



Econométrica S.A
economic research and forecasts

**INFORME
ESPECIAL
Nº397**

*“Volvió el Impuesto
Inflacionario”*

Por Ramiro Castiñeira

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**AGOSTO
2008**

38 1970 - 2008
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 - 9443

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso III Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts

“Volvió el Impuesto Inflacionario”

Por Ramiro Castiñeira¹

Los países con moneda propia disponen de una fuente de financiamiento “*gratuita*” para el sector público que se denomina “*señoreaje*”. A grandes rasgos, representa el valor de los bienes y servicios que el gobierno adquiere a través de la emisión primaria de dinero, es decir, de base monetaria.

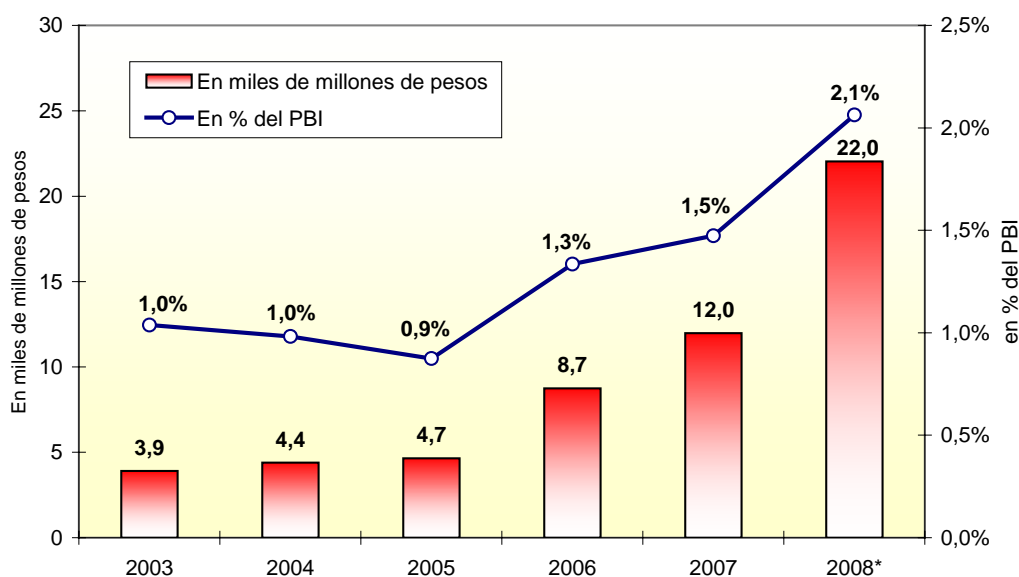
Existen dos fuentes esenciales que promueven la emisión de base monetaria: El crecimiento económico y la inflación. La variación de ambos factores se resume en la evolución del PBI a precios corrientes, que termina induciendo variaciones de similar proporción en la demanda de base monetaria.

Por supuesto, mientras que el crecimiento económico provoca una demanda real de dinero ante una economía de mayor tamaño, la inflación deriva en una mayor demanda nominal, que sólo busca recomponer la pérdida del poder de compra del dinero por efecto de la inflación. Esta pérdida del valor real del dinero por efecto de la inflación representa el “*impuesto inflacionario*”.

El elevado nivel de inflación en la economía los últimos años implicó un notable incremento en la recaudación del Impuesto Inflacionario por parte del sector público. Como todo impuesto, se necesita una base imponible y una alícuota. En este caso, la base monetaria y la inflación general de la economía (medido según el índice de precios implícitos del PBI), cumplen estas funciones respectivamente, lo permite saber la recaudación exacta del impuesto inflacionario.

Estimación del Impuesto Inflacionario

en miles de millones de pesos y en % del PBI



Nota: Base monetaria e Inflación Promedio Anual
Fuente: Econométrica S.A

* Estimación IPI 2008: 23% promedio anual

¹ rcastineira@econometrica.com.ar



Como se observa en el gráfico, suponiendo para 2008 una inflación general de la economía del 23% promedio anual, la recaudación del impuesto Inflacionario treparía a los \$22.000 millones de pesos este año, magnitud equivalente a 2,1% del PBI. Es decir, si se compara respecto a 2003 y 2005 cuando la recaudación del Impuesto Inflacionario no superó el 1% del PBI, se advierte que tras la escalada inflacionaria de 2007 y 2008 más que duplicó su nivel de recaudación.

- **Uso del Impuesto Inflacionario: De comprar dólares a Cancelar deuda**

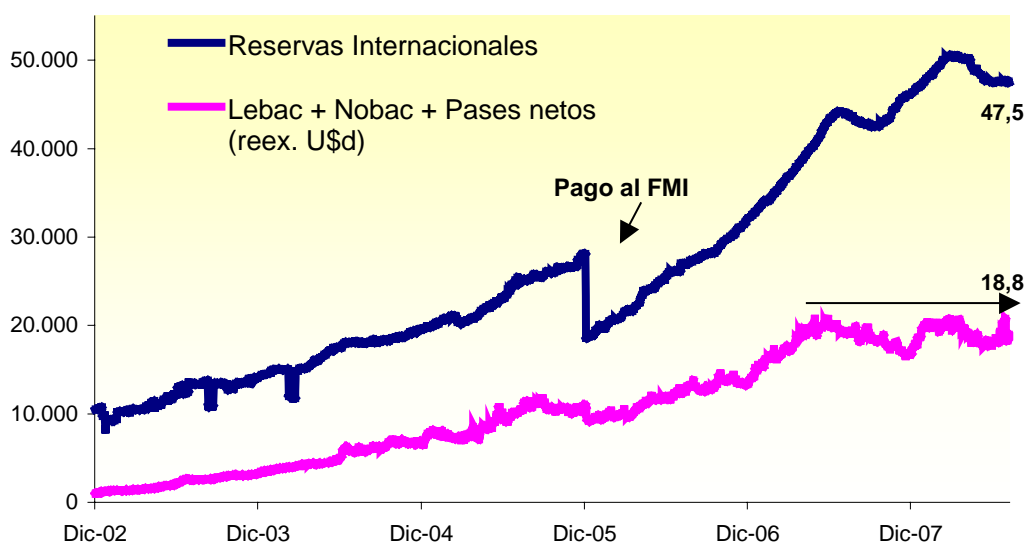
Desde el 2002 en adelante, el principal uso del señoreaje fue la compra de dólares por parte del BCRA con el doble objetivo de recuperar las menguadas reservas internacionales tras el colapso de la convertibilidad, como también sostener un tipo de cambio en valores competitivos que permita una rápida recuperación económica con una fuerte creación neta de empleos. Ahora bien, logrados dichos objetivos ya para el 2006 la decisión de no acomodar la macroeconomía ante el nuevo contexto e insistiendo con políticas que sobreestiman la demanda, comenzó a empujar sensiblemente la inflación.

Así, mientras que entre 2003 y 2005 el *señoreaje* estuvo impulsado principalmente por el crecimiento económico y en mucho menor medida por la inflación, a partir de 2006 la inflación empieza a aumentar sensiblemente, impulsando una mayor demanda de base monetaria en virtud del impuesto inflacionario.

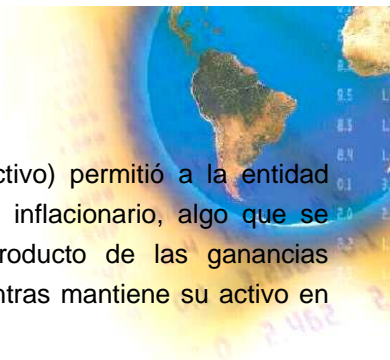
La mayor demanda de base monetaria paradójicamente *“facilitó”* la tarea del BCRA de sostener el tipo de cambio nominal, dado que gran parte de los dólares que el BCRA antes compraba con Lebac y Nobacs (además de la ayuda del superávit del Gobierno), desde el 2006 comenzó a comprarlos con impuesto inflacionario.

Evolución de Reservas y Pasivos del BCRA

en millones de dólares - Pasivos expresado a tipo de cambio del periodo



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

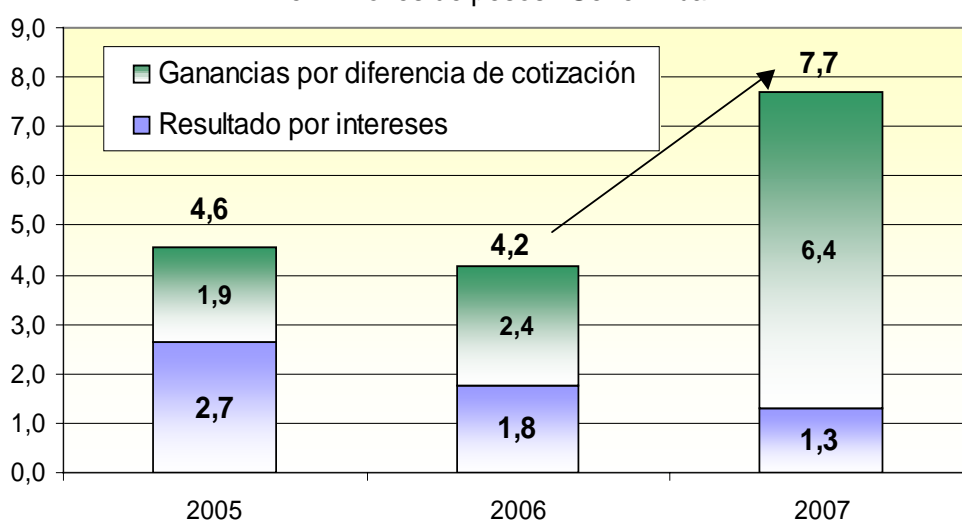


El estancamiento de las Lebac (pasivo) y no así de las reservas (activo) permitió a la entidad monetaria mejorar su situación patrimonial “al hacer caja” el impuesto inflacionario, algo que se plasmó en el importante salto del resultado cuasifiscal de 2007 producto de las ganancias patrimoniales que genera al licuar su pasivo en pesos vía inflación, mientras mantiene su activo en dólares.

En efecto, en 2007 el resultado cuasifiscal del BCRA alcanzó los **\$7.700 millones** de pesos, magnitud que es casi el doble al resultado del 2006 (\$4.200M) y equivalente a 0,9% del PBI del periodo.

Evolución del Resultado Financiero del BCRA

en millones de pesos - Serie Anual



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Dejando para el anexo un mayor detalle del cuadro de resultado del BCRA en 2007, de los números se desprende que el importante incremento del superávit cuasifiscal el año pasado responde en su totalidad a la ganancia por revaluación de las reservas internacionales ante la devaluación del tipo de cambio en el transcurso del año pasado. O dicho de otra manera, en virtud del impuesto inflacionario.

- **2008: El BCRA traspasa al Tesoro el Impuesto Inflacionario.**

Desde la salida de la convertibilidad las transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional no fueron significativas dado que el señoreaje no sólo era de una magnitud mucho menor, sino que el mismo quedaba en manos del BCRA principalmente para sostener el dólar.

Ahora bien, el salto del impuesto inflacionario permite al Gobierno usar el Señoreaje no sólo para comprar reservas, sino también para comenzar a cancelar deuda pública.

En efecto, entre los meses de Marzo y Julio último, el BCRA ya transfirió al Tesoro Nacional casi \$4.560 millones en concepto de “utilidades” (léase impuesto inflacionario), magnitud que es \$3.500



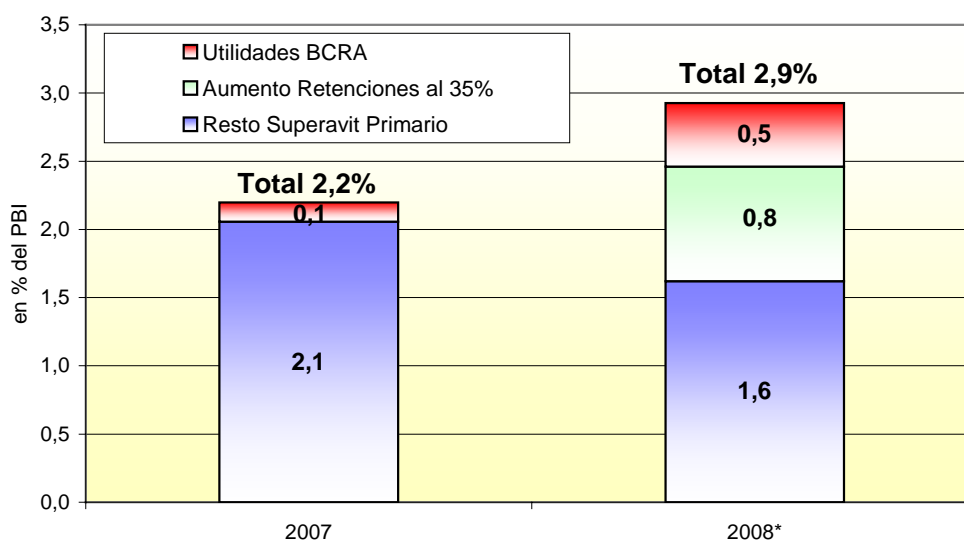
millones superior a la transferencia de todo el 2007, y según se dejó trascender, este año la suma alcanzaría un total de \$5.000 millones.

De confirmarse esta magnitud, vale advertir su incidencia sobre el superávit fiscal. En efecto, **Econométrica** estima un superávit primario de 2,9% del PBI para 2008, de los cuales 0,5 puntos se explican por las “utilidades” del BCRA.

Más aún, si a ello le sumamos la suba de retenciones al 35% anunciado a fin de 2007 (dentro de un benévolo contexto externo) que permiten captar ingresos por \$8.000 millones adicionales, entre ambas medidas “ocultan” el notable deterioro de las cuentas públicas entre 2007 y 2008. En efecto, sin “ayuda” del BCRA ni aumento de las retenciones, el superávit fiscal primario este año no alcanzaría al 1,6% del PBI.

Evolución del Superavit Primario / 2007 2008

en % del PBI



Nota: Excluye transferencias AFJP
Fuente: Econométrica S.A

* Estimación de Econométrica S.A

Los números ponen en evidencia el notable deterioro de la posición fiscal los últimos dos años, además de la fragilidad y dependencia de las cuentas públicas al contexto externo vía retenciones, ahora también aumenta peligrosamente su dependencia a las “utilidades” del BCRA. Pero vale advertir que aún sin la transferencia del impuesto inflacionario, el superávit primario sería de 2,4% del PBI este año, magnitud que todavía está bien por arriba del pago de intereses de la deuda pública, que demanda 2% del PBI tras el exitoso canje de la deuda de 2005.

Es decir, **el Estado no está monetizando déficit**, dado que aún sin las transferencias del BCRA el Gobierno puede pagar los intereses de la deuda pública. Pero si deja en evidencia que la transferencia de “utilidades” se destina por completo a cancelar deuda con reservas (o recomprar, que es lo mismo), hasta ahora por cerca de u\$s1.700 millones. La diferencia no es menor dado el impacto macroeconómico que ello implica y más aún dentro de una economía con serios problemas de inflación como en la actualidad.

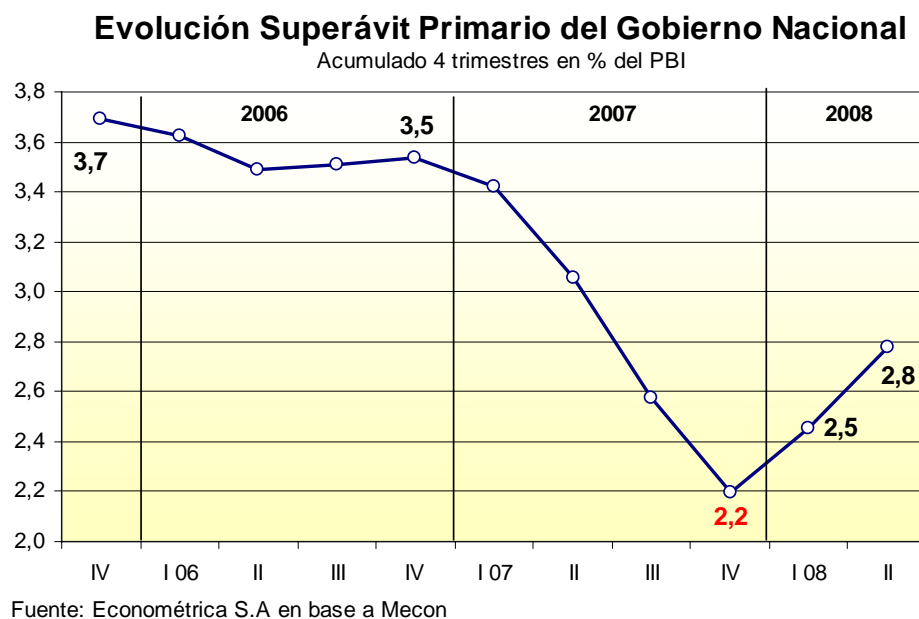


- **El impacto macroeconómico del impuesto Inflacionario**

Más de una vez advertimos que el objetivo un tipo de cambio competitivo necesita de una coordinación entre la política fiscal y monetaria no menor para que no reaccionen los precios. En efecto, la política monetaria se torna pasiva por su objetivo de sostener el tipo de cambio, y con un fuerte sesgo expansivo producto de la compra de dólares que genera el saldo comercial positivo que provoca la sustitución de importaciones inducida.

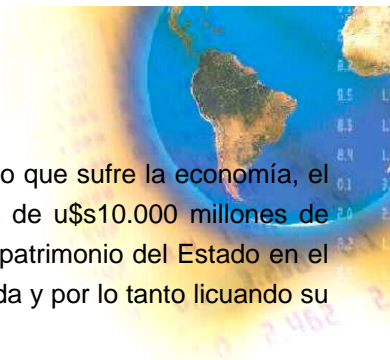
Acotada la política monetaria en su objetivo cambiario y con tasas de interés bajas por la constante expectativa de apreciación del peso, el contrapeso “natural” del tipo de cambio alto queda en la política fiscal, no sólo para absorber los dólares en forma genuina (es decir, sin endeudar al BCRA ni utilizar impuesto inflacionario), sino más importante aún, para que actúe en forma contracíclica sobre el nivel de actividad (o por lo menos no empuje), de manera de contener la demanda agregada y evitar que el exceso de liquidez en la economía se transforme en incremento de precios.

En el transcurso de los últimos años la **descoordinación de la política macroeconómica** se fue acentuando en forma crítica, a punto tal que hoy el Gobierno nacional no sólo no dispone de superávit financiero para comprar dólares (dejando que el esfuerzo recaiga sobre el BCRA), sino que el deterioro del superávit primario empuja la demanda fomentando la inflación.



La descoordinación macroeconómica que nació en la política fiscal, dejó en falta a la política monetaria, principal responsable de la evolución de los precios en la economía, dado que terminó convalidando sin reacción alguna un alza de precios del 17% en 2007 y del 24% en 2008. En efecto, el BCRA en vez de “replantearse” sus objetivos ante la certeza de una política fiscal expansiva, simplemente ante la ausencia de superávit primario que compre el excedente de dólares del sector privado, paradójicamente lo termina “reemplazando” con impuesto inflacionario.

*“Volvió el Impuesto Inflacionario.”
Por Ramiro Castiñeira*



Pero más allá de los factores de provocaron el actual proceso inflacionario que sufre la economía, el impuesto inflacionario de 2007 y 2008 permite capitalizar al BCRA más de u\$s10.000 millones de dólares que en su momento compró para sostener el dólar, que se hace patrimonio del Estado en el momento que la inflación termina induciendo una devaluación de la moneda y por lo tanto licuando su pasivo medido en dólares.

Vale advertir que el impuesto inflacionario de los dos últimos años es un *“hecho consumado”*, lo que preguntarse como y cuando se lo repartirán entre el BCRA y el Tesoro Nacional (o que tipo de cambio es necesario para ello), hasta se torna irrelevante para un análisis macroeconómico que mira al sector público consolidado.

De hecho, como vimos en 2007 el resultado cuasifiscal aumentó a \$7.700 millones sólo por la revaluación de las reservas a un mayor tipo de cambio, de los cuales \$5.000 millones terminaron en el programa financiero del Gobierno Nacional. Es decir, casi u\$s1.700 millones de las reservas internacionales que antes se usaban como respaldo del peso, impuesto inflacionario mediante, ahora se usa para afrontar parte de los vencimientos de la deuda pública.

Es decir, ante las notables limitaciones que afronta el Gobierno Nacional para colocar deuda por su condición de default de una parte no menor de la deuda pública (incluso con Organismos Internacionales), y agravado por el fuerte incremento del riesgo país tras el deterioro de las cuentas públicas y la manipulación del IPC, termina *“obligando”* al Gobierno a empezar a hacer uso de sus stocks para cubrir parte de los vencimientos de deuda. Es decir, usar reservas internacionales para la deuda en dólares y depósitos públicos para la deuda en pesos. Vale advertir que las reservas suman casi u\$s48.000 millones y los depósitos públicos superan los u\$s22.000 millones.

Depósitos del Sector Público

Total Depósitos Públicos expresados en millones de dólares

	Stock a Junio-08
Sector Público Consolidado	22.826
Gobierno Nacional	14.386
Gov. Nacional	11.497
Otros entes Oficiales	2.889
Gov. Provinciales y Municipios	8.440

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Es decir, si bien el Gobierno dispone de espalda financiera para afrontar los próximos vencimientos e incluso todo el 2009 sin necesidad de acudir a los mercados a colocar deuda amparándose para ello bajo sus stocks, vale advertir no sólo que ningún programa financiero es sustentable con tasas de interés como las actuales, sino que tampoco ningún Gobierno puede sobrevivir casi sin acceso a los mercados. Simple, quien se puede endeudar, puede pagar. Por ello, es imperiosa la necesidad de recuperar la confianza perdida sobre la deuda pública que permita acceder a los mercados en cantidad necesaria y tasas sustentables. El precio de la soja puede bajar y los stocks de reservas



rápidamente caer, en ese contexto será tarde intentar regularizar la deuda pública para intentar acceder a los mercados.

Por último, vale advertir que la licuación de pasivos vía inflación que termina generando ganancias patrimoniales al Estado Nacional no se limita sólo sobre los pasivos del BCRA. En efecto, si a ello le sumamos los u\$s10.000 millones de deuda pública que el Gobierno licuó mediante la manipulación del IPC también en los últimos dos años², da cuenta que la ganancia patrimonial del Estado nacional ya suma u\$s20.000 millones en 2007 y 2008. Además, vale advertir que el Gobierno no sólo “evita” pagar capital, sino también cerca de u\$s700 millones anuales en concepto de intereses, equivalentes a 0,2% del PBI para 2009.

Es decir en un contexto de genuino desendeudamiento público, producto de que tiene un superávit primario que permite cubrir los intereses de la deuda, el Gobierno acelera el proceso de desendeudamiento licuando pasivos vía inflación. De hecho, la deuda neta del Sector público Consolidado (Nación, provincias y BCRA), pasó de 72% en 2005 a menos de 53% en 2007.

Deuda Neta Sector Público Consolidado Excluye deuda Intra Sector Público en miles de millones de u\$s y en % del PBI

	2005		2006		2007	
	u\$s	en %	u\$s	en %	u\$s	en %
Sector Publico Nacional*	120,9	66%	118,6	56%	124,7	48%
Consolidado Provincias**	10,0	5%	11,7	6%	13,3	5%
Deuda Pública Consolidada	130,9	72%	130,3	61%	138,0	53%

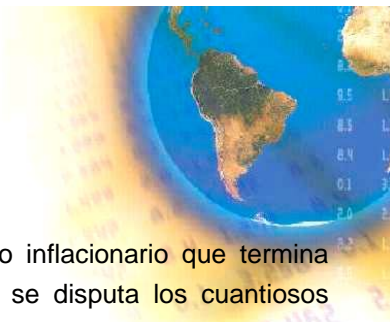
*Excluye deuda con BCRA por Adelantos Transitorios, ni Bono FMI
No incluye los u\$s20MM de deuda en default que no entró al Canje

**Neto de deuda con garantía de la Nación.

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

La transferencia de recursos vía inflación al Estado Nacional los últimos dos años por medio de la licuación de sus pasivos vía impuesto inflacionario y manipulación del IPC, no fue “*gratuita*” para el Gobierno. Además del costo político y el generalizado rechazo a la deuda pública que limitó aún más el acceso a los mercados financieros, también terminó “*quemando*” el modelo económico instaurado en 2002. En efecto, el tipo de cambio “*competitivo*” hace rato que dejó de serlo y en 2009 la cuenta corriente del balance de pagos acusará recibo con una drástica caída producto de las importaciones, algo que no se vio este año por el excelente contexto externo.

² Ver “*La Deuda Pública tras la Manipulación del IPC*” por Ramiro Castiñeira, informe mensual de Econométrica S.A, Mayo 2008



- **Consideraciones finales**

Partimos de la base que todo país con moneda propia cobra impuesto inflacionario que termina transfiriendo riqueza a las arcas del Estado. De hecho, incluso el G7 se disputa los cuantiosos recursos que genera el señoreaje a escala mundial no sólo por crecimiento e inflación, sino más importante aún, por ser la moneda de ahorro mundial o la que acapare la mayor parte de las transacciones del comercio internacional. Desde la posguerra en adelante, el señoreaje a escala mundial se encuentra en abrumadora mayoría en manos de los EE.UU. y de hecho constituye la principal vía de financiamiento de su abultados déficits gemelos.

Ahora bien, volviendo al plano local, lo que no hace ningún Estado es apoyar su señoreaje sobre el impuesto inflacionario y menos aún con una alícuota entorno al 23% anual y “actuar” como si nada pasara.

El gobierno que no se financia con superávit fiscal, se financia o con impuesto Inflacionario o con deuda. Lamentablemente Argentina que conoce de extremos, en los 80 abusó del impuesto inflacionario terminando en hiperinflación en dos oportunidades, y en los 90 abusó del endeudamiento público terminando en el default de deuda soberana más importantes de las últimas décadas.

La situación actual es sumamente diferente a los sucesos del pasado. En efecto, si bien el superávit primario baja drásticamente, aún sin la transferencia de “utilidades” del BCRA todavía el Gobierno dispone de ingresos que permiten cubrir todos sus gastos e incluso todos los intereses de la deuda pública, lo que implica que **no monetiza déficit como en los ochenta** por lo que hay riesgo inflacionario. Pero si deja en evidencia que ante las dificultades de acceso a los mercados financieros, el Gobierno está afrontando vencimientos de deuda con las reservas internacionales que compró en su momento con impuesto inflacionario.

En la actualidad argentina pierde a paso acelerado su superávit fiscal ante una maraña de subsidios generalizados e inversiones en energía que buscan reemplazar al sector privado. Lo paradójico es que si bien tipo de cambio alto y subsidios son las caras de la misma moneda, dado que busca “atenuar” el impacto sobre el salario real, la inflación terminó comiendo la subvaluación del peso y el Estado no supo, no quiso, o no pudo, desligarse de los cuantiosos subsidios y compromisos de inversiones entrando en un círculo vicioso que compromete las cuentas públicas en forma creciente.

Ante las “limitaciones” del Gobierno de conseguir financiamiento, de no poner un freno al acelerado deterioro de las cuentas públicas que termine suprimiendo lo que queda de superávit primario, se converge directo a financiar al Estado con impuesto inflacionario, con todos sus males que ello conlleva.



• **Anexo: Balance y Cuadro de Resultado del BCRA en 2007**

El cuadro adjunto permite ver en detalle no sólo el balance del BCRA, sino también su cuadro de Resultado en 2007. El mismo arrojó un **superávit financiero** levemente superior a **los \$7.700 millones** de pesos, magnitud que es casi el doble al resultado del 2006 (\$4.200M) y es equivalente a 0,9% del PBI del periodo.

El **resultado por intereses** fue positivo por cerca de \$1.300 millones, producto a que los intereses que percibe por sus activos (principalmente reservas) son mayores a los intereses que paga por sus pasivos (principalmente Lebac). Por su parte, la devaluación de la moneda local en un 2,6% el año pasado (al pasar de \$3,07 a fin de 2006, a \$3,15 a fin de 2007), le permitió generar una **ganancia por diferencia de cotización** cercana a los \$6.400 millones de pesos al reevaluar sus reservas internacionales (que además crecieron en cantidad) al mayor tipo de cambio.

Resultado Cuasifiscal del BCRA 2007

Balance

activos y pasivos del BCRA
en miles de millones de **dólares**

Cuadro de Resultado

Ingresos/Egresos financieros
en miles de millones de **pesos**

	Stock al 31/12/06	Stock al 31/12/07	Ingresos/ Egresos financieros	Diferencias Netas de Cotización	Resultado Financiero Total*
Activos	55,5	71,9	8,2	6,4	14,6
Reservas Internacionales	32,0	46,2	5,6	6,2	11,8
Cartera BCRA	11,7	11,4	2,1		
Bono FMI	9,7	9,7	1,3		
Otros Bonos en \$*	1,9	1,6	0,8		
Redescuentos	2,1	0,9	0,3		
Adelantos Transitorios	6,0	6,8	0,0		
Otros	3,8	6,6	0,1	0,2	
Egresos	47,8	62,4	6,9		6,9
Base Monetaria	26,1	31,5			
Circulante	19,3	23,7			
Cta. Cte. en \$	6,8	7,8	0,5		
Lebacs y Nobacs + Pases	13,7	18,1	6,3		
Cta. Cte en u\$s	2,4	2,7	0,0		
Depost. Gob. Nac.	1,5	1,8			
Otros	4,1	8,3			
Patrimonio Neto en u\$s	7,7	9,5	1,3	6,4	7,7

Nota: Tipo de Cambio BCRA	3,07	3,15	2,7%
---------------------------	------	------	------

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA