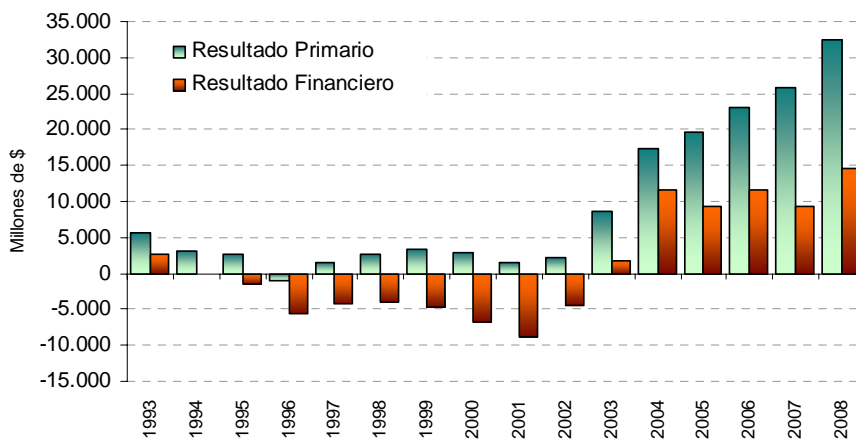


## “Cambio de herramientas fiscales”

**Gráfico 1: Resultados Primario y Financiero. 1993-2008, en millones de \$.**



Fuente: EGES en base a Ministerio de Economía.

### BCRA y Previsión social en los '90

- Durante la Convertibilidad el país mantuvo “déficits gemelos”. Es decir, saldos comerciales negativos con el resto del mundo junto con cuentas públicas deficitarias [G.1].

- Un paradigma de los noventa fue la reducción del Estado. En este contexto en 1994 se creó el régimen de capitalización individual a cargo de las AFJP por lo cual el fisco dejó de percibir recursos provenientes de los aportes provisionales. A su vez las AFJP captaron la mayor parte de quienes gozaban de más altos salarios, cuyos aportes previsionales eran mayores. Paralelamente se redujeron las contribuciones patronales progresivamente en 1993, 1995 y 1998.

- Pero esta merma de recursos no fue acompañada por la anunciada baja del gasto público. Así, el déficit fiscal se hizo recurrente a la par que los servicios de la deuda aumentaban.

- Por otro lado la Convertibilidad impedía que el BCRA realizara políticas monetarias. Su rol era ser una “caja de conversión” que defendiese la paridad cambiaria – mientras que la base monetaria dependía de los flujos de divisas al país.

- En la práctica tanto el BCRA como la ANSES perdieron su razón de ser. El primero no podía realizar política monetaria y el segundo no estaba en condiciones de proveer seguridad social en forma correcta.

- La crisis de 2001 y la devaluación fueron el punto de quiebre de estas políticas, avanzando hacia otra forma de entender el rol del Estado. Desde entonces el BCRA y la ANSES ganaron protagonismo en la ejecución y planificación de las políticas públicas que les corresponden.

**Tabla 1: Composición de la cartera de AFJP y el FGS creado por decreto 897/07, a diciembre de 2008.** Los rubros señalados son sólo aquellos que involucran una operación con el sector público o inversión en proyectos productivos.

	<b>Cartera de AFJP y FGS</b> al 05/12/2008	<b>Participación</b>
<b>Operaciones de crédito público con la Nación</b>	<b>58.427.000.000</b>	<b>59,5%</b>
Títulos Públicos*	54.337.110.000	
Préstamos Garantizados al Gob. Nac.*	4.089.890.000	
Letras del Tesoro	0	
<b>Operaciones de crédito público con BCRA</b>		<b>0,0%</b>
<b>Títulos emitidos por entes estatales</b>	<b>639.000.000</b>	<b>0,7%</b>
por Gob. Provinciales		
por Gob. Municipales		
<b>Proyectos Productivos o de Infraestructura</b>	<b>2.183.000.000</b>	<b>2,2%</b>
Proyectos Productivos o de Infraestructura		
Incentivo a la Industria Automotriz		
<b>Total de Inversiones del FGS</b>	<b>98.224.000.000</b>	<b>100,0%</b>

\*Estimado  
Fuente: EGES en base a ANSES.

**Tabla 2: Composición de la cartera del FGS de la ANSES, a septiembre de 2009.** Los rubros incluidos son sólo aquellos que involucran una operación con el sector público o de inversión en proyectos productivos. La variación es contra el 5 de diciembre de 2008 [T.1].

	<b>FGS</b> al 30/09/2009	<b>Participación</b>	<b>Variación</b> %
<b>Operaciones de crédito público con la Nación</b>	<b>79.244.050.626</b>	<b>60,5%</b>	<b>35,6%</b>
Títulos Públicos*	71.099.568.160	54,3%	30,8%
Préstamos Garantizados al Gob. Nac.*	3.192.067.466	2,4%	-22,0%
Letras del Tesoro	4.952.415.000	3,8%	
<b>Operaciones de crédito público con BCRA</b>	<b>64.158.761</b>	<b>0,0%</b>	
<b>Títulos emitidos por entes estatales</b>	<b>632.375.830</b>	<b>0,5%</b>	<b>-1,0%</b>
por Gob. Provinciales	341.199.238	0,3%	
por Gob. Municipales	291.176.592	0,2%	
<b>Proyectos Productivos o de Infraestructura</b>	<b>7.764.002.311</b>	<b>5,9%</b>	<b>255,7%</b>
Proyectos Productivos o de Infraestructura	7.439.961.361	5,7%	
Incentivo a la Industria Automotriz	324.040.950	0,2%	
<b>Total de Inversiones del FGS</b>	<b>130.979.535.831</b>	<b>100,0%</b>	<b>33,3%</b>

Fuente: EGES en base a ANSES

### **Financiamiento desde la ANSES**

• El Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) está conformado por las cuentas de capitalización individual que antes manejaban las AFJP. Según la ANSES el uso de estos recursos busca “contribuir al desarrollo sustentable de la economía real, a los efectos de garantizar el círculo virtuoso entre el crecimiento económico sostenible, el incremento de los recursos destinados al Sistema Previsional Argentino y la preservación de los activos del FGS”, atenuando así el impacto financiero que pudiera tener en el sistema previsional el deterioro de las variables sociales y económicas.

• Así, al apoyar las inversiones productivas se genera en el mediano plazo una mayor afluencia de recursos, además de apuntalar el desarrollo nacional. De esta forma es posible que estas inversiones vuelvan con creces al FGS. Pero incluso si hubiera una cierta pérdida financiera se compensaría de sobra con el crecimiento económico.

• Las inversiones permitidas para el FGS están previstas en los art. 74, 75 y 76 de la Ley 24.241:

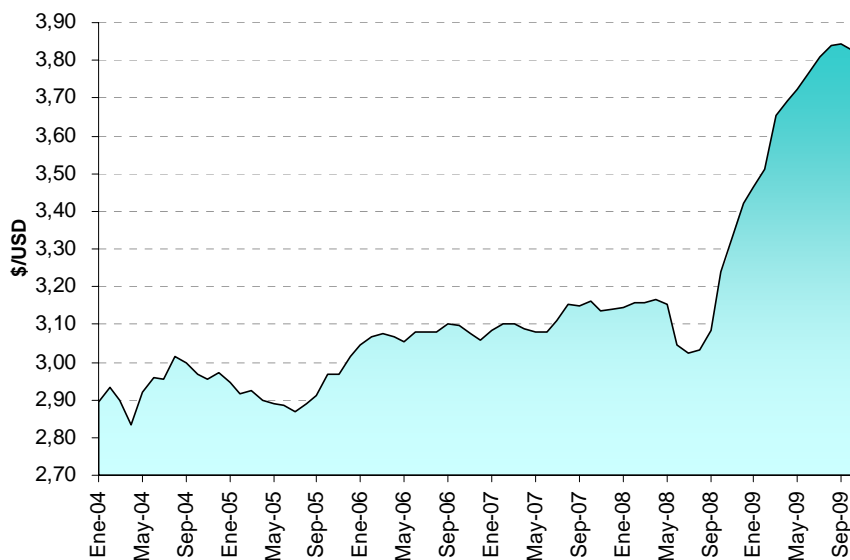
- Hasta el 50% del activo del FGS puede destinarse a la compra de títulos públicos o Letras del Tesoro. Puede también superar el 50%, si los títulos adicionales adquiridos tienen un respaldo garantizado. De hecho, actualmente ronda el 60% [T.2].

- Un mínimo del 5% y un máximo del 20% del FGS debe destinarse a financiar inversiones en proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en el país. Hoy es 5,9%.

• La cartera total de activos del FGS ha aumentado 33,3% respecto de la que nueve meses antes tenían las AFJP y el FGS creado por decreto 897/07.

• Las operaciones de crédito público con la Nación han aumentado un 35,6% - aunque su participación en el total de la cartera casi no creció: era del 59,5% cuando los fondos eran administrados en buena parte por las AFJP [T.1] y es del 60,5% ahora [T.2].

**Gráfico 2: Tipo de cambio nominal \$ / USD. Promedio mensual. Enero 2004 a octubre 2009.**



Fuente: EGES en base a BCRA.

- La colocación de letras intra sector público, financiamiento al Tesoro por el FGS, es de \$4.952 millones.
- Por otro lado, crecieron notablemente los Proyectos Productivos o de Infraestructura. La financiación de estos proyectos equivalía al 2,2% de la cartera de las AFJP; ahora, es el 5,9%. Esto implica \$ 5.600 millones más de financiamiento a actividades productivas y obras de infraestructura.

### **Superávit cuasifiscal del BCRA**

- El BCRA tuvo en 2008 un superávit cuasifiscal de \$ 4.586 millones, un 41% menor a los \$ 7.797 millones de ganancia neta del año 2007 **[T.3]**.
- En particular, el rubro de Intereses y Actualizaciones Netos cayó un 16,1%, empujado por la merma del 22,6% en los intereses ganados por la colocación de las Reservas Internacionales.
- En contraposición, lo que impulsó las ganancias fueron las Diferencias Netas de Cotización, que subieron 119% en un año. En ellas, el BCRA perdió 42% del valor mercantil de su oro; y se depreciaron levemente sus títulos públicos extranjeros. Pero la re-cotización de sus divisas y depósitos (a plazo o a la vista) implicó que su valor de mercado se quintuplicase en tan sólo un año, pasando de \$ 2.069 millones a \$ 10.428 millones **[T.3]**.
- ¿Por qué ocurrió esto? En los últimos años, el tipo de cambio real venía apreciándose lentamente – dado que la inflación era mayor que la tasa de depreciación nominal del tipo de cambio. Desde mediados de 2008 (tras una breve apreciación nominal durante el 2° trimestre de ese año), se buscó compensar esa apreciación acumulada depreciando la moneda **[G.2]**. Esta decisión le generó al BCRA una ganancia contable: el rubro de Diferencias Netas de Cotización aumentó entre 2007 y 2008 un 22,6%, llegando a \$ 7.543 millones **[T.3]**. La ganancia por el posicionamiento del Banco Central en monedas que se apreciaron contra el peso compensó las caídas en los demás ítems.

**Tabla 3: Estado de Resultados del BCRA. Años 2007 y 2008.**

	31/12/2007	31/12/2008	2008 / 2007
<b>Intereses y actualizaciones netos:</b>			
<b>Ganados:</b>	<b>8.192.280.897</b>	<b>6.873.753.718</b>	<b>-16,1%</b>
<i>Sobre Reservas Internacionales</i>	5.613.228.202	4.344.980.847	-22,6%
<i>Sobre Títulos Públicos</i>	2.121.793.677	2.271.872.398	7,1%
<i>Sobre depósitos en el FMI y otros organismos</i>	3.833.303	4.201.947	9,6%
<i>Sobre Créditos al Sistema Financiero</i>	344.262.609	157.572.163	-54,2%
<i>Sobre Otros Activos</i>	109.163.106	95.126.363	-12,9%
<b>Perdidos:</b>	<b>-6.887.729.177</b>	<b>-8.086.775.384</b>	<b>17,4%</b>
<i>Sobre Títulos emitidos por el BCRA</i>	-6.278.214.850	-6.821.701.194	8,7%
<i>Sobre Préstamos con Organismos Internacionales</i>	-141.665.712	-282.390.063	99,3%
<i>Sobre Otras Operaciones con el Sistema Financiero</i>	-467.520.319	-981.675.992	110,0%
<i>Sobre Otros Pasivos</i>	-328.296	-1.008.135	207,1%
<b>Recuperos Netos de Previsiones sobre Títulos Públicos y Créditos al Sistema Financiero</b>	<b>412.289.279</b>	<b>25.515.520</b>	<b>-93,8%</b>
<b>Diferencias Netas de Cotización</b>	<b>6.150.541.712</b>	<b>7.542.516.317</b>	<b>22,6%</b>
<b>Por Reservas Internacionales</b>	<b>6.380.791.000</b>	<b>13.974.351.000</b>	<b>119,0%</b>
<i>Oro</i>	1.070.680.000	620.586.000	-42,0%
<i>Divisas, Depósitos a Plazo y a la Vista</i>	2.068.782.000	10.427.601.000	404,0%
<i>Valores Públicos del Exterior</i>	3.239.942.000	2.919.814.000	-9,9%
<i>Otros</i>	1.387.000	6.350.000	357,8%
Por Títulos Públicos Nacionales	-460.888.000	-3.607.699.000	682,8%
Por Depósitos de entidades en cuentas corrientes y Depósitos del Gobierno Nacional	-215.678.000	-1.449.809.000	572,2%
Organismos Internacionales	-11.000	-1.136.585.000	-
Otros ajustes de valuación de activos y pasivos	446.328.000	-237.742.000	-
<b>Diferencias de Negociación de Divisas</b>	<b>96.584.264</b>	<b>824.666.644</b>	<b>753,8%</b>
<b>Diferencias de Negociación de Otros Instrumentos Financieros</b>	<b>131.804.171</b>	<b>-1.828.684.097</b>	<b>-1487,4%</b>
<i>Por operaciones con títulos</i>	12.371.000	102.125.000	725,5%
<i>Por operaciones con opciones de oro</i>	-2.028.000	-	-
<i>Por operaciones con futuros</i>	-	31.912.000	-
<i>Por operaciones con Lebac y Nobac</i>	-87.827.000	160.276.000	-
<i>Por operaciones a término</i>	209.288.000	-2.122.997.000	-
<b>Resultado Financiero Neto</b>	<b>8.095.771.146</b>	<b>5.350.992.718</b>	<b>-33,9%</b>
Comisiones Netas	593.640	492.924	-17,0%
Comisiones obtenidas	706.300	608.600	-13,8%
Comisiones cedidas	-112.660	-115.676	2,7%
Aportes a Rentas Generales según Ley de Presupuesto Nros. 26.337 y 26.198	-60.000.000	-60.000.000	0,0%
Gastos de Emisión Monetaria	-116.375.800	-171.966.189	47,8%
Gastos Generales	-331.736.869	-462.671.074	39,5%
(Constituciones) / Recuperos Netos de Otras Previsiones	136.317.008	-158.786.451	-216,5%
Cargos varios	6.646.551	15.946.114	139,9%
Resultado Neto por actividades operativas	7.731.215.676	4.514.008.042	-41,6%
Otros ingresos Netos	45.482.746	71.684.032	57,6%
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO - GANANCIA</b>	<b>7.776.698.422</b>	<b>4.585.692.074</b>	<b>-41,0%</b>

Fuente: BCRA. En amarillo, los ítems seleccionados para su análisis posterior.

**Tabla 4: Estado de Evolución del Patrimonio Neto del BCRA. Año 2008.**

En millones de pesos	Capital	Ajuste al Capital	Reservas		Resultados no asignados	Total al 31/12/2008
			Monto	% del Capital		
<b>Saldos iniciales</b>	12.263	2.712	7.543	50,4%	7.777	30.295
<b>Distribución de Utilidades</b> Según Resolución del Directorio n°98 de 2008	2.218		1.109	50,0%	-7.777	-4.450
<b>Resultado neto del ejercicio / Ganancia</b>					4.586	4.586
<b>Saldos finales</b>	<b>14.481</b>	<b>2.712</b>	<b>8.652</b>	<b>50,3%</b>	<b>4.586</b>	<b>30.431</b>

Fuente: BCRA.

#### **Financiamiento al Tesoro con ganancias netas del BCRA**

- En términos generales, el BCRA financia al Gobierno Nacional a través de sus operaciones corrientes en el mercado (por ejemplo, la compra de títulos públicos) o de préstamos otorgados directamente (adelantos transitorios); pero también cuando tiene un superávit cuasifiscal (ganancia neta contable), a través del traspaso de parte de esas utilidades al Tesoro.
- Según el art. 38 de la Carta Orgánica del BCRA (Ley 25.562 del año 2002, art. 13), “las utilidades que no sean capitalizadas se utilizarán para el fondo de reserva general y para los fondos de reserva especiales, hasta que los mismos alcancen el 50% del capital del Banco. Una vez alcanzado este límite las utilidades no capitalizadas o aplicadas en los fondos de reserva, deberán ser transferidas libremente a la cuenta del Gobierno Nacional.” La decisión de capitalización responde a una Resolución del Directorio del BCRA para cada año.
- “El 52% de las utilidades registradas entre 2003 y 2008 fueron destinadas a la capitalización del banco (triplicando el patrimonio de la entidad en términos del PBI) y a la constitución de una reserva especial.” Así, el capital del BCRA al iniciar 2008 era \$12.263 millones; y los fondos de reserva totalizaban \$ 7.543 millones (el 50,4%).
- Por ejemplo, en 2007 el BCRA tuvo utilidades por \$ 7.777 millones que se asignaron en 2008: \$ 2.218 millones se capitalizaron y se constituyeron

reservas por \$ 1.109 – exactamente el 50%, que es el tope permitido. Las ganancias del BCRA restantes, \$ 4.450 millones (el 57% de las utilidades del año 2007), fueron transferidas al Gobierno Nacional como establece la Ley 25.562 [T.4].

- El BCRA finalizó 2008 con utilidades no asignadas por \$ 4.586 millones. Esos fondos durante 2009 siguieron el mismo procedimiento establecido por Ley: una porción se capitalizó en el BCRA; la mitad de ese monto se destinó a reservas del Banco; y el excedente fue girado en su totalidad al Tesoro Nacional, como una renta de la propiedad. La magnitud de cada uno de estos destinos se sabrá al difundirse el Balance Contable 2009 del BCRA.

- Así, la capacidad del BCRA de transferir sus ganancias netas (superávit cuasifiscal) al Gobierno depende directamente del monto de esas ganancias y de cuánto de ellas se decida reinvertir en aumentar el capital del Banco Central. Nuevamente, aparece aquí como un aspecto esencial la independencia del BCRA para definir el monto de su capitalización, y entonces el flujo de dinero restante que girará al Gobierno Nacional.

### **Conclusiones**

- Se ha dejado atrás un modelo previsional que implicaba déficits fiscales, con haberes jubilatorios bajos y sin un horizonte de planeamiento. El régimen actual es superavitario y ha permitido incrementar las jubilaciones (que son ahora móviles) y utilizar los fondos excedentes para fortalecer el desarrollo nacional equitativo.

- El BCRA sostiene habitualmente operaciones de crédito con el Gobierno. Pero además Argentina cuenta ahora con políticas monetaria y cambiaria coherentes, que rinden amplias ganancias. Con éstas no sólo el BCRA aumenta su capital – también existe un excedente que es girado (como marca la Ley) al Gobierno Nacional para su aprovechamiento.

- La autonomía de la ANSES y el BCRA son fundamentales para

garantizar la institucionalidad, de forma que no se han convertido en instrumentos de las políticas fiscales del Gobierno. Por el contrario, sus proyectos y los destinos a los cuales aplican sus recursos están fuertemente enraizados en sus respectivos objetivos institucionales.

- El uso actual de estos recursos protege no sólo sus objetivos “en primera instancia” (para el BCRA, defender la moneda; para la ANSES, proveer seguridad social) sino que busca garantizar que todo el sistema socioeconómico argentino sea coherente con esos objetivos. En definitiva el accionar de la ANSES se alinea con su objetivo institucional de fondo: garantizar condiciones de vida dignas para los jubilados presentes y futuros.