



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 35 - Edición N° 709 – 7 de Enero de 2013

Las acreencias del BCRA con el Tesoro Nacional pasaron de representar del 12% al 55% del Activo del BCRA entre 2003 y 2012

Marcelo Capello y Néstor Grión
mcapello@ieral.org ngrión@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Resumen

Las acreencias del BCRA con el Tesoro Nacional pasaron de representar del 12% al 55% del Activo del BCRA entre 2003 y 2012

La tendencia observada en un gasto público siempre expansivo en los últimos seis años condujo seguramente a exacerbar las presiones inflacionarias y a deteriorar la situación patrimonial del organismo monetario. Así, se tiene que en 2003 el BCRA financiaba al Tesoro Nacional con el 11,9% de su Activo, guarismo que se había elevado al 28,9% en 2009 y siguió aumentando fuertemente desde entonces, hasta alcanzar el 55,2% del Activo en 2012.

A fines de 2012 las reservas internacionales del BCRA ascendían a US\$ 43.194 millones y la Base Monetaria a \$ 308.524 millones, por lo que el tipo de cambio de conversión entre base y reservas resultó de \$7,14 por dólar, y por primera vez en los últimos 20 años supera claramente al tipo de cambio observado (oficial).

Las acreencias del BCRA con el Tesoro Nacional pasaron de representar del 12% al 55% del Activo del BCRA entre 2003 y 2012

Hace 10 años que el sector público viene ganando participación en la economía, pasando de un piso del 29% del PIB en el año 2002 a una cifra que se acerca al 50% en 2012. Esta situación sólo es posible si año tras año se adicionan nuevas fuentes de ingresos al sector público. A nivel nacional inicialmente jugaron un rol importante los impuestos introducidos durante la crisis de 2001 y 2002 (Cheque y Retenciones, que representan actualmente un 4,7% del PIB). Luego también lo hicieron los efectos del insuficiente ajuste por inflación en Ganancias, y desde 2008 los gobiernos provinciales y municipales suben tasas e impuestos, ante sus crecientes problemas fiscales.

Claro que también aportó lo suyo la eliminación del sistema privado de jubilaciones a fines del 2008 y el uso de rentas de la propiedad, principalmente utilidades del BCRA y la ANSES. Adicionalmente, el BCRA se encargó de proveer las divisas para hacer frente a los servicios de la deuda, dadas los problemas aún pendientes que condicionan el acceso al crédito internacional con tal fin¹.

La estrategia de continuar con esta política expansiva del sector público resultaba complicada en 2012 a causa de la desaceleración en la recaudación tributaria (25,9% versus 31,8% en 2011), en línea con lo sucedido en la actividad económica. Además, la capacidad de financiamiento del BCRA al Tesoro estaba alcanzando sus límites (el uso de reservas excedentes acumuladas en años previos para cancelar servicios de deuda se estaba agotando y los adelantos al Tesoro bordeaban su límite legal). Esta problemática se resolvió en marzo pasado modificando la Carta Orgánica del BCRA, flexibilizando tanto el financiamiento en dólares como en pesos al Tesoro.

Ha concluido el año 2012 y los datos del BCRA muestran que el gobierno aprovechó en gran medida las posibilidades que le brindó la citada reforma, aunque como se verá luego, surgen nuevos límites en el horizonte de este año electoral que no deben perderse de vista.

Efectos de la reforma en la Carta Orgánica del BCRA

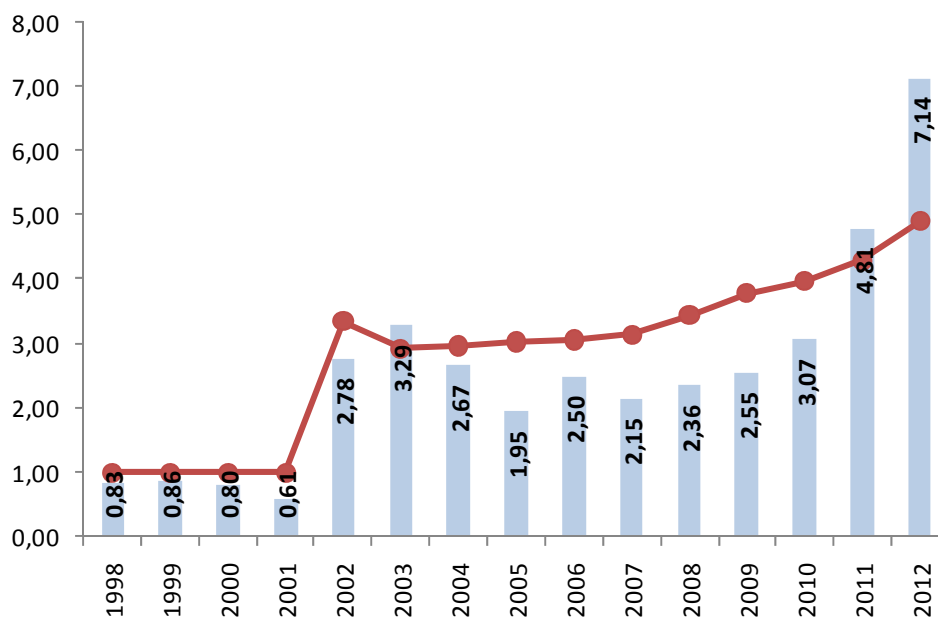
La reforma en la Carta Orgánica estableció que las reservas óptimas se deben calcular de acuerdo a los objetivos de política cambiaria y al seguimiento de las cuentas externas del país que realice el directorio del BCRA. A los fines comparativos, hace

¹ Fallo Griesa y Holdouts, Club de Paris y sentencias Ciadi.

algunos años se planteaba que al tipo de cambio vigente las reservas debían cubrir la base monetaria. A fines de 2012 las reservas ascendían a US\$ 43.194 millones y la Base Monetaria a \$ 308.524 millones, por lo que el tipo de cambio de conversión entre base y reservas resultó de \$7,14 por dólar, y por primera vez en los últimos 20 años supera claramente al tipo de cambio oficial observado.

Tipo de Cambio de Conversión (Base Monetaria/Reservas)

A fines de cada año



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

En cuanto al financiamiento al Tesoro mediante Adelantos Transitorios, su monto no debía superar el 12% de la Base Monetaria y el 10% de los recursos en efectivo del gobierno nacional (acumulado doce meses). Con la reforma a la Carta Orgánica se introdujo un cambio significativo, pues se estableció la posibilidad de un escenario “extraordinario”, en donde el límite establecido sobre los recursos pasa del 10% al 20%². Esta situación se aplica desde julio de 2012, con la consecuencia de que las

² La Carta Orgánica en su artículo 20 establece: “Con carácter de excepcional y si la situación o las perspectivas de la economía nacional o internacional así lo justificara, podrán otorgarse adelantos transitorios por una suma adicional equivalente a, como máximo, el diez por ciento (10%) de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos doce (12) meses. Esta facultad excepcional podrá ejercerse durante un plazo máximo de dieciocho (18) meses.”

reservas internacionales del BCRA bajaron un 6,9% en 2012, siendo que habían subido 8,8% en 2010 y caído 11,1% en 2011, mientras que los Títulos Públicos (préstamos al Tesoro) subieron 31,2% en 2012, cuando ya lo habían hecho 58,8% en 2010 y 39,7% en 2011. Así mismo, los Adelantos transitorios al Tesoro subieron 90,3% en 2012.

Principales partidas del Activo del BCRA

En millones de dólares

	2009	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Total	61.295	73.356	75.939	81.969	19,7%	3,5%	7,9%
Reservas Internacionales	47.967	52.190	46.376	43.194	8,8%	-11,1%	-6,9%
Títulos Públicos	13.327	21.166	29.563	38.775	58,8%	39,7%	31,2%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Base Monetaria y Adelantos Transitorios

En millones de pesos

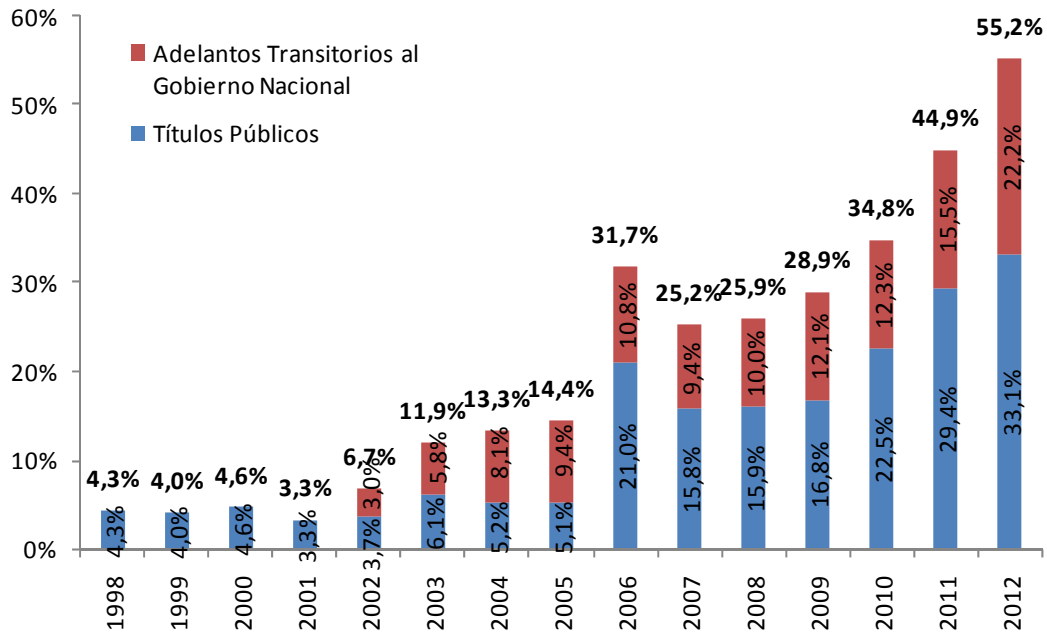
	2009	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Base Monetaria	122.350	160.408	222.922	308.524	31,1%	39,0%	38,4%
Adelantos Transit. al Gob. Nacional	36.580	46.180	67.130	127.730	26,2%	45,4%	90,3%
Diferencia	85.770	114.228	155.792	180.794	33,2%	36,4%	16,0%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Es pertinente señalar que una mayor flexibilidad en las políticas del BCRA no resulta negativa por definición, especialmente si se la usa adecuadamente en forma contracíclica, dentro de límites racionales establecidos. No obstante, se debe advertir que en el caso argentino la tendencia observada (gasto público permanentemente expansivo y no sólo con un rol contracíclico) condujo seguramente a exacerbar las presiones inflacionarias y a deteriorar la situación patrimonial del organismo monetario. Se destaca la importancia creciente que están teniendo en los Activos del BCRA los Adelantos Transitorios al Tesoro (5,8% en 2003 y 22,2% en 2012) y los Títulos Públicos (6,1% en 2003 y 33,1% en 2012). Así las cosas, se tiene que en 2003 el BCRA financiaba al Tesoro con el 11,9% de su Activo, guarismo que se había elevado al 28,9% en 2009 y siguió aumentando fuertemente desde entonces, hasta alcanzar el 55,2% en 2012.

Stock de acreencias del BCRA sobre el Tesoro Nacional

En % del Activo del BCRA

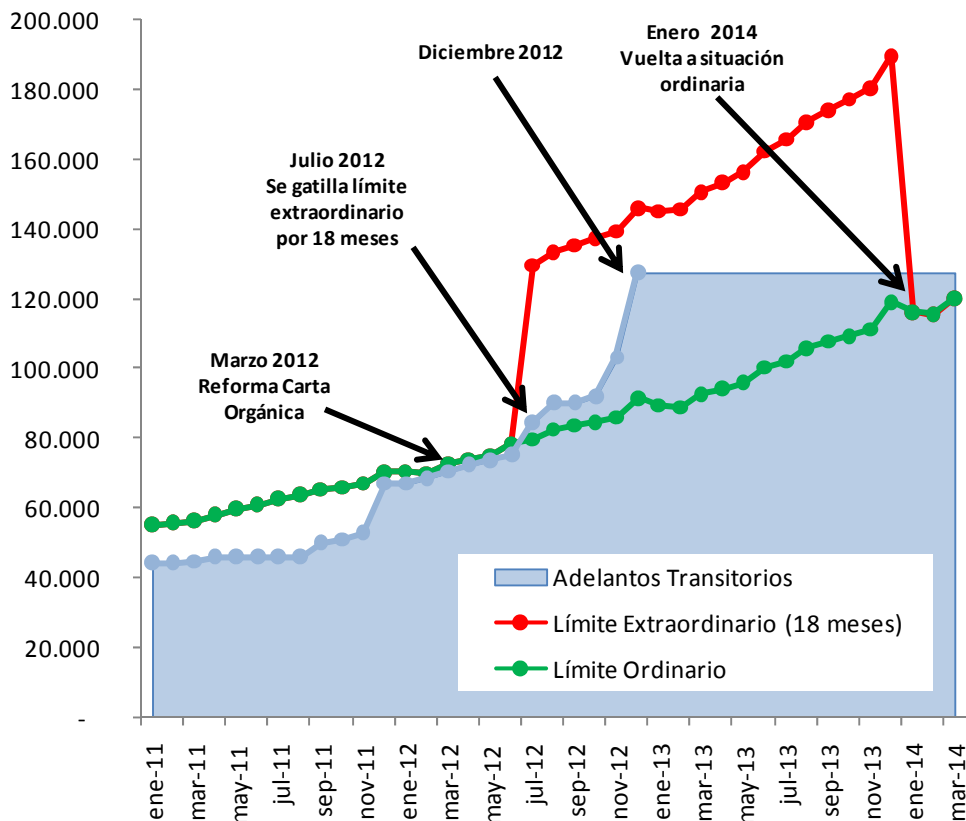


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Los límites de los Adelantos Transitorios

El siguiente gráfico muestra la evolución de los Adelantos Transitorios que el BCRA le otorga al Tesoro Nacional, así como sus límites legales. El año 2011 concluyó con un excedente del 4,6% (\$3.164 millones), pero ya en ese momento los Adelantos se acercaron claramente a los límites permitidos. En marzo de 2012 se produjo la reforma señalada, que estableció un límite extraordinario, posibilidad que fue empleada en julio, cuando se superó por \$4.965 millones al límite ordinario. A fin de 2012 los Adelantos totalizaron \$ 127.730 millones, usando un 66% del adicional autorizado en forma extraordinaria (\$54.481 millones).

Evolución de los Adelantos Transitorios del BCRA



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Si bien no se usó todo el margen disponible, hay que tener presente que la normativa establece que el carácter de excepcionalidad no puede superar los 18 meses, implicando por lo tanto que a fin de 2013 se deberá cumplir nuevamente con el límite ordinario. El problema que surge es que si se proyecta para este año un crecimiento del 30% de los ingresos del gobierno nacional y en la base monetaria, el límite ordinario para los Adelantos en enero de 2014 será de 116.241 millones, un monto inferior al monto actual de Adelantos, lo cual supone un verdadero dilema para la política fiscal y monetaria a desarrollar en 2013. ¿Se producirá alguna moderación, siempre difícil en un período electoral, o se intentará cambiar nuevamente las reglas de juego con el BCRA en el segundo semestre del presente año, corriendo nuevamente los límites?