolidado del sector público. Esto permite mostrar que, en definitiva, el riesgo del BC y el del gobierno están íntimamente ligados, por más que la percepción del mercado normalmente otorga un menor riesgo al BC. El balance consolidado, que se indica en la Figura A4 indica que el costo de las actividades pasivas realizadas con fines de regulación monetaria por el BC, que en términos netos suele denominarse resultado *cuasi-fiscal*, resulta finalmente un costo en el resultado global del gobierno a nivel consolidado.

La Figura N° A4 muestra el impacto de una operación de mercado abierto, por intermedio de la cual, el BC adquiere títulos del tesoro de largo plazo, inicialmente utilizados para financiar un activo de largo plazo del gobierno. La compra, genera inicialmente un aumento de los pasivos monetarios que, supongamos, en función de necesidades de regulación monetaria o para mantener un determinado nivel de tasa de interés de política monetaria, requiere ser

---

<sup>86</sup> Esta "no monotonía" o, relación no lineal entre el precio (la tasa de interés) y la calidad del crédito (considerando su riesgo de repago) no está presente en los mercados usuales de bienes y servicios.

<sup>87</sup> Ver Bebczuk, Ricardo, (2000) "Información asimétrica en mercados financieros." Ed. Cambridge.



esterilizada. Esta esterilización redundante en un aumento de los pasivos no monetarios. Por ejemplo, a través de una operación de pases pasivos, que además de ser de corto plazo, tienen un costo para la autoridad, precisamente la tasa de interés de los pases pasivos (tasa de política monetaria) que impacta negativamente en el resultado del BC. En definitiva, cuando se observa el balance consolidado del gobierno nacional, la operación de compra de títulos públicos de largo plazo del tesoro por parte del BC redundante en pasivos de menor plazo en el balance consolidado y, adicionalmente la tasa de interés de los pasivos monetarios del BC termina siendo la tasa de financiamiento para el gobierno nacional a nivel consolidado.

**Figura A4**

Gobierno Nacional		Banco Central		Gobierno Consolidado	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
↑ Activos de Largo Plazo	Pasivos de Corto Plazo Letras de Tesorería	Sector Externo	Pasivos Monetarios	↑ Activos de Largo Plazo	Pasivos de Corto Plazo Letras de Tesorería
		Sector Público			Pases Pasivos ↑
		↑ Bonos del Tesoro de Largo Plazo	Pasivos No Monetarios		
	Pasivos de Largo Plazo		Letras del BC		Pasivos de Largo Plazo
	↑ Bonos del Tesoro de Largo Plazo	Sector Financiero	↑ Pases Pasivos		
			Otros Pasivos NM		

El análisis estilizado del proceso de operación de la política monetaria a través del BC permite extraer una serie de conclusiones acerca de la relevancia de los instrumentos y las operaciones utilizadas por el mismo para cumplir con sus objetivos de política monetaria.

Los instrumentos financieros que forman parte de los pasivos no monetarios del BC son clave en la operación de política monetaria ya que son los que permiten la regulación monetaria consistente con el cumplimiento de los objetivos de estabilidad monetaria y financiera, así como del crédito y la demanda agregada. La tasa de interés de tales instrumentos constituye un costo para la autoridad monetaria (y en términos consolidados para el sector público). Al mismo tiempo, constituye un precio de referencia clave para el resto de las tasas de interés, incluyendo las tasas de referencia en el mercado interbancario, y las tasas de interés tanto pasivas como activas de la economía. Las entidades tomadoras de depósitos acceden al mercado interbancario y adquieren los instrumentos emitidos por la autoridad monetaria conforme sus necesidades de liquidez relacionadas con la naturaleza de sus negocios ( lo que involucra la extensión de crédito, intermediación de plazos y moneda, cobertura de riesgo y provisión de medios de pagos.) Las tasas de interés que surgen en el margen activo y pasivo son influidas por la tasa de política monetaria y por el resto de los costos de intermediación y cobertura, incluyendo los impuestos que eventualmente recaen sobre los mismos.

En particular, la evidencia empírica indica que los bancos trasladan los impuestos que impactan sobre los beneficios y/o el margen de intermediación ajustando sus márgenes

pasivos (tasa de interés pagada a los depositantes) y/o activos (tasa de interés cargada a los créditos), amén de sus beneficios. En tales circunstancias, la distorsión que puede generarse en la tasa activa y pasiva impactan potencialmente en la economía, a través de desintermediación y/o menor cobertura de crédito.