

SUPLEMENTO

121

**RePro**  
REALIDAD PROFESIONAL

# INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

## Pago de deuda con reservas



*Ciencias Económicas*

CONSEJO | BUENOS AIRES



# Pago de deuda con reservas

## Introducción

Nuevamente nos encontramos ante un conflicto en el seno de la sociedad a partir de decisiones económicas del gobierno. Esta vez, alrededor del uso de las reservas para el pago de la deuda pública. El caso inmediato anterior ha sido la “Resolución 125” referida a las retenciones. Ahora el escenario en tensión ya no son las rutas. Es nada menos que toda la arquitectura institucional del país ya que la puja ha envuelto a los tres poderes del Estado.

Aunque la cuestión tiene aristas económicas, judiciales y parlamentarias íntimamente vinculadas, en esta oportunidad y por razones profesionales, haremos un “recorte” y nos concentraremos en las de tipo económica.

Debe tenerse en cuenta que, históricamente, este tema nunca ha sido debatido en Argentina, a pesar de contar con un antecedente cercano: el pago al FMI a inicios del año 2006. Y las condiciones para el debate se tornan aún más difíciles, cuando en el mundo existe una diversidad de formulaciones institucionales para el manejo de las reservas; cuando este tema no es objeto de debate en los ambientes académicos; y cuando prácticamente no existe bibliografía sistemática al respecto. Un contexto que hace posible un vasto abanico de opiniones.

Pero si el tema no ha sido objeto de controversia, debemos preguntarnos el porque del debate actual. Existen varios elementos que coinciden en la coyuntura:

- La existencia de una deuda relativamente alta para la capacidad de la economía argentina, aún teniendo en cuenta la reestructuración del año 2005 que redujo notablemente el peso de la deuda y marcó un hito en la arquitectura y la política financiera mundial;
- Los efectos aún presentes de la crisis financiera internacional que determinan el deterioro de la situación fiscal (resultado deficitario en 2009 sumado a perspectivas inciertas para el año 2010) y el cierre del mercado financiero internacional que impide refinanciar, a tasas tolerables, los vencimientos por amortización.

Esta situación fue visible de manera anticipada. Los observadores, al evaluar los efectos de la crisis internacional sobre Argentina habían previsto que el gobierno terminaría echando mano a las reservas para el pago de los compromisos de la deuda pública (Cf. R. Castiñeira, “El desafío que enfrenta el BCRA” —Econométrica — enero 2009).

Y el gobierno nacional lo plantea de manera formal recién a mediados de diciembre de 2009, a través de un decreto de necesidad y urgencia. Luego es reemplazado por otros dos decretos más pulidos, pero de contenido similar al original. Actualmente, el gobierno ha expresado su voluntad para que el Congreso trate el tema y se convierta en ley de la Nación.

Aunque el debate parlamentario gira alrededor de la cuestión institucional (decretos de necesidad y urgencia, la independencia del BCRA y similares), la historia económica argentina nos muestra que existe una alta sensibilidad cuando interviene la cuestión fiscal y el nivel de las reservas. Es que ambos aspectos han detentado un papel privilegiado en las más graves crisis de las últimas décadas. Así el menú estaba servido para desatar un debate con infinitas aristas. Se abrió una verdadera “caja de Pandora”:

- El riesgo de embargo de las reservas por los fondos buitres pues su uso pondría en duda la independencia del BCRA.
- El computo de las reservas realmente disponibles.
- La capacidad del PE para tomar la decisión sin ratificación parlamentaria.
- El destino de las reservas en función de la Carta Orgánica del BCRA.
- La implícita modificación del presupuesto 2010 que obligaría a su revisión.
- La diferenciación de los efectos monetarios entre pagos de deuda externa e interna y de amortización e intereses.
- Las semejanzas y diferencias con el pago anticipado con reservas al FMI en el año 2006.
- Las soluciones alternativas al pago con reservas.
- Los usos alternativos para las reservas.
- La propiedad de las reservas.
- Los efectos inflacionarios del pago con reservas.
- Y así hasta el infinito [...].

Y a su vez, una amplia gama de interpretaciones para cada uno de estos temas.

A fin de llegar a recomendaciones específicas acerca del uso de las reservas para el pago de la deuda, examinaremos su papel en Argentina y algunos temas relacionados. Con estos elementos procederemos a un análisis de las justificaciones que se utilizan para pagar deuda con reservas, su evaluación crítica y esbozar una estrategia alternativa.

## El papel de las reservas en Argentina

Una de las causas de la diversidad de opiniones, se origina en la transferencia acrítica de experiencias de otras latitudes. El papel de las reservas depende de la conformación institucional de cada país y de las condiciones específicas de su economía, tanto a nivel estructural como coyuntural que son tan diferentes entre los Estados. Como consecuencia, también los objetivos son diferenciales. Es por ello que para fijar un criterio acerca del uso de las reservas, debemos partir de un análisis sistemático del caso argentino.

En el periodo de la convertibilidad (1991–2001) esta problemática



no podía existir. Estaba vigente el sistema monetario denominado “caja de conversión”, donde la expansión y contracción monetaria que realiza el Banco Central es una función pasiva que depende de la oferta y demanda de divisas del sector externo. Los movimientos monetarios sólo son posibles contra divisas y por ende el stock de reservas tiene un único objetivo: garantizar la moneda. Deben estar prendadas por ley de orden público, a favor de la circulación monetaria. Los saldos negativos temporales y/o permanentes del balance de divisas del sector externo y del presupuesto, sólo pueden ser cubiertos mediante préstamos en divisas.

Por el contrario, el sistema actual, de moneda autónoma, vigente desde el año 2002 (y que rigió anteriormente entre 1930 y 1991), se caracteriza por flexibilizar las vías de expansión y contracción monetaria. Forman parte de ellas, el sector público, el sector financiero y el sector externo.

Bajo reglas de juego diferentes, el papel de las reservas también es diferente. En las condiciones institucionales actuales, su stock debería ser suficiente para ofrecer un margen de seguridad y que el mercado de divisas resulte fluido. Esto significa cubrir la demanda potencial de importación de bienes y servicios y pagos al exterior del sector público y privado.

Sin embargo, las condiciones específicas de la economía argentina generan funciones adicionales a las reservas. En primer lugar, la forma bajo la cual se administra el tipo de cambio. Las exigencias de los organismos internacionales abogan por un tipo de cambio único y flotante y bajo esa forma nuestro país tiene declarado su sistema cambiario.

Sin embargo, aunque Argentina y muchos otros países, cumplen de manera formal con este criterio, le introducen variantes que modifican de raíz el mercado de divisas. No es “único” pues algunas exportaciones tienen un tipo de cambio diferencial (“retenciones”) para controlar precios internos y/u obtener recursos fiscales adicionales. Tampoco es genuinamente “flotante” (variaciones sólo derivadas del funcionamiento del mercado de divisas). Estamos en presencia de un tipo de cambio administrado o “de flotación sucia” donde la intervención del Estado tiende a orientar las relaciones cambiarias.

En resumen, el Banco Central interviene en el mercado de divisas, una variable crucial en las denominadas economías emergentes. Por el contrario, en un análisis de la economía estadounidense a nadie se le ocurriría evaluar su stock de reservas ya que en ese país la moneda local que emite y las reservas son una misma cosa.

En segundo lugar, en el caso argentino, el modelo económico vigente a partir del año 2002, apunta a sostener un tipo de cambio real multilateral relativamente alto. Esto significa que no se mide por una mera relación peso/dólar sino por el valor en términos reales en relación a una canasta de monedas fuertes con una composición según los destinos de exportación. Y para llegar al nivel deseado debe comprar y vender divisas con efectos de expansión y contracción monetaria en gran escala. Desde este punto de vista, la política de reservas debe ser compatibilizada con la política monetaria.

En tercer lugar, debe tener en cuenta el manejo de las expectativas de los agentes económicos externos e internos. Y en ese sentido, el caso argentino es

patológico. Históricamente las crisis más profundas de la economía argentina eclosionaron a partir de coyunturas de déficit fiscal y/o bajo nivel de reservas. Aunque en un sistema de moneda autónoma como el actual, no existe la obligación de avalar con reservas la circulación monetaria, su nivel de disponibilidad es un indicador crucial, tanto para la calificación del crédito externo, como para definir el comportamiento de los agentes económicos residentes. Si al nivel de reservas “colectivo” que representan las divisas del Banco Central, los agentes económicos lo llegaran a reputar (incluso de manera subjetiva) como relativamente bajo, las expectativas alimentadas por la memoria histórica, los empujará a realizar una reserva “individual” de divisas.

Una situación de este tipo trastocaría las condiciones de la moneda local ya que implica su rechazo para cumplir algunas de sus funciones y por ende una variación negativa de la liquidez. En esas condiciones existe una pérdida relativa de la capacidad para instrumentar políticas: fijar el nivel de tipo de cambio adecuado y ejecutar maniobras de contracción monetaria.

Por otra parte, ese tipo de condiciones incitaría a los agentes externos a realizar ataques contra el peso y de manera simultánea se pierde capacidad de acción para efectivizar maniobras preventivas tendientes a desalentar la especulación contra la moneda local.

En síntesis, un nivel adecuado de reservas no sólo garantiza las operaciones externas sino que en países como Argentina otorgan una capacidad adicional para resistir los impactos de las sucesivas crisis internacionales ante la inexistencia de un prestamista de última instancia. Además son el instrumento crucial de una política monetaria y cambiaria (determinan tasa de interés y tipo de cambio), coordinada y autónoma. Un bajo nivel de reservas acota de manera severa esta posibilidad e históricamente, ha preanunciado crisis de proporciones.

## El contexto del uso de las reservas

De manera complementaria a las funciones de las reservas, evaluaremos los temas que giran a su alrededor a fin de contar con elementos que permitan juzgar críticamente el debate. En ese sentido repasaremos temas tales como: propiedad y administración de las reservas; disposición de las reservas; el flujo de las reservas y su costo de formación.

### 1. Propiedad y administración de las reservas

Un tema muy ligado a sus funciones es la propiedad y administración de las reservas. En este sentido, la dispersión de experiencias también depende de la cuestión institucional y de las condiciones específicas de su economía.

En Argentina, su ordenamiento institucional indica que la administración de divisas está a cargo del Banco Central. Su papel central en la política monetaria y cambiaria hace imprescindible que este “paquete”, junto a la política crediticia, deba ser manejado de manera unitaria. Debemos tener en cuenta que en el mundo esta institución se desarrolla a partir de la crisis de los '30 en el siglo XX, que obligó a realizar políticas activas sobre esas variables.

Pero el BCRA no adquiere divisas con recursos propios preexistentes, sino



que los crea a partir de su capacidad para generar moneda sin un depósito previo, es decir, la emisión soberana del país.

Bajo esta perspectiva, el Banco Central no es el propietario de las divisas. Sus activos en divisas son adquiridos a partir de la emisión de un título de deuda de alta especificidad: sin fecha de vencimiento y sin pago de intereses. Son los billetes de la circulación monetaria.

Cuando el Banco Central adquiere las divisas, genera un activo del BCRA que tiene como contrapartida la emisión adicional que se incorpora a la circulación monetaria o pasivo del BCRA. Cuando vende las divisas procede a registrar la operación inversa y el balance queda compensado. Esto también se realiza en convertibilidad, con la diferencia que ahora puede registrar activos adicionales: préstamos al gobierno y al sector financiero, con límites estrictos en la Carta Orgánica del BCRA (y prohibición absoluta en la convertibilidad) que a su vez, también generan un pasivo adicional de circulación monetaria.

El BCRA es sólo un administrador de las reservas “colectivas” que de manera temporaria detenta el país para cumplir las funciones que hemos visto. No puede ser “propietario”, ni el BCRA ni el gobierno central pues esas divisas no fueron adquiridas con recursos genuinos del Estado (impuestos, utilidades y exportaciones de empresas del estado, moneda nominal entregada por el FMI, etc.).

Distinto es el caso de países como Chile, Venezuela y México, donde el Estado es propietario de una parte importante de las divisas que ingresan debido al papel de las empresas del estado en las exportaciones (cobre y petróleo). Esas divisas las acumula el Gobierno Central en fondos especiales y su destino son las importaciones de equipamiento para el sector público o bien al pago de sus compromisos financieros. Actualmente Chile los destina a la reconstrucción del país destruido por un terremoto.

También existen casos de administración de divisas por parte del gobierno (Departamento del Tesoro, Ministerio de Finanzas, de Economía y similares), y no de su banco central. No por casualidad son aquellos países cuya moneda de emisión es al mismo tiempo una divisa de reserva en el mundo.

En ese caso, no existe diferencia entre moneda local y divisas, y las reservas en una u otra moneda son intercambiables. El esquema tiene vigencia en países como Estados Unidos, Inglaterra y Japón (ver John Nugée “Manejo de las reservas de oro y divisas-CEMLA-[www.cemla.org/pdf/pub-en-71.pdf](http://www.cemla.org/pdf/pub-en-71.pdf)).

En cambio, en el mundo no desarrollado, el stock de reservas en monedas fuertes es un componente crucial de toda la política económica. Esto se debe a la debilidad estructural de las monedas locales respecto a las divisas, que obliga a manejarlas de manera descentralizada, e independiente de los flujos presupuestarios.

Desde este punto de vista, en la mayoría de los países, el manejo lo realiza, por razones históricas y operativas, el Banco Central. Y aquí entra a tallar el debate sobre su independencia.

En el caso argentino, y como efecto derivado del periodo de la convertibilidad, donde todas esas políticas eran pasivas, la independencia del BCRA es extrema. En un esquema monetario diferente como el actual, habida cuenta

del impacto de las decisiones del BCRA en materia monetaria, cambiaria y crediticia, que han pasado a convertirse de políticas pasivas a activas, cabría esperar una coordinación de éste con las decisiones económicas del gobierno central. Este punto debería permitir superar los debates alrededor de la propiedad y administración de divisas para ubicarlos en su verdadera problemática: el papel macroeconómico que deben cumplir.

En resumen, las reservas no representan un recurso genuino similar al superávit fiscal. Es un saldo temporal proveniente de la actividad externa. Su volumen, hasta cierto nivel, garantiza las operaciones externas. A partir de allí, su acumulación intenta disuadir a los agentes económicos locales de realizar una reserva individual de activos líquidos en divisas que trastocaría los flujos monetarios, y a los agentes externos de realizar maniobras especulativas, y finalmente, constituye una advertencia a los factores de poder económico internacional respecto a que el país está dispuesto a realizar políticas autónomas.

## 2. La disposición de las reservas

A pesar del debate alrededor de la capacidad del gobierno para disponer o no de las reservas, debemos tomar conciencia que desde la existencia del Banco Central, tanto el gobierno como el sector privado, vienen tomando divisas de manera habitual para sus necesidades (pagos externos, compra de equipamiento, etc.). Y lo seguirán haciendo en el futuro, salvo algunas limitaciones normales de esta operatoria, sin trabas institucionales.

Si esto es así cabe preguntarse el por qué de todo este revuelo. La contradicción es sólo aparente pues, en el caso del gobierno como tomador de divisas, debemos diferenciar entre dos operaciones: por una parte, la compra de divisas con recursos genuinos en moneda local (impuestos p.ej.); y por la otra, tomar divisas en préstamo.

Como ya veremos más adelante, para algunos observadores, con una visión sólo “administrativa” del mercado de divisas, ambas operaciones son equivalentes y por tanto, tomar divisas en préstamo puede hacerse de manera indefinida sin provocar perturbaciones adicionales. En ambos casos, pagando o tomando en préstamo, todas las divisas “salen” del Banco Central, y por ende sus efectos serían similares. En nuestro criterio las diferencias entre ambas operaciones son abismales:

- a) La primera de ellas genera desendeudamiento, la segunda no. Sólo transforma una deuda externa en una deuda interna. En el caso del pago al FMI el gobierno pasó de deudor del FMI a deudor del Banco Central. Aunque esto provocó cambios muy importantes en las relaciones con el FMI (desobliga cumplir con sus recomendaciones), en los informes oficiales, el total de deuda pública no se redujo sino que sólo modificó su carácter.
- b) Tomar las divisas en préstamo encubre una operación mucho más compleja.

Lo que allí sucede en realidad es:

- 1.- una situación inicial de reservas (+ activo) contra circulante (+ pasivo)
- 2.- Una primera etapa donde el BC otorga un adelanto en pesos al gobierno: aumento del circulante (+ pasivo) contra documento de deuda del gobierno (+ activo).



3.- En una segunda etapa (y simultánea con la primera) donde el gobierno utiliza esos pesos para comprar divisas en el Banco Central y proceder al pago de deuda. Allí se produce una esterilización del circulante adicional (- pasivo) y reducción de reservas (- activo). Su resultado: el mismo circulante que antes era soportado por un activo en divisas ahora lo es por un título del gobierno. El efecto final es el mismo de la operación aparente: un préstamo en divisas, donde existe el cambio de un activo por otro (- reservas; + deuda gobierno), pero de diferente nivel de calidad y el mantenimiento del nivel de circulante (= pasivo).

c) Frente a las calificadoras internacionales de crédito y a los agentes económicos internos el activo del balance del banco central se ha diluido y por ende existe el riesgo de potenciar expectativas negativas. La circulación monetaria (pasivo) no se ha modificado, y en el activo se ha reemplazado divisas disponibles ("contantes y sonantes") por un título del gobierno a largo plazo.

### 3. El flujo de reservas

Hemos visto la registración y administración de divisas. Ahora analizaremos sus movimientos o flujo.

El papel regulador del mercado de divisas puede cumplirse tanto con la obligatoriedad para los exportadores de vender sus divisas al Banco Central, como directamente sobre el mercado. En la actualidad las divisas que operan en el mercado pasan por el Banco Central, y sin embargo funciona un mercado de divisas, eso sí, de tipo "administrado".

Esto se logra mediante el criterio de un tratamiento diferencial para las divisas en stock y para el flujo anual. Y su frontera depende del precio que el gobierno se fije como objetivo. Si la flotación fuese verdaderamente genuina, esa frontera no existiría.

Al finalizar un ciclo (contable, anual, etc.) si las reservas ingresadas en el periodo no pueden ser vendidas en su totalidad al precio que es objetivo del gobierno, pasan a formar parte del stock. Ofrecerlas al mercado implicaría reducir el precio y por ende poner en riesgo el funcionamiento del modelo basado en un tipo de cambio (real y múltiple) relativamente alto.

Esto es importante para el mercado de divisas pues lo que pasa al stock de reservas ya no estará disponible en los periodos siguientes. Pasa a formar parte de un stock de "intervención" que el BCRA utilizará de manera discriminatoria. Son decisiones de intervención, a fin de sostener un precio adecuado de las divisas e impedir los ataques especulativos a la moneda. Y las operaciones que realice sólo serán conocidas a posteriori.

Por el contrario, si por razones especulativas, los agentes económicos optan por un ahorro individual en divisas, el mercado reclamará la totalidad de las divisas disponibles al precio del mercado "administrado". Estamos ante un caso de "fuga de divisas".

El BCRA debe poner a disposición el flujo total de divisas. Una eventual negativa a hacerlo provocaría la inmediata formación de un mercado paralelo a un tipo de cambio mayor con efectos muy negativos sobre las expectativas,

puediendo desatar incluso un proceso de alta inflación. Más aún. Si la demanda supera la oferta del flujo de divisas disponible, el BCRA se verá obligado a ofrecer al mercado parte de las reservas acumuladas al precio considerado meta, para evitar que la presión de la demanda eleve el tipo de cambio.

Con una mirada sólo administrativa al balance del BCRA, se identificaría una sola cuenta de divisas. Así, no puede advertirse que existe un manejo diferencial del stock y el flujo orientado a simular (en el sentido de creación virtual y no de falsear) el funcionamiento de un mercado de divisas para lograr un precio "administrado".

Esta visión sólo normativa del balance del BCRA provoca un espejismo acerca del movimiento de las reservas y produce interpretaciones erróneas respecto al flujo y papel de las reservas. Lleva a considerar que tomar reservas prestadas por el gobierno es un fenómeno normal y por ende puede ser continuo. Consideran que si el gobierno las compra en efectivo, o a través de una deuda, en ambos casos las reservas salen del Banco Central y producen el mismo efecto.

Sin embargo, el movimiento administrativo a través del Banco Central encubre una operación en el mercado de divisas. Tomar las reservas pagando con recursos genuinos implica en términos económicos una operación de mercado ya que las divisas, aunque "salen" del BCRA, son parte del flujo que se pone a disposición del mercado. En cambio hacerlo contra un título de deuda implica, de hecho, tomar reservas del stock.

Lo que sucede al completarse un ciclo es "harina de otro costal". El flujo puede haber sido insuficiente y el "sacrificio" de divisas del stock para volcarlas al mercado puede ser inferior o superior al monto de reservas prestadas al gobierno. También el resultado del periodo puede rehacer el stock de reservas. Todo depende, no de las decisiones del gobierno sino de los agentes económicos y sólo será conocida a posteriori.

### 4. El costo de la formación de reservas

Las reservas no representan un recurso genuino y además la formación de su stock tiene un alto costo. Los elementos que concurren a ello son:

a) La adquisición de reservas se realiza mediante la emisión de títulos de deuda sin vencimiento ni tasa de interés, es decir, moneda circulante. Esto provoca una falsa imagen, una supuesta ausencia de costos en su adquisición.

b) La necesidad de comprar para el stock las divisas excedentes a fin de cumplir sus funciones, en particular, evitar la reducción del tipo de cambio para sostener la viabilidad del modelo, implica una emisión monetaria. Dicha emisión puede generar, total o parcialmente, un excedente en la corriente financiera por sobre la corriente real que generaría presiones inflacionarias. De aquí surge la necesidad de realizar una absorción monetaria (esterilización) que puede tener dos vías: o bien por una mayor demanda relativa de liquidez por parte de los agentes económicos, quienes cargan con el costo a través del impuesto inflacionario o bien por operaciones de mercado abierto donde el Banco Central debe colocar títulos de corto plazo (Lebac, Nobac y pases) con tasas competitivas a las vigentes en el mercado financiero, es decir con alto



costo relativo para dicha institución.

Estas tasas son elevadas pues los tomadores de deuda tienen alternativas rentables en el mercado financiero. En condiciones de liquidez estable y/o en baja de los agentes económicos, el costo de absorción monetaria puede ser muy alto. En el balance del BCRA al 15 de Abril de 2010, dicha absorción representaba un 48,5 % de las divisas en stock del BCRA. Se están pagando intereses de mercado por cerca de la mitad de las divisas acumuladas.

c) En caso que el gobierno tome reservas en préstamo, esa operación no implica una esterilización monetaria. Por lo tanto, el costo por la absorción total o parcial de moneda local ya emitida cuando dichas reservas fueron adquiridas, no se interrumpe y continúa su efecto. Ya hemos visto que esa operación es equivalente a una operación de adelanto de pesos al gobierno, una compra normal de divisas con su respectiva absorción. Pero con una "nueva" emisión por el adelanto en pesos al gobierno para realizar esa compra de divisas.

d) El alto costo de oportunidad de esas reservas, ya que para cumplir sus objetivos debe mantenerse en situación de disponibilidad inmediata. Por esa razón, la remuneración de las divisas depositadas en bancos internacionales para mantener un estado de liquidez total, es extremadamente baja en relación a usos alternativos tales como pago de deuda, financiamiento de obras públicas y similares.

En síntesis, constituir reservas tiene un alto costo que se justifica por la sola función de evitar las maniobras especulativas en el mercado cambiario. Y representa una situación opuesta a la de países como Japón y China donde existe un altísimo nivel de ahorro de los agentes económicos que permite colocar deuda a tasas relativamente bajas.

## Las justificaciones del pago con reservas

Luego de analizar las funciones y el contexto de la formación y uso de las reservas en Argentina, podemos evaluar las justificaciones más usuales para el pago de la deuda con reservas. No deja de llamar la atención la ausencia de un criterio uniforme. Existe una diversidad de justificaciones por parte de los funcionarios: desendeudamiento, exceso de reservas, uso eficiente de los recursos, operación similar al pago al FMI, una fuente única de reservas, entre las más importantes.

### 1. Desendeudamiento

De acuerdo a nuestro análisis, tomar reservas sólo es posible mediante su pago con recursos genuinos, o bien, en base a deuda del gobierno con el BCRA. Sólo el primer caso implica reducir la deuda pública global. Pero estamos analizando el segundo de ellos y no existe duda alguna respecto a que se trata de un cambio de deuda externa por deuda interna. El desendeudamiento no existe.

Sin embargo, ambas formas de deuda no son iguales y crean efectos disímiles. Aunque transformar deuda externa en interna representa una mejora relativa en el perfil de la deuda, no alcanza a compensar el efecto simultáneo de licuación de los activos del Banco Central. Activos en moneda dura son

reemplazados con títulos del gobierno. Y la menor calificación del balance del BCRA tiene efectos negativos sobre la capacidad de crédito de Argentina a mediano y largo plazo y sobre las expectativas de los agentes económicos.

### 2. Reservas excedentes

Hemos visto la multiplicidad de objetivos de la acumulación de reservas en Argentina. Dentro de esos objetivos se encuentra el respaldo informal a la moneda (sólo es formal en convertibilidad) para evitar maniobras especulativas.

Con esta función adicional, aun cuando no estamos bajo un régimen de caja de conversión, resulta lógico realizar una estimación del nivel de reservas "indisponibles" y por diferencia obtener las "divisas de libre disponibilidad." Aunque sin exigencia legal, estaría "cubriendo" el flanco de eventuales expectativas negativas y cerrando el paso a las maniobras especulativas.

Aquí el problema no es conceptual sino de cómputo. Si estamos "cubriendo expectativas", no podemos medirla por vía de la base monetaria ( $BM = M0 = \text{Circulación monetaria} + \text{Depósitos bancos en BC}$ ) ya que representa la oferta monetaria. Deberíamos medirla por la demanda monetaria potencial, es decir, acudir a una medida de moneda en sentido amplio como  $M3$  ( $M3 = M0 + \text{Depósitos privados en moneda local}$ ).

En base a estos elementos nuestra crítica al criterio de "reservas excedentes" tiene dos aspectos. Por una parte, fijar el "excedente" por sólo una de las múltiples funciones de la acumulación de reservas puede conducir a fuertes errores de apreciación. Por la otra, aún cuando se acepte la hipótesis de que el criterio de respaldo monetario fuese el más importante, justamente por esa razón, la medición debería hacerse por vía de la demanda monetaria ( $M3$ ) y no por la oferta monetaria ( $M0$ ). Pero, en este caso, no sólo no habría reservas excedentes sino que surge la posibilidad de seguir acumulando.

Con la información del BCRA a febrero de 2010 (promedio del mes), tomando el criterio del gobierno de cubrir sólo la base monetaria, habría US\$ 17,0 miles de millones (m.m.) de reservas "excedentes". En cambio, con el criterio correcto de cubrir una eventual crisis de confianza de la moneda debemos estimar la demanda monetaria que potencialmente se transformaría en demanda de divisas. En ese caso, aún estarían faltando US\$ 24,2 m.m. al stock promedio de US\$ 48,0 m.m. existente en Febrero de este año.

Debe tenerse en cuenta que éste mismo problema fue crucial en la convertibilidad. Las autoridades de aquel periodo consideraron que las reservas debían igualar sólo la base monetaria ( $M0$ ) y no la moneda en sentido amplio ( $M3$ ). Terminó siendo el más grave error "genético" de la convertibilidad. No es casualidad que a partir del informe público de una consultora que advirtió a los agentes económicos que no todos los recursos monetarios estarían cubiertos por las reservas, se inició un proceso de fuga de divisas en gran escala que terminó por aniquilar aquel modelo económico.

Mostrar ambas estimaciones no significa realizar un debate sobre el tema. La profunda diferencia entre ambas alternativas es una forma gráfica de expresar que cualquier estimación del nivel de reservas mínimas, frente a

