

PICNA

Nº12 NOTA DE
DIVULGACIÓN

INSTRUMENTOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO EN EL ACTIVO DE LA HOJA DE BALANCE DEL BCRA. TRATAMIENTO DE LOS FLUJOS Y STOCKS EN EL MARCO DE LAS RECOMENDACIONES DEL SCN



.UBA económicas
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

JUAN CARLOS ALDO PROPATTO

Investigador del Programa de Investigación en Cuentas Nacionales (PICNA) de la FCE – UBA. Los comentarios pueden ser enviados al mail: jpropatto@gmail.com; TW: @JPropatto

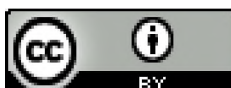
Las Notas de Divulgación del PICNA tienen como finalidad principal difundir la investigación y los conceptos técnicos de las cuentas nacionales de una manera accesible para que sea comprensible por el público general.

Los autores son responsables de las opiniones expresadas en los documentos.

El Programa de Investigación en Cuentas Nacionales (PICNA) reconoce a los autores de la Serie

de Notas de Divulgación la propiedad de sus derechos patrimoniales para disponer de su obra, publicarla, traducirla, adaptarla y reproducirla en cualquier forma.

(Según el art. 2, Ley 11.723)



Esta obra está bajo una [Licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

Universidad de Buenos Aires

Facultad de Ciencias Económicas

Programa de Investigación en Cuentas Nacionales

Nota de Divulgación N°12

**Instrumentos financieros del gobierno en el activo de la hoja de balance del BCRA.
Tratamiento de los flujos y stocks en el marco de las recomendaciones del SCN.**

Propatto, Juan Carlos Aldo *
Junio 2022

*Investigador del Programa de Investigación en Cuentas Nacionales (PICNA) de la FCE – UBA. Los comentarios pueden ser enviados al mail: jpropatto@gmail.com; TW: @JPropatto

Instrumentos financieros del gobierno en el activo de la hoja de balance del BCRA. Tratamiento de los flujos y stocks en el marco de las recomendaciones del SCN.

1. Introducción

Hemos focalizado en los documentos de divulgación nros. 4 y 8 precedentes (ND4 y ND8), aspectos problemáticos, ya sea en las recomendaciones internacionales de los manuales como el SCN 2008 y/o debido a la aplicación práctica en contextos complejos de determinados países, señalando específicamente el caso de Argentina.

Así, se introdujo el concepto de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI), para considerar en un trabajo posterior una sobrevaluación de la producción y valor agregado/PBI debido, entre otros, a los niveles de encaje no remunerados al aplicar la nueva metodología de estimación del SCN 2008 (ND 4).

También hemos señalado el impacto en las estimaciones de gobierno tanto en producto o valor agregado como en consumo de gobierno (y por ende en el PBI), en la medida en que no se contemplan los efectos de productividad y de resultados en contextos de grandes divergencias entre la evolución del empleo público y la evolución de la población, cuando se aplican indicadores de volumen físico basado en datos relacionados al empleo, sean horas trabajadas, empleo equivalente a tiempo completo u ocupados, y/o desvíos significativos en los resultados (ND 8).

En esta oportunidad trataremos registros específicos relevantes de variaciones en el activo de la hoja de balance del BCRA en nuestro país relacionados al gobierno nacional, así como también los flujos correspondientes a las utilidades distribuidas que anualmente resuelve su directorio al aprobar la memoria y balance del ejercicio y que se reflejan en los estados contables, dentro del estado de evolución del patrimonio neto.

Así, se considerarán los títulos públicos en poder del BCRA (y dentro de este concepto, de las letras intransferibles del gobierno), la composición del resultado neto del ejercicio que da origen a la distribución de utilidades y los adelantos transitorios al gobierno nacional.

La visión del SCN permite plantear el registro y valuación de dichos flujos en un esquema integrado que relaciona el registro de las transacciones en las cuentas corrientes, de capital y financiera, con el de otros flujos por revalorizaciones y con las cuentas de los balances de apertura y de cierre. En particular en los casos referidos, considerar la reducción de las reservas internacionales por pago de deuda externa pública contra la incorporación de instrumentos financieros del gobierno, el origen más significativo de las utilidades distribuidas, la existencia de impuestos implícitos y pérdidas reales por tenencia en transacciones de financiamiento a tasa cero, la creación primaria de dinero y el impacto en el patrimonio del banco central y la economía total, al considerar la visión de estos aspectos conforme a los criterios recomendados de registro y de valuación de los flujos y de los stocks.

Puede observarse en los Anexos 1 y 2 a final de este documento, el significativo peso relativo de ambos activos en los estados contables del BCRA de los años 2020 y 2021: 47% en el año 2020 (títulos públicos 38% y adelantos transitorios al gobierno 9%) y 46% en el año 2021 (títulos públicos 35% y adelantos transitorios al gobierno 11%). Las letras intransferibles y otras similares del Tesoro Nacional representan el 33% y el 31% del activo, respectivamente

En cuanto a los resultados a distribuir, se ven incididos por el saldo favorable de las diferencias netas de cotización, que incluyen el generado por las letras intransferibles.

En el ejercicio 2020, dichas diferencias netas de cotización fueron de \$ 1.773 miles de millones (MM) y representaron el 156% del resultado neta ajustado (RNA por \$ 1.139 MM, calculado antes de deducir el efecto por cambio en el poder adquisitivo de la moneda). El resultado neto del ejercicio (RNE) obtenido luego de deducir ese efecto por inflación fue de \$ 523 MM aumentando el peso relativo de las diferencias de cotización.

En el ejercicio 2021, las diferencias de cotización ascendieron a \$ 1.636 MM y representaron el 1.423% del RNA (\$ 115 MM). El RNE determinado luego de deducir ese efecto por inflación fue negativo y alcanzó a - \$ 454 MM.

2. Letras intransferibles del Tesoro Nacional

Se trata de títulos de deuda emitidos por el gobierno general para ser utilizados en el pago de la deuda externa pública, cuyos acreedores son organismos internacionales y titulares privados. Su primera aplicación fue a comienzos del año 2006 cuando se canceló la deuda con el Fondo Monetario Internacional. Posteriormente, desde el año 2010 se extendió su uso para cancelar obligaciones con tenedores privados de deuda pública el sector privado, de capital e intereses con organismos financieros internacionales y aumento de la cuota del país en el FMI. Luego del desembolso referido de 2006 tuvo una aplicación continua desde los años 2005 hasta el 2016¹ y desde diciembre de 2019 en adelante.

Se trata de títulos emitidos a 10 años de plazo con una tasa de interés muy reducida equivalente a la tasa de retribución promedio de las reservas internacionales hasta un máximo de la tasa LIBOR anual menos un punto porcentual.

Respecto a su valuación en el activo, en los artículos 61 a 63 de la Ley 27.541 de “Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el marco de la Emergencia Pública” dictada en 22/12/19, además de las características y aplicación del instrumento, se establece su registro contable a “valor técnico”, en contraposición a la valuación de mercado de las normas contables y, también, de las económicas dentro del SCN.

¹ En el ejercicio 2016 se emitieron para financiar el aumento de cuota del FMI por U\$S 376,3 millones. Ley 26.849 del 17/4/13.

“Art. 61. Autorízase al Gobierno nacional a emitir letras denominadas en dólares estadounidenses (U\$S) por un monto de hasta U\$S 4.571 millones, a diez años de plazo, con amortización íntegra al vencimiento, la que devengará una tasa de interés igual a la que devenguen las reservas internacionales del BCRA para el mismo período y hasta un máximo de la tasa LIBOR anual menos un punto. Los intereses se cancelarán semestralmente.

Art. 62. Autorízase al Gobierno nacional a adquirir divisas en el BCRA con las letras del artículo 61 por igual cantidad a las nominalmente expresadas en las mismas. Esas letras, como así también las tenencias vigentes de letras intransferibles en poder del BCRA deberán registrarse en sus estados contables a su valor técnico.

Art. 63. Los dólares autorizados a adquirir mediante esta norma sólo podrán aplicarse al pago de obligaciones de deuda denominadas en moneda extranjera”

Esta situación queda reflejada también en la Nota 3.1 de los estados contables: *“Los criterios establecidos en el Manual de Políticas Contables contemplan las disposiciones aplicables al BCRA establecidas en su C.O. y en otras Leyes y Decretos a nivel nacional, lo que implica un tratamiento diferencial con respecto a las normas contables profesionales vigentes en cuanto a la medición de las Letras Intransferibles y Otras del Tesoro Nacional que posee en cartera, y la valuación de las exposiciones con el sector público no financiero no registradas a valor de mercado, que no quedan alcanzadas por las pautas de provisionamiento en concordancia con lo dispuesto por las normas contables del BCRA para las entidades financieras.”*

Consecuentemente, ante cada colocación de estos títulos de deuda el gobierno nacional reduce sus obligaciones externas y genera una nueva obligación con el BCRA. Se trata entonces de una novación de deuda (cancelación de deuda mediante la emisión de otro instrumento financiero de deuda), donde además se produce un cambio de la unidad institucional acreedora (del resto del mundo al BCRA).

A su vez, el BCRA incrementa sus activos por el ingreso de las letras intransferibles y, paralelamente, disminuye la tenencia de reservas internacionales por el mismo monto, destinado a cancelar las obligaciones del gobierno.

Frente a que estos instrumentos no son líquidos al no tener mercado, afecta la calidad de la hoja de balance del BCRA y, si se aplicaran los criterios de valuación del SCN que consideran precios de mercado o estimaciones que lleven el valor a uno similar de mercado -criterio concordante con las normas contables-, disminuiría el valor patrimonial respectivo del SCN (y el patrimonio neto contable de dicho ente).

Es interesante observar que, si bien estos activos quedaron exceptuados del *“diferimiento de pagos de servicios de intereses y amortizaciones de capital de la deuda pública nacional instrumentada mediante títulos denominados en dólares estadounidenses”*, paralelamente se estableció que *“los pagos de intereses y amortizaciones de capital...serán reemplazados, a la fecha de su vencimiento, por nuevos títulos públicos cuyas condiciones serán definidas por la Secretaria de Finanzas y la Secretaría de Hacienda...”* (Decreto 346/20), con lo cual se produce una nueva novación de deuda sin extinguirla. En su caso, habrá que constatar en cada oportunidad si se trata de un instrumento que cotiza o no en el mercado, resultando muy difícil

que pueda transformarse en liquidez aún cotizando, por el impacto en los precios de mercado que implicaría una operación de este tipo por parte del BCRA.

Observemos el registro de estas transacciones en el marco del SCN considerando como ejemplo una operación similar a la registrada en la primera emisión de estas letras en 2006 y su aplicación al pago del préstamo del FMI por un importe equivalente a U\$S 9.000 millones². A los fines de simplificar el registro utilizaremos un tipo de cambio USD\$ 1 = \$ 1 peso en lugar del tipo de cambio a dicho momento. La única cuenta que interviene es la financiera por la índole de las transacciones. Por tratarse de un ejemplo simple no se incorpora la cuenta de la economía total que integra a los sectores institucionales del país.

Cuadro 1 - Emisión de letras intransferibles y cancelación de deuda externa del gobierno. SCN: Cuentas financiera.

Cuentas	Conceptos	Banco Central		Gobierno General		Resto del Mundo	
		Aplicaciones	Orígenes	Aplicaciones	Orígenes	Aplicaciones	Orígenes
Cuenta Financiera	Reservas Internacionales	-9.000					-9.000
	Préstamos del FMI				-9.000	-9.000	
	Letras Intransferibles	9.000			9.000		

En el Cuadro 1 los orígenes de fondos representan una variación neta de pasivos en los instrumentos correspondientes y las aplicaciones, variaciones netas de activos financieros. El Gobierno refleja el cambio de instrumentos de deuda y de acreedor sin utilización de resultado fiscal y saldo financiero positivo para acceder a la compra de divisas. Otro tanto sucede con el BCRA que no ve afectada su creación primaria de dinero (base monetaria: billetes y monedas en circulación y depósitos de los bancos en el banco central -reservas bancarias-) por tratarse simplemente de un cambio de activos financieros. El resto del mundo registra la disminución de los derechos financieros con el país por la cancelación del préstamo y una disminución de pasivos por la reducción de las divisas en poder del BCRA, divisas que, a la vez, eran obligaciones de los bancos centrales emisores de otros países.

¿Qué sucede con la cuenta de balances del banco central?

Si se tratara de un instrumento con cotización de mercado y ante oscilaciones de menor cuantía hasta el cierre de ejercicio respecto al valor de ingreso al activo, la eventual ganancia o pérdida por tenencia no sería significativa y nos permitiría concluir que lo reflejado en la cuenta financiera sería en principio similar a la variación de balances entre ejercicios (idéntica solamente si no hubiera ningún cambio en los precios de mercado).

El registro de las letras a su “valor técnico” conforme lo establecido por la norma pública señalada por el equivalente a su valor nominal bajo el argumento -no explicitado- de que se trata de una deuda soberana, busca no deteriorar el balance del BCRA (activo y patrimonio),

² En la realidad dicha letra fue de U\$S 9.530 millones. Resolución BCRA N° 3 del 5/1/2006.

omitiendo reflejar el equivalente con otros precios de mercado de instrumentos similares de deuda pública nominados en moneda extranjera, tal como señala el SCN:

“los precios corrientes en el momento al que se refiere el balance...utilizando...los valores observados en el mercado o...estimados a partir de los precios observados en los mercados” (SCN 2008, párr. 2.60³).

De aplicar este último criterio, el valor de registro hubiera sido sustancialmente menor y este impacto y las oscilaciones en el precio de mercado durante el ejercicio se reflejarían en la cuenta de “otros flujos”, “revalorizaciones”, como pérdidas o ganancias por tenencia.

En cualquier caso, a nivel institucional se produciría una reducción patrimonial del BCRA que reflejaría el impacto en su hoja de balance y una paralela caída en los activos financieros del gobierno (donde se registra la contraparte de ese valor patrimonial) que es concordante a la vez con el menor valor de su deuda. La riqueza nacional se mantendría inalterada.

El registro de este valor patrimonial en el SCN se efectúa en el rubro de “otras participaciones de capital” que *“cubren las participaciones de capital en cualquier sociedad o cuasisociedad que no emite acciones o unidades. Dichas sociedades incluyen a las empresas públicas, el banco central, algunas unidades gubernamentales especiales, las sociedades de responsabilidad ilimitada y las cuasisociedades, siempre que ellas sean unidades institucionales sin acciones. Las otras participaciones de capital deben valorarse de acuerdo al valor de los activos menos el valor de los pasivos de la unidad.”* SCN 2008, párr. 13.74.

En las ejemplificaciones que se realizan se expondrá en el rubro “otras participaciones de capital” las variaciones de activos menos las de las obligaciones, incluyendo por ello los cambios de balances provenientes de las revalorizaciones de activos.

Puede constatarse tal situación considerando un hipotético precio de mercado del 70% del valor nominal referido en el Cuadro 2 siguiente.

La valuación a precio de mercado implica una pérdida por tenencia del 30% (2.700) que, simultáneamente, impacta en un menor valor de las letras y en el patrimonio del banco central, mientras sucede lo mismo en los activos y pasivos del gobierno. Esta situación se traslada a las variaciones de balance que integran las de la cuenta financiera y la de otros flujos, revalorizaciones:

³ “Los activos y los pasivos se valoran a los precios corrientes en el momento al que se refiere el balance, no a sus precios originales...La base apropiada de valoración de los activos y pasivos es el valor al que podrían comprarse en los mercados en el momento en que se requiere la valoración. Se deben utilizar preferentemente los valores observados en los mercados, o bien los estimados a partir de los precios observados en los mercados. (SCN 2008, párr. 2.60).

Cuadro 2 - Cuentas de otros flujos -Revalorizaciones- y de variaciones de balances, debido a una valuación del 70% del VN al cierre de año

Cuentas	Conceptos	Banco Central		Gobierno General		Resto del Mundo	
		Aplicaciones	Orígenes	Aplicaciones	Orígenes	Aplicaciones	Orígenes
Otros flujos -Revalorizaciones	Letras intransferibles	-2.700			-2.700		
	Otras participac. de capital		-2.700	-2.700			
Cuentas	Conceptos	Banco Central		Gobierno General		Resto del Mundo	
		Aplicaciones	Orígenes	Aplicaciones	Orígenes	Aplicaciones	Orígenes
Variaciones de Balances	Reservas internacionales	-9.000					-9.000
	Préstamos del FMI				-9.000	-9.000	
	Letras intransferibles	6.300			6.300		
	Otras participac. de capital		-2.700	-2.700			

En efecto:

- Si bien el banco central redujo sus reservas internacionales en 9.000 y ahora posee letras intransferibles, siendo que dichas letras tienen una valuación ajustada a mercado a un 70% del valor nominal (6.300), se genera una pérdida de patrimonial de 2.700.
- Al contrario, el gobierno ha cancelado una deuda con el FMI (9.000) pero los nuevos instrumentos utilizados tienen un menor valor de mercado (6.300), lo que resulta en menores activos de otras participaciones de capital del banco central por el equivalente al efecto neto (2.700).
- La economía total no modificó su situación de riqueza los que se observaría de incorporar una columna de economía total que integre al banco central y el gobierno.

No debe llamarnos la atención este registro de disminución de la deuda del gobierno, toda vez que es el mismo que el utilizado en la confección de la Posición de Inversión Internacional de la Balanza de Pagos (PII). Cuando se deteriora la cotización de los títulos de deuda pública externa mejora en la misma magnitud el valor neto del sector institucional gobierno y la PII del país (aumento de la riqueza nacional). De allí que el INDEC publica en el mismo informe de la Balanza de Pagos, la situación de deuda externa en valores nominales. En el ejemplo planteado en el Cuadro 2, no aumenta el valor neto del gobierno ni la riqueza nacional porque la contrapartida es un activo financiero de otra unidad institucional (banco central).

Lo relevante del caso planteado es un registro a “valor técnico” no permite apreciar el impacto en el activo y patrimonio neto del BCRA que surge del criterio de valuación recomendado.

Para reflejar esta situación señalemos como ejemplo que, de aplicar a las letras intransferibles y otros títulos del Tesoro Nacional las cotizaciones de deuda según los bonos reestructurados al cierre de 2020 y 2021 (AL 30, paridades del 41% y 33% en cada año), se generaría una reducción del activo y resultados del orden de \$ 2.650 MM y \$ 3.960 M respectivamente, determinando un patrimonio neto negativo del orden de \$ 1.300 MM y \$ 3.300 MM en cada año. Estos importes están expresados a precios de diciembre de cada ejercicio.

3. La distribución de utilidades del banco central y las ganancias por tenencia

Estas transacciones, que en nuestro país se han desarrollado desde comienzos de los 2000, han sido un factor de creación monetaria no contemplado por las recomendaciones internacionales y cuya incidencia como fuente de financiamiento ha sido muy significativa en años recientes. Tiene relación con las referidas letras intransferibles tratadas en el apartado anterior, como veremos a continuación.

El banco central es una unidad institucional que se encuentra clasificada en el sector de actividad económica de entidades financieras y, por las características de las funciones que desempeña, su producción se encuentra habitualmente valuada al costo tal como se realiza con la estimación del valor bruto de producción del gobierno general. Ello es así por cuanto el banco central no registra en general y en nuestro país en particular, producciones de mercado como las que contempla el SCN 2008. En efecto, de los tres tipos de servicios que brinda: de política monetaria, de intermediación financiera y de supervisión, solamente los dos últimos podrían servicios de mercado prestados a empresas financieras. Por ende, mientras que el primer caso es un servicio colectivo (producción no de mercado), los restantes son individuales (producción de mercado). De todas formas, la estimación por suma de costos es un tratamiento habitual para la producción del banco central y su producción de mercado no es significativa⁴, siendo la forma de estimación aplicada en nuestro país.

Por ende, los componentes conceptuales del valor bruto de la producción del banco central son: bienes de consumo intermedio, remuneración de asalariados, asignación por consumo de capital fijo y otros impuestos netos de subvenciones a la producción. En Argentina, conforme a la metodología a precios constantes similar a la aplicada en el sector gobierno, sólo se incluyen los dos primeros componentes.

Conforme al Cuadro de Oferta y Usos 2018 (COU), la producción del BCRA fue de \$ 8.534 millones (cuadro de oferta) y su participación en el gasto de consumo del gobierno -individual y colectivo- (cuadro de usos, por un total de \$ 2,33 billones) fue del 0,37%.

A los fines de la problemática a analizar de distribución de utilidades en el marco del SCN 2008, debe considerarse que el banco central no tiene excedente de explotación en base al cual se

⁴ “Existen tres grandes grupos de servicios de banca central...los servicios de la política monetaria, intermediación financiera y los casos límite. Los servicios de política monetaria son de naturaleza colectiva, sirviendo a la comunidad en su conjunto, y por lo tanto representan una producción no de mercado. Los servicios de intermediación financiera son de carácter individual y en ausencia de intervención política en las tasas de interés cobradas por los bancos centrales, son tratados como producción de mercado. Los servicios de supervisión como casos límite, pueden clasificarse como servicios de mercado o no de mercado en función de si se pagan honorarios explícitos que sean suficientes como para cubrir los costos de la prestación del servicio. En principio, habría que distinguir entre producción de mercado y no de mercado, pero en la práctica, se debe considerar la intensidad de recursos disponibles y la importancia relativa de la distinción antes de aplicar las recomendaciones conceptuales. En los casos en que la producción de mercado no esté separada de la producción no de mercado, la totalidad de la producción del banco central debe ser tratada como no de mercado y valorada por la suma de los costos.” (SCN2008, 6.151/2)

generen regularmente utilidades pasibles de ser distribuidas en forma similar al sector privado bajo una forma equivalente a los dividendos.

En realidad, tanto en términos nominales como reales⁵, el BCRA se ve significativamente afectado por los resultados negativos originados por los intereses y ajustes devengados a pagar, esencialmente generados por su operatoria de intervención en el mercado mediante la emisión de títulos propios como fueron en su momento (desde comienzos de los 2000) las letras y notas del banco central (Lebas/Nobacs), reemplazadas en 2018 por las letras de liquidez (Leliqs).

Si se observan los Anexos 1 y 2, los egresos por intereses y actualizaciones en 2020 fueron de -\$ 864 MM respecto a un resultado neto ajustado (RNA, antes de deducir el efecto por cambio del poder adquisitivo de la moneda) de \$ 1.139 MM y del resultado neto del ejercicio (RNE) de \$ 523 MM; en tanto que en 2021 fueron - \$ 1.593 MM respecto a un resultado neto ajustado de \$ 115 MM y un resultado neto negativo del ejercicio - \$ 454 MM.

Estos resultados de intereses y actualizaciones se ven más que compensados debido a las diferencias de cotización producto de activos y pasivos nominados en moneda extranjera señalados al final del apartado 1. anterior (\$ 1.773 MM en 2020 y \$ 1.636 MM en 2021), que incluyen a los originados en las letras intransferibles y otras del Tesoro Nacional (que se valúan a su valor técnico y al tipo de cambio de cierre de ejercicio y reflejan en resultados su incremento en el ejercicio al expresarlos en moneda nacional) y también por otros títulos con cotización en el mercado (con impacto de menor cuantía).

La reducción del margen entre ingresos y egresos entre ambos ejercicios (155% en 2020 a 103% en 2021), se explica por una serie de factores entre los que se incluyen el incremento del saldo de títulos públicos del BCRA (79% entre saldos promedios de los ejercicios), la evolución del tipo de cambio y de los índices de precios utilizados para la reexpresión al cierre de cada año (40,5% y 42,0% en 2020 y 22,1% y 50,9% en 2021).

Por el significativo peso de las letras intransferibles y otros títulos similares, se generan importantes resultados por tenencia que no se ven impactados por cotizaciones de mercado al registrarse a “valor técnico”. Conforme al SCN estos resultados no son económicamente rentas de la propiedad sino otros flujos producto de revalorizaciones y deben tratarse de igual forma a las ganancias (o pérdidas) por tenencia de otros instrumentos, incluyendo su valuación a precios de mercado.

⁵ Contablemente, la referencia los términos reales se refiere a los estados contables ajustados por inflación que el BCRA comienza a aplicar nuevamente desde el ejercicio 2020 (donde se ajustó el año 2019 para la presentación de los EECC). En los mismos se refleja el resultado por el cambio del poder adquisitivo de la moneda que resulta ser el impacto de la inflación sobre activos y pasivos monetarios o, lo que es lo mismo, refleja la diferencia entre el patrimonio neto de inicio ajustado al cierre mediante un índice que considere la variación del nivel general de precios, respecto al patrimonio ajustado al cierre, comparado con los resultados mensuales ajustados por inflación a valor de cierre del ejercicio. Activos como los adelantos transitorios al gobierno o pasivos como los billetes y monedas en circulación, estarán plenamente impactados por la inflación al no tener remuneración. Otros reflejarán ajustes por índices como el CER o el tipo de cambio cuyo efecto positivo o negativo dependerá de la relación con la inflación anual. En el apartado 4. se tratará el enfoque del SCN en el tema, relativo a las ganancias reales por tenencia y el valor neto real al cierre.

En consecuencia, como las utilidades que luego son distribuidas por el BCRA al gobierno provienen de ganancias por tenencia, cabe plantear el registro recomendado por el SCN en las cuentas del banco central y del gobierno, que es el de registrar una reducción del valor patrimonial del banco central (otras participaciones de capital) a favor del gobierno produciendo, como es sabido, el equivalente de expansión primaria al momento de hacer uso el gobierno de los fondos acreditados (el cual a su vez ha implicado su absorción parcial mediante la utilización de los instrumentos de regulación señalados, actualmente Leliqs).

El criterio de registro señalado en el SCN2008 refiere que:

“...si los dividendos pagados son significativamente superiores a las utilidades promedio recientes, entonces este exceso no debe registrarse en la cuenta de asignación del ingreso primario sino que debe considerarse como un retiro de capital de los propietarios y reflejarse bajo esta partida. A veces, se hace referencia a estos pagos como “super dividendos”. (SCN párr. 11.90)

“Es importante distinguir entre el retorno de la inversión de capital de la sociedad para su propietario y el paqo de ingreso en forma de dividendos. Solamente la distribución regular del ingreso empresarial se consigna como renta de la propiedad, ya sea como dividendos o como los retiros de ingresos de las cuasi sociedades. Pagos grandes e irregulares, basados en reservas acumuladas o la venta de activos, se registran como un retiro de capital”. (SCN párr. 22.136).

Analicemos en una secuencia de dos pasos la situación planteada. En el primero, el efecto de la devaluación y al año siguiente, la distribución.

Así, en el ejemplo planteado, si la devaluación en el año hubiera sido del 20%, encontraríamos al cierre del ejercicio la siguiente situación en la cuenta financiera, la de otros flujos y la de variaciones de balance del banco central y el gobierno, sin considerar en esta oportunidad la valuación a precios de mercado de las letras intransferibles.

Cuadro 3 - Emisión de letras intransferibles y cancelación de deuda externa del gobierno. SCN: Cuentas financiera, revalorización y variación de balances, con una devaluación del 20% desde la cancelación del préstamos al cierre del ejercicio

CUENTAS	Conceptos	Banco Central		Gobierno General		Resto del Mundo	
		Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes
Cuenta Financiera	Reservas Internacionales	-9.000					-9.000
	Préstamos del FMI				-9.000	-9.000	
	Letras Intransferibles	9.000			9.000		
CUENTAS	Conceptos	Banco Central		Gobierno General		Resto del Mundo	
Otros flujos -Revalorizaciones		Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes
	Letras Intransferibles	1.800			1.800		
	Otras participac. de capital		1.800	1.800			
CUENTAS	Conceptos	Banco Central		Gobierno General		Resto del Mundo	
Variaciones de Balances		Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes
	Reservas Internacionales	-9.000					-9.000
	Préstamos del FMI				-9.000	-9.000	
	Letras Intransferibles	10.800			10.800		
	Otras participac. de capital		1.800	1.800			

El valor patrimonial del banco central se incrementa producto de una ganancia por tenencia, no debido a un excedente de explotación y resulta equivalente al aumento del activo del gobierno por las “otras participaciones de capital” del banco central, al ajustar la deuda por la variación del tipo de cambio en el citado 20%.

Si producto de un precio de mercado estimado para las letras intransferibles menor al monto nominal, se hubiera ajustado su valor como se ejemplificó en 2. anterior, el impacto de la devaluación sobre patrimonio del banco central se hubiera reducido en igual cuantía, disminuyendo a la vez el activo de gobierno.

Ahora bien: ¿qué sucede con estas “utilidades contables” durante el año siguiente?

Al realizarse la aprobación de la memoria y balance anual en el banco central, se resuelve la distribución de utilidades al Gobierno que puede alcanzar un significativo porcentaje de las mismas⁶ que incluyen las ganancias por tenencia en el año y, en su composición, las generadas por las letras intransferibles. Esta distribución realizada en el ejercicio posterior es la que en el SCN se considera como una reducción del capital. Esto es:

Cuadro 4 - Distribución de utilidades del banco central al gobierno. SCN. Cuenta financiera y de balance

CUENTAS	Conceptos	Banco Central		Gobierno General		Resto del Mundo	
		Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes
Cuenta Financiera							
	Depósitos del Gobierno		1.800	1.800			
	Otras participac. de capital		-1.800	-1.800			
	- reduc. capital - util. distri						
CUENTAS	Conceptos	Banco Central		Gobierno General		Resto del Mundo	
		Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes
Variaciones de Balance							
	Depósitos del Gobierno		1.800	1.800			
	Otras participac. de capital		-1800	-1.800			

No hay todavía expansión primaria de dinero porque la utilidades distribuidas se mantienen en cuentas de depósitos del gobierno. En cambio, dicha distribución genera una reducción del patrimonio del banco central y de la acreencia del gobierno bajo el supuesto considerado de alcance del concepto de otras participaciones de capital. No hay cambios, por lo tanto, en la riqueza nacional.

Esto es, que el revalúo por efecto de la devaluación se transformó en una utilidad líquida y realizada distribuida por el banco central, implicando la referida reducción patrimonial. La valuación “técnica” de la letra intransferible que debe mantenerse en el activo del banco hasta su finalización por un extenso período (10 años) sin posibilidad de negociarla en los mercados, ha sido un factor sknificativo para alcanzar el monto referido de distribución. En el marco del

⁶ Ley 24.144 de Carta Orgánica del BCRA del 23/9/92, artículo 38 del texto actualizado.

SCN debería haberse reducido el valor del activo realizando la valuación a precios de mercado o similares. El equivalente contable sería el registro de una previsión regularizadora del valor del activo.

Como el gobierno no retiene los fondos recibidos en concepto de utilidad sino que, por ejemplo, los utiliza para el pago de sueldos y salarios regulares del personal de su planta permanente, suponiendo que dicho monto se aplicó íntegramente al pago de remuneraciones a los asalariados y que el mismo es ahorrado por los hogares, observaríamos una expansión primaria por el total de las utilidades distribuidas y un aumento de las reservas de los bancos en el banco central equivalente al aumento de los depósitos. Como consecuencia del aumento de reservas bancarias, existe una capacidad de expansión secundaria de los bancos dependiendo de la tasa de encaje y la liquidez de público. Parte de esa expansión fue / es absorbida por instrumentos de política monetaria (Lebac/Nobac – Leliqs).

Reflejando la producción del gobierno por la remuneración a asalariados, la apropiación de la remuneración por los hogares, su ahorro y su aplicación a saldos en cuenta de ahorro en bancos y billetes y monedas en circulación en una proporción del 80% y 20% (1.440 y 360 respectivamente), así como el consumo y el desahorro del gobierno, previo a la absorción mediante instrumentos de política monetaria, tendríamos los siguientes efectos de la distribución sobre las cuentas corrientes, de acumulación y de variación de balances del SCN que se explicitan en el Cuadro 5.

Cuadro 5 - Distribución de utilidades del banco central al gobierno y pago de remuneraciones. SCN. Cuentas corrientes, de acumulación y variaciones de balances

Cuentas	Conceptos	Banco Central		Bos C/tales		Hogares		Gobierno		Economía Total		Bienes y Servicios	
		Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Recursos	Empleos
Cuenta de Producción	Valor bruto de producción								1.800		1.800	1.800	
	Valor agregado /PBI							1.800		1.800			
Cuenta de Generación del Ingreso	Valor agregado /PBI								1.800		1.800		
	Rem. de asalariados							1.800		1.800			
Cuenta de Asignación 1ra. del Ingreso	Rem. de asalariados						1.800				1.800		
	Saldo de Ingr. 1nos. / YN					1.800				1.800			
Cuenta de distribución 2da. del Ingreso	Saldo de Ingr. Primarios						1.800				1.800		
	Ingreso Disponible / YND					1.800				1.800			
Cuenta de Uso del ingreso	Ingreso Disponible / YND						1.800				1.800		
	Consumo					0		1.800		1.800			1800
	Ahoro / Ahoro nacional					1.800		-1.800		0			
Cuentas	Conceptos	Banco Central		Bancos C/tales		Hogares		Gobierno		Economía Total		Bienes y Servicios	
		Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes	Aplicaciones	Origenes	Recursos	Empleos
Cuenta de Capital	Ahoro / Ahoro nacional					1.800		-1.800					0
	Saldo Financiero					1.800		-1.800					0
Cuenta Financiera	Saldo Financiero					1.800		-1.800					0
	Billetes y monedas		360			360				360	360		
	Depósitos Ctas Vista Hogare				1.440	1.440				1.440	1.440		
	Reservas bancarias		1.440	1.440						1.440	1.440		
	Otras participac. de capital - Reduc. Capital - Util. distrib.		-1.800					-1.800		-1.800	-1.800		
Cuenta de Variación de Balances	Billetes y Monedas		360			360				360	360		
	Depósitos Ctas Vista Hogare				1.440	1.440				1.440	1.440		
	Reservas bancarias		1.440	1.440						1.440	1.440		
	Otras participac. de capital - Reduc. Capital - Util. distrib.		-1.800					-1.800		-1.800	-1.800		
	Valor neto		0		0	1.800		-1.800			0		

- El marco central del SCN ha incorporado la cuenta de la Economía Total que refleja la suma de los sectores institucionales (en el ejemplo: banco central, bancos comerciales, hogares y gobierno), determinando los agregados macroeconómicos de la economía del país desde el PBI (1.800) hasta el ahorro nacional y saldo financiero de la nación (nulos) y la variación de activos, pasivos y valor neto/riqueza nacional de los residentes (nulo en el agregado de la economía total). Si incluyéramos las cuentas de balance, tendríamos el total del activo, pasivo y riqueza nacional.
- La producción de los servicios colectivos e individuales de Gobierno es de 1800, generados, como único costo, por la remuneración a los asalariados. El consumo de dicha producción por el gobierno genera un desahorro en su cuenta de uso el ingreso y un saldo financiero negativo en la cuenta de capital. Este desahorro y saldo financiero negativo se financia con la reducción de capital del banco central (menores activos por descapitalización), produciendo una reducción del valor neto de gobierno.
- Los hogares ven incrementados su ahorro y saldo financiero, aplicándolo a instrumentos financieros como billetes y monedas (pasivos del banco central por 360) y depósitos en caja de ahorro en los bancos (1.440) y, por ende, su valor neto de cierre aumenta en igual valor a su ahorro, saldo financiero e instrumentos respectivos (1.800).
- Las entidades bancarias registran el aumento de depósitos y, simultáneamente, de sus depósitos en el banco central por un monto equivalente (1.440). De encontrarse operando al máximo de las normas de encaje del banco central, esta inyección de fondos permitiría una creación secundaria de dinero dependiendo como se señaló del encaje y la liquidez de público. Las entidades no ven afectado su patrimonio.
- El banco central, registra una expansión de la base monetaria por un importe equivalente al aumento de billetes y monedas y de las reservas de los bancos (1.800 en total). El factor que genera la expansión primaria es la reducción patrimonial producto de la distribución de utilidades. La reducción de capital es su contrapartida.
- A nivel de la economía total, el ahorro nacional no se modifica toda vez que el desahorro de gobierno es compensado por el ahorro de hogares. Otro tanto sucede con el saldo financiero y la variación de la riqueza nacional. En este último caso, la reducción del valor neto del gobierno originado en su desahorro y constatado como la disminución de su activo financiero por la reducción del patrimonio del banco central, se compensó con el aumento del valor neto de los hogares.

Por lo señalado, cabe reiterar que el registro contable a valor nominal de la colocación de letras intranferibles y su posterior ajuste por variación del tipo de cambio en el año, permite en cada ejercicio distribuir dicho ajuste como utilidades líquidas y realizadas, constituyendo un nuevo factor de creación monetaria para financiar erogaciones de gobierno.

Esta disminución del patrimonio neto corriente del banco central resulta en una mayor disminución en términos reales por cuanto se ha anticipado como una transacción similar a los “dividendos”, un ajuste contable.

En efecto, aplicando el ajuste por inflación en el caso señalado considerando dicha variación de precios de un 20% (suponiéndola igual a la evolución del tipo de cambio) sobre un patrimonio inicial de 9.000 (que eran las reservas internacionales disponibles, luego reemplazadas por las letras intranferibles) encontramos que, aún valuando las letras a “valor técnico”, el patrimonio neto inicial reexpresado al cierre sería de 10.800 ($9.000 * 1,2$), en tanto que el patrimonio neto contable al cierre será de sólo 9.000 ($9.000 * 1,2$ deducidas las utilidades distribuidas de 1.800). Esto generaría una pérdida real de \$ 1.800.

Si no se practica el ajuste por inflación contable, estos efectos se extienden en el tiempo por mera ilusión monetaria. Cuando se practica el ajuste por inflación contable, la existencia de significativas partidas que generan ganancias por tenencia (como la base monetaria) pueden hacer demorar la aparición de esta descapitalización y pérdida patrimonial, hasta que finalmente se pone de manifiesto. En términos del SCN, este impacto real se expone al estimar las ganancias y pérdidas por tenencia reales, esto es, descontando de las revaloraciones nominales el efecto de la inflación, como veremos en el apartado 4 siguiente de este documento.

Esta situación es la que puede visualizarse en los últimos dos años con los balances ajustados por inflación considerando ahora en ambos casos valores reexpresados al cierre de 2021:

Concepto / periodos	2020	2021
Resultado neto del ejercicio	788.758	-454.409
Patrimonio neto	2.077.578	644.324

Por lo señalado, deben desestimarse otras formas alternativas de registro de estas utilidades en el banco central y el gobierno dentro del SCN, tales como:

- a) rentas de la propiedad a pagar por el banco central y a cobrar por el gobierno (cuenta de asignación primaria del ingreso), por no provenir de excedentes de explotación del banco central sino de revalúos contables (otros flujos, revalorizaciones).
- b) transferencias de capital a pagar por el banco central y a cobrar por el Gobierno (cuenta de capital), al no tratarse de pagos por impuestos o imposiciones de carácter extraordinario del gobierno sino de decisiones societarias de dicha entidad que reducen su patrimonio (transacción financiera).

El registro referido en el apartado a) aumentaría el ahorro (y el resultado primario) y el saldo financiero del Gobierno, distorsionando dichos indicadores. En tanto, el registro señalado en el apartado b) mejoraría el saldo financiero del Gobierno.

Respecto a los balances, se debe recordar que el impacto en la calidad del activo y del patrimonio neto no queda reflejado al registrar los títulos a su valor nominal, producto de omitir el registro de la pérdida por tenencia en la cuenta de otros flujos, revalorizaciones.

Obsérvese la importancia de esta valuación que además limitaría la capacidad de distribución de estas “utilidades”. En este sentido se ha referido una estimación del impacto al final del apartado 2 que reduce los activos en un orden aproximado del 20% en ambos años, transformando el patrimonio neto en negativo.

4. Adelantos transitorios al gobierno nacional

Los adelantos transitorios al gobierno nacional son un financiamiento establecido por el artículo 20 de la Carta Orgánica⁷ que contempla:

“a. Adelantos por hasta el 12% de la base monetaria (circulación más depósitos a la vista de las entidades financieras en el BCRA) y hasta una cantidad que no supere el 10% de los recursos en efectivo que el gobierno nacional haya obtenido en los últimos 12 meses. El plazo de reembolso se fija en 12 meses, no pudiendo volver a usarse esta facultad si quedase saldo impago luego de este plazo y hasta que se cancelen.”

“b. Adelantos excepcionales si lo justifican la situación o las perspectivas de la economía nacional, por una suma adicional equivalente hasta el 10% de los recursos referidos en a). Esta facultad extraordinaria puede ejercerse durante un plazo máximo de 18 meses, cumplido el cual el BCRA no podrá otorgar al gobierno nacional adelantos que incrementen este último concepto. El plazo de reembolso se fija en 18 meses y si quedaran impagados luego de vencido ese plazo, no podrá volver a emplearse esta facultad hasta que se reembolsen las cantidades adeudadas.”

Una característica de estos instrumentos es que no devengan intereses, por lo cual independientemente de las relaciones establecidas, en una economía con alta inflación, al propio tiempo que se produce una erosión permanente de la acreencia del BCRA se reduce al mismo tiempo en términos reales la deuda del gobierno y se alteran las condiciones que limitan las extensiones en el financiamiento, impactando en un patrimonio neto real menor del banco central.

El financiamiento que originalmente se define como “transitorio” (p. ej. para cubrir descalces de tesorería debido a desfases entre la percepción de la recaudación y las realización de los gastos) se convierte en un financiamiento de carácter estructural y permanente, salvo excepciones⁸.

⁷ Ley 24.144 del 23/9/92 artículo 20, modificado por la Ley 26.739 del 22/3/12.

⁸ Por ejemplo, durante la vigencia de la C.O. del BCRA según Ley 24.144 sancionada en el marco de la Ley de convertibilidad 23.928 del 27/3/91.

Este instrumento es un factor de creación primaria, en tanto que su eventual cancelación lo es de absorción. Como factor de creación primaria implicará al igual que en la distribución de utilidades, en el marco de la política monetaria, la absorción mediante los señalados títulos del banco central y abonando intereses a las entidades financieras.

Se ejemplifica esta transacción en el Cuadro 7 con los datos del Cuadro 5 pero financiando el banco central las mayores erogaciones del gobierno mediante adelantos transitorios y absorbiendo la mitad del excedente de reservas bancarias mediante letras de liquidez (720 sobre 1.440 de aumento de depósitos y reservas).

Puede observarse que la capacidad de expansión secundaria de los bancos comerciales se reduce al 50% producto de la colocación de Leliqs.

La variación de los balances vuelve a señalar que no hay cambios en el valor neto de los sectores de banco central y de bancos comerciales, en tanto la caída del valor neto del gobierno se compensa nuevamente con el aumento del mismo en los hogares. A futuro, impactará en el banco central el pago de intereses por la letras de liquidez.

Cuadro 7 - Adelantos transitorios al gobierno nacional que financian el pago de remuneraciones de gobierno. SCN. Cuentas corrientes, de acumulación y de variaciones de balances

CUENTAS	Conceptos	Banco Central		Bcos. Ctales		Hogares		Gobierno		Economía Total		Bienes y Servicios	
		Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Recursos	Empleos
Cuenta de Producción	Valor bruto de producción								1.800		1.800		1.800
	Valor agregado /PBI								1.800		1.800		
Cuenta de Generación del Ingreso	Valor agregado /PBI								1.800		1.800		
	Rem. de asalariados								1.800		1.800		
Cuenta de Asignación fría del Ingreso	Rem. de asalariados								1.800		1.800		
	Saldo de Ingr. fríos / YN						1.800				1.800		
Cuenta de distribución fría del Ingreso	Saldo de Ingr. Premios						1.800				1.800		
	Ingreso Disponible / YND						1.800				1.800		
Cuenta de Uso del Ingreso	Ingreso Disponible / YND						1.800				1.800		
	Consumo						0		1.800		1.800		1.800
	Ahoro / Ahorro nacional						1.800		-1.800		0		
CUENTAS	Conceptos	Banco Central		Bancos Ctales		Hogares		Gobierno		Economía Total		Bienes y Servicios	
Cuenta de Capital	Ahoro / Ahorro nacional						1.800		-1.800		0		
	Saldo Financiero						1.800		-1.800		0		
Cuenta Financiera	Saldo Financiero						1.800		-1.800		0		
	Adelantos transitorios al Gob.	1.800							1.800	1.800	1.800		
	Billetes y monedas		360			360				360	360		
	Depósitos Cta. Vista Hogares				1.440	1.440				1.440	1.440		
	Reservas bancarias		720	720						720	720		
	Letras de liquidez		720	720						720	720		
Cuenta de Variaciones de Balances	Adelantos transitorios al Gob.	1.800							1.800	1.800	1.800		
	Billetes y Monedas		360			360				360	360		
	Depósitos Cta. Vista Hogares				1.440	1.440				1.440	1.440		
	Reservas bancarias		720	720						720	720		
	Letras de liquidez		720	720						720	720		
	Valor neto		0		0		1.800		-1.800		0		

Desde el punto de vista real, suponiendo una hipotética inflación del 20% y que el desembolso del adelanto se efectuó el primer día del año y se pagará el último día del año, el valor neto real del banco central se verá afectado por la desvalorización de la acreencia contra el gobierno que no devenga intereses. Esta desvalorización implicaría una pérdida por inflación para el banco central de 360 (1.800 *0,2), que se agregarán a los intereses devengados por las referidas letras de liquidez.

¿Cuál es el tratamiento en el SCN de estos activos financieros del banco central sin costo para el gobierno?

La recomendación del SCN es registrar un pago implícito por el banco central de otros impuestos sobre la producción, que se podría sintetizar mediante la aplicación de una tasa de referencia⁹ sobre los saldos del financiamiento, de forma que quede explicitado el costo que supone para el banco central llevar adelante una operación que está fuera de línea con el mercado, provocándole un quebranto económico reflejado en el excedente negativo.

En consecuencia, el BCRA estaría abonando otros impuestos a la producción en la cuenta de generación del ingreso, lo que determinaría un excedente de explotación negativo. Este excedente negativo es compensado por una transferencia corriente en la cuenta de distribución secundaria del ingreso. En cambio, el gobierno estaría recibiendo los impuestos y aplicándolos a la referida transferencia. Así, no se altera desde el ingreso disponible en adelante ni en el banco central ni en el gobierno, dejando registrado el costo del financiamiento “gratuito” de los adelantos.

“La principal responsabilidad del banco central es formular y llevar a cabo parte de la política económica... En los casos en los que el banco central utiliza sus poderes especiales para obligar a los agentes del mercado a pagar transferencias sin un quid pro quo directo, se recomienda registrar dichos ingresos como impuestos implícitos. Contrariamente, en los casos en que el banco central hace pagos que claramente persiguen fines políticos más que comerciales, puede argumentarse que se pagan subvenciones implícitas. Se consideran tres casos:

⁹ “La tasa de referencia que se utiliza en el cálculo de los intereses de SCN es una tasa que se ubica entre las tasas de interés bancaria de los depósitos y de los préstamos...La tasa de referencia no debe contener ningún elemento de servicio y debe reflejar el riesgo y la madurez de los depósitos y préstamos...”SCN 2008, párr. 6.166. Ver un enfoque más amplio y crítico en el Documento de Divulgación nro. 4: “Los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente. Su estimación e incidencia sobre el valor agregado y el PIB”. Diciembre/21. PICNA.

¹⁰ En el ejemplo planteado se considera la tasa de referencia para estimar los otros impuestos y la transferencia corriente. En el SCN se plantea para el caso de que el banco central actúe como banco de desarrollo, el utilizar una tasa de interés activa para el préstamos y estimar SIFMI por la diferencia entre la tasa activa y la tasa de referencia, las subvenciones la producción como diferencia entre tasa activa y la del préstamo del banco central, además del registro de intereses SCN como producto entre la tasa de referencia y el saldo de préstamos y una transferencia corriente del banco central a gobierno por el importe de la subvención; lo cual se omite en este caso para simplificar el ejemplo, pero también porque debería discutirse la procedencia de la imputación de SIFMI, toda vez que el registro como servicios de uso intermedio del gobierno incrementaría su VBP y, por ello, el PBI y la improcedencia de la subvención al gobierno.

- El banco central tiene la posibilidad de dictar tipos de interés por debajo de los vigentes en los mercados para depósitos de reserva;
- El banco central paga tipos de interés por arriba de los de mercado en una situación en que el valor externo de la moneda se encuentre bajo presión;
- El banco central actúa como banco de desarrollo ofreciendo préstamos por debajo de los tipos de interés del mercado a las industrias prioritarias." (SCN 2008, párr. 7.121)

Obsérvese que el caso de los adelantos transitorios al gobierno no está previsto explícitamente en las recomendaciones, teniendo una semejanza de registros al caso en que actúa como banco de desarrollo con tipo de interés por debajo del mercado, pero con cargo al propio banco central.

Para completar el ejemplo realizado con incorporación de los impuestos implícitos (otros impuestos a la producción), si la tasa de referencia hubiera sido del 20% (igual a la tasa de inflación ejemplificada), el registro de lo expuesto en las cuentas corrientes sería como se detalla en el Cuadro 7.

Sólo queda afectada la cuenta de generación del ingreso del banco central por el devengamiento de otros impuestos a la producción por 360, generando un excedente negativo de explotación por igual valor. Este monto es equivalente a la diferencia entre la tasa de referencia (20%) y la tasa del financiamiento (0%), aplicado al saldo del financiamiento (1.800).

Como se mencionara, en la cuenta de asignación del ingreso primario ese excedente de explotación negativo se compensa con la imputación de una transferencia corriente a cobrar por el banco central y a pagar por el gobierno. En el gobierno los impuestos implícitos recibidos se compensan con la transferencia realizada.

Después de estos registros, los saldos de la cuenta de distribución secundaria del ingreso (ingreso disponible) y las sucesivas tanto en el banco central como en el gobierno, implican un efecto neto nulo. Por ello, se presentan las cuentas corrientes hasta el ahorro solamente.

Cuadro 8 - Registro de los otros impuestos a la producción e intereses SCN, debido al otorgamiento de Adelantos al Gobierno sin costo SCN. Cuentas corrientes.

Cuentas	Conceptos	Banco Central		Bcos. Cclales		Hogares		Gobierno		Economía Total		Bienes y Servicios	
		Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Empleos	Recursos	Recursos	Empleos
Cuenta de Producción	Valor bruto de producción												
	Valor agregado /PBI									0			
Cuenta de Generación del Ingreso	Valor agregado /PBI										0		
	Rem. de asalariados												
	Otros imp. a la producción	360								360			
	Excedente de explotación	-360								-360			
Cuenta de Ingreso	Rem. de asalariados												
	Otros imp. a la producción							360			360		
	Excedente de explotación		-360								-360		
	Saldo de Ingr. 1nos./ YN	-360						360		0			
Cuenta de distribución 2da. del ingreso	Saldo de Ingr. Primarios		-360						360		0		
	Transfer. Cte. G a BC		360					360		360	360		
	Ingreso Disponible / YND	0						0		0			
Cuenta de Uso del ingreso	Ingreso Disponible / YND		0						0		0		
	Consumo					0		0		0		0	
	Ahoro / Ahorro nacional	0				0		0		0			

Queda sin tratar la desvalorización producto de la inflación que se mediría en un balance ajustado por inflación como se mencionó anteriormente (ver pie de página 5).

El equivalente en el SNC de este cálculo real resultaría de estimar la revalorización real y el valor neto/riqueza real (poder adquisitivo) de los sectores y la economía total. Esta medición surge de comparar los resultados por tenencia nominales obtenidos del cálculo según precios de mercado, con una medida de variación del nivel general de precios (NGP). Variaciones nominales que excedan las del NGP implicarían una ganancia por tenencia real y, en caso contrario, una pérdida por tenencia real.

En este caso, no habiendo otras transacciones, toda la variación del nivel general de precios, se traduce en una pérdida por tenencia real y en un patrimonio neto real menor.

Como puede apreciarse, el SCN es abarcativo de un criterio similar al contable de ajuste por inflación al incorporar el concepto de ganancia o pérdida por tenencia real. Si los adelantos se hubieran otorgado por única vez al comienzo del año y continuaran en el activo al final del ejercicio, la pérdida por tenencia real que hubieran generado al cierre del año sería de 360 (1.800 * 0,2).

5. Consideraciones finales

En base a lo desarrollado en los puntos precedentes y considerando las recomendaciones internacionales vigentes del SCN 2008, se destacan los siguientes aspectos e impactos sobre las cuentas de flujos y balance de los sectores y sobre su valor neto real:

- a) Las recomendaciones consideran la valuación de las transacciones financieras y de los stocks en los balances de dichos instrumentos mediante precios de mercado, sean captados directamente del mercado, indirectamente con instrumentos similares o elaborados en base a otros procedimientos que lo reflejen. Éste es el caso de las Letras Intransferibles y similares con financiamiento en moneda extranjera con las características descritas (ilíquidas, a largo plazo, etc.).
- b) Las recomendaciones tampoco contemplan la existencia de utilidades distribuidas por los bancos centrales como instrumento de financiamiento del gobierno y consecuentemente factor de expansión monetaria primaria, incluyendo activos ilíquidos como los señalados. Los bancos centrales no generan excedentes de explotación que den lugar a dividendos en el SCN. Las recomendaciones tampoco contemplan para los sectores institucionales que los dividendos provengan de ganancias por tenencia como las señaladas en lugar de la actividad productiva. En este caso específico, de revalorizaciones fuertemente incididas por el ajuste de las mismas letras intransferibles o títulos similares valuadas a “valor técnico” (valor nominal).

- c) En los casos señalados, de aplicar una valuación de mercado estimada para las letras intranferibles, por ejemplo similar a la de los títulos públicos con cotización, el valor patrimonial del banco central en el SCN sería negativo tal como se señaló en el apartado 2. Este tipo de estimación adecuaría los activos, los resultados y el patrimonio en base a dicha valuación de mercado y, en consecuencia, limitaría la capacidad de distribución.

La confección del SCN 2008 pone de manifiesto las diversas circunstancias señaladas:

- En la cuenta de generación del ingreso surge que no hay excedente de explotación y por ende base para la distribución recurrente de utilidades, siendo que estos resultados provienen de una cuenta no transaccional (otros flujos, revalorizaciones).
 - En las cuentas financiera y de balances se registra la reducción del patrimonio del banco central y la disposición de los fondos al gobierno, sin afectar la riqueza nacional. Lo mismo sucede si el gobierno aplica dichos fondos al mercado local mediante los diversos componentes del gasto¹¹.
 - Las cuentas de revalorizaciones y de balance reflejan la valuación de las letras a precios de mercado, reduciendo el valor patrimonial del banco central, pero sin afectar la riqueza nacional por las contrapartidas en el gobierno. El tratamiento del pasivo del gobierno es el mismo que el de la Posición de Inversión Internacional de la Balanza de Pagos al valorar la deuda externa a precios de mercado, afectando en este caso la riqueza nacional por tratarse de un pasivo con no residentes.
- d) En el caso de financiamiento del banco central al gobierno a tasa reducida o nula (como los adelantos transitorios al gobierno), se prevé el registro de otros impuestos a la producción (implícitos) pagados por el banco central y generando un excedente negativo en la cuenta de generación del ingreso del banco central, compensado por una transferencia corriente en la distribución secundaria. Queda para un análisis de mayor detalle lo señalado en el pie de página nro. 10.
- e) En términos de poder adquisitivo, el SCN recomienda también la estimación de las ganancias por tenencia reales y así calcular el valor neto real de los sectores institucionales. Conceptualmente, es un criterio similar al de la aplicación del ajuste por inflación contable, pero con una visión económica. Un activo sin retribución como los adelantos transitorios, reflejaría el impacto de la pérdida real de poder adquisitivo al comparar dicho rendimiento nulo con la tasa de inflación.

¹¹ El mismo criterio se aplica en Cuentas por sectores institucionales, sector gobierno general. INDEC, mayo/22: “las utilidades del BCRA que resultan de la revaluación...no se reconocen en las cuentas corrientes del gobierno general como ingresos por dividendos y quedan excluidos de los resultados del saldo del ahorro y el préstamo/endeudamiento neto de la cuenta de capital del sector. De acuerdo con la recomendación del SCN 2008, se deben registrar en la cuenta financiera como retiro de participaciones de capital “

- f) Lo señalado en el apartado anterior ha comenzado a ser receptado en los estados contables del BCRA a partir del ejercicio 2020, al aplicar el ajuste por inflación contable. De allí el recurrente impacto en los resultados y patrimonio neto comparado de la entidad que se señalara al final del apartado 3.

Referencias:

Sistema de Cuentas Nacionales 2008. Naciones Unidas 2009.
Manual de la producción financiera, flujos, stocks en el Sistema de Cuentas Nacionales. Naciones Unidas, Banco Central Europeo. 2015.
Estados Contables BCRA. Ejercicios 2020 y 2021.
Cuentas Nacionales. Metodología de estimación Base 2004 y serie a precios constantes y corrientes. INDEC, 2016.
Cuadro de Oferta y Utilización (COU) 2018. INDEC, 2021.
Cuentas por Sectores Institucionales, sector gobierno general. Nota metodológica. Mayo 22.
Ley 24.144 de Carta Orgánica del BCRA del 23/9/92.
Ley 27.541 de “Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el marco de la Emergencia Pública” dictada en 22/12/19
Decreto 346/20 de “Deuda Pública: diferimiento de los pagos de intereses y amortizaciones de capital” del 5/4/20.

ANEXO 1 - ESTADOS CONTABLES BCRA AL 31/12/20

(en miles de millones de pesos -MM-) - Ajuste por inflación a diciembre/20

Activos	MM de \$	Estruct. %	Pasivos y Patrimonio Neto	MM de \$	Estruct. %
Reservas internacionales	3.314	25	Base Monetaria	2.470	18
Títulos públicos (*)	5.160	38	Medios de pagos en otras monedas	3	0
Adelantos transitorios Gno	1.260	9	Cuentas corrientes otras monedas	916	7
Créditos al sistema financiero	0	0	Depósitos en moneda nacional	69	1
Aportes a organismos intern.	422	3	Otros depósitos	0	0
Derechos derivados	0	0	Asignaciones de DEG	39	0
Derechos por operaciones de pase	3.122	23	Obligaciones con organismos intern	266	2
Otros activos	138	1	Títulos emitidos por el BCRA	2.942	22
			Contrapartida de aportes del gob.	310	2
			Obligaciones por op. De pase	3.099	23
			Deudas por convenios multilaterales	2	0
			Otros pasivos	1.914	14
			Previsiones	10	0
			Pasivos	12.040	90
			Patrimonio neto	1.376	10
Total de activos	13.416	100	Total de pasivos y patrimonio neto	13.416	100
(*) Letras transferibles y otras del TN	4.492	33			

ESTADO DE RESULTADOS AL 31/12/20	MM de \$	Estr. %s/RNA
Intereses y actualizaciones ganadas	104	9
Intereses y actualizaciones perdidas	-864	-76
Constitución de provisiones	-1	0
Diferencias netas de cotización	1.773	156
Diferencias netas de negociación de divisas	2	0
Diferencias netas de negociación de otros instr.	154	14
Diferencias netas de negociación de divisas	2	0
Resultado financiero neto	1.170	103
		0
Cargos y multas varias	1	0
Comisiones netas	0	0
Aportes a ren las generales s/ ley presupuesto	-2	0
Gastos de emisión monetaria	-10	-1
Gastos generales	-14	-1
Constitución neta de otras provisiones	-3	0
Resultado neto por actividades operativas	1.142	100
Otros ingresos/egresos netos	-3	0
Resultado neto ajustado (RNA)	1.139	100
Resultado por cambio poder adq.de la moneda	-616	
Resultado neto del ejercicio (RNE)	523	

ANEXO 2 - ESTADOS CONTABLES BCRA AL 31/12/21

(en miles de millones de pesos -MM) - Ajuste por inflación a diciembre/21

Activos	MM de \$	Estruct. %	Pasivos y Patrimonio Neto	MM de \$	Estruct. %
Reservas internacionales	4.076	21	Base. Monetaria	3.654	19
Títulos públicos	6.729	35	Medios de pagos en otras monedas	3	0
Adelantos transitorios Gno	2.173	11	Cuentas corrientes otras monedas	1242	6
Créditos al sistema financiero	0	0	Depósitos en moneda nacional	119	1
Aportes a organismos intern.	528	3	Otros depósitos	0	0
Derechos derivados	0	0	Asignaciones de DEG	46	0
Derechos por operaciones de pase	5.436	28	Obligaciones con organismos intern	324	2
Otros activos	168	1	Títulos emitidos por el BCRA	5.045	26
			Contrapartida de aportes del gob.	393	2
			Obligaciones por op. De pase	5.198	27
			Deudas por convenios multilaterales	2	0
			Otros pasivos	2.424	13
			Previsiones	16	0
			Pasivos	18.466	97
			Patrimonio neto	644	3
Total de activos	19.110	100	Total de pasivos y patrimonio neto	19.110	100
(*) Letras transferibles y otras del TN	5.909	31			

ESTADO DE RESULTADOS AL 31/12/21	MM de \$	Estr. %s/RNA
Intereses y actualizaciones ganadas	64	56
Intereses y actualizaciones perdidas	-1593	-1385
Constitución de provisiones	-1	-1
Diferencias netas de cotización	1.636	1423
Diferencias netas de negociación de divisas	2	2
Diferencias netas de negociación de otros instr.	49	43
Diferencias netas de negociación de divisas	0	0
Resultado financiero neto	157	137
Cargos y multas varias	2	2
Comisiones netas	0	0
Aportes a re las generales s/ ley presupuesto	0	0
Gastos de emisión monetaria	-16	-14
Gastos generales	-19	-17
Constitución neta de otras provisiones	-6	-5
Resultado neto por actividades operativas	118	103
Otros ingresos/egresos netos	-3	-3
Resultado neto ajustado	115	100
Resultado por cambio poder adq. de la moneda	-569	
Resultado neto del ejercicio	-454	