

SUPLEMENTO

133

**RePro**  
REALIDAD PROFESIONAL

# INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

Debates alrededor de la  
**Carta Orgánica del BCRA**



*Ciencias Económicas*

CONSEJO | BUENOS AIRES



# Debates alrededor de la Carta Orgánica del BCRA

Hasta la década del '30 del siglo pasado, sólo Inglaterra contaba con un banco central con características similares a las actuales. La notoriedad del hecho radica en que se trata de una época donde, desde ese mismo país, se difundían al mundo y eran plenamente aceptados, los criterios de mínima intervención del Estado en la economía.

Aunque ya existían en los siglos XVI y XVII, fueron bancos estatales y privados con funciones sólo de banca de emisión. Pero no por casualidad, fue el Banco de Inglaterra, en un país con tradición de vanguardia en la evolución del pensamiento económico, el que instrumenta, ya en el siglo XIX (1824) el concepto actual de banco central como prestamista de última instancia. El objetivo fue la creación de un instrumento capaz de amortiguar los efectos de un eventual riesgo sistémico al que ya, en aquella época, consideraban inherente al sistema financiero. Alrededor de 1850, el Banco de Inglaterra ya completaba los criterios actuales de un banco central: controlaba el sistema bancario, realizaba operaciones de mercado abierto y manipulaba la tasa de interés a través de redescuentos.

Este tipo de banco central, con alta capacidad de intervención en la economía, se generaliza en el mundo recién partir de la crisis del '30 del siglo XX. Surge en esa coyuntura la convicción de la existencia de fenómenos macroeconómicos específicos, independientes del mundo de la microeconomía donde sólo existen empresarios y consumidores. Y la necesidad de intervenir en ellos a fin de atenuar las graves consecuencias económicas y sociales de la fase depresiva del ciclo económico. Es en este marco que la experiencia inglesa de banco central se extiende a nivel mundial.

Y no sólo la necesidad de intervenir. Aparecen en esa coyuntura nuevas necesidades e instrumentos sólo posibles de manejar bajo la experiencia inglesa de un banco central: separar la emisión monetaria del patrón oro, administrar las reservas y un control sistemático del sistema bancario. Y todo ello a través de una misma institución por tratarse de problemáticas profundamente interrelacionadas.

En Argentina el proceso fue similar al resto del mundo. Aunque de manera formal el BCRA recién nace en 1935, el Banco de la Nación Argentina suplió ese papel en el interregno desde la eclosión de la crisis en octubre de 1929.

Reemplazaron así a la Caja de Conversión existente desde 1890. Ésta se limitaba al canje de pesos y divisas manteniendo una relación fija de cotización y una relación cuantitativa entre reservas y emisión. Ahora el Banco Central podía intervenir en el colapso bancario, administrar las reservas y crear dinero sin que exista un depósito previo.

El BCRA nace como una institución perteneciente a capitales mixtos (privado y público). Su primer presidente fue Ernesto Bosch y su Gerente General nada menos que Raúl Prebisch quien resumió el papel que le correspondía a la institución en una sola frase: *“una política monetaria y financiera que responda a las auténticas conveniencias nacionales”*.

A partir de allí, en grandes rasgos, el BCRA mantuvo políticas bancarias, monetarias y cambiarias a tono con las condiciones globales de la economía y la política económica que, como sabemos fue muy pendular, a partir de los dramáticos cambios políticos e institucionales que caracterizaron la historia argentina.

Las modificaciones más significativas de las últimas décadas se produjeron a partir de 1992 (Ley 24.144) donde se adaptó la Carta Orgánica al esquema monetario y cambiario derivados de la Ley de Convertibilidad.

Tras la crisis de ese esquema, a fines del año 2001, se hizo necesario realizar modificaciones de emergencia para adaptarla a las nuevas condiciones (2002-03). La actual reforma (2012) se orienta a sistematizar y completar esos cambios.

En su discurso frente a la Asamblea Legislativa, el 01-03-2012, la Presidenta anuncia: *“También quiero comentarles que he enviado en el día de la fecha, bajo el mensaje número 291, un proyecto de ley referido a la modificación de la Carta Orgánica del Banco Central, Ley N° 24.144, y a la Ley de Convertibilidad, Ley N° 23.928”*.

Ese proyecto, con algunos cambios, se convirtió en la Ley 26.739.

## Los debates

La nueva ley de carta orgánica del BCRA es un cambio adaptativo a las nuevas condiciones y políticas económicas ya en pleno desarrollo. Su papel para motorizar nuevos cambios es muy limitado. Es que los criterios a los cuales esta ley hoy se adapta, hace muchos años vienen funcionando. Y aún sin esos cambios pudieron ser llevados adelante sin mayores inconvenientes.

Por eso, más interesante que analizar puntualmente los cambios, es evaluar los intensos debates a que dio lugar. Tomaremos los que consideramos más importantes: efecto inflacionario de la emisión monetaria, pago de deuda con reservas y orientación del crédito.

## Efecto inflacionario de la emisión monetaria

### Un debate en dos niveles

El debate se realiza en dos planos. Uno de ellos, dentro de una visión extrema donde chocan dos visiones. Una de ellas es la emisión monetaria como causa única de la inflación versus el criterio opuesto: la emisión nunca produce inflación. En el otro plano de debate predomina una visión más realista que gira alrededor de si la emisión debería o no convalidar la inflación.

En ese sentido, la Presidenta del BCRA realizó declaraciones con las que podemos ejemplificar ambos planos. Luego del debate legislativo, en sendos reportajes, Marcó del Pont afirmó: *“Es totalmente falso decir que la emisión genera inflación”*.



Solamente en Argentina se mantiene esa idea de que la expansión de la cantidad de dinero genera inflación. El pánico que se quiere transmitir alrededor de la capacidad de financiar al Estado es muy parecido al debate sobre el uso de reservas para pagar deuda. Es el mismo discurso. Descartamos que financiar al sector público sea inflacionario, porque según esa afirmación los aumentos de precio son por exceso de demanda, algo que no vemos en Argentina. **En nuestro país los medios de pago se adecuan al crecimiento de la demanda** y las tensiones de los precios están por el lado de la oferta y el sector externo.” (Página 12, 25-03-2012).

El mismo día, en otro reportaje, desarrolla el mismo concepto bajo otra forma: “También subyace **una explicación de la inflación, [del neoliberalismo] que tiene en cuenta únicamente a las variables monetarias y plantea una relación lineal entre el aumento de la cantidad de dinero y la suba de los precios**, cosa que ya nadie sostiene seriamente a nivel teórico o académico, ni siquiera en los sectores más conservadores u ortodoxos” [...].

“Somos muy rigurosos. **El Banco Central no va a hacer ninguna política de expansión de la cantidad de dinero que crea que es inconsistente con la demanda de dinero. Porque la tensión inflacionaria puede surgir de eso, de una política de creación de dinero que no sea acompañada de una demanda acorde. Eso es lo que hemos respetado y seguido muy de cerca en todos los programas monetarios y las políticas de expansión y esterilización de dinero, de intervención del mercado de cambios, de coordinación con el sector público, cuando les damos los adelantos, de ver en qué momento hacerlo y cuánto tiene que ser neutralizado con depósitos del sector público para compensar el efecto expansivo. Eso lo vamos a mantener.**” (Tiempo Argentino, 25-03-2012).

Los sectores que alimentan el debate extremo alrededor de este tema destacaron sólo la primera frase de la entrevista en Página 12. Más aún, ese diario titula el reportaje con ese párrafo y en días posteriores sus periodistas escriben artículos que giran sólo alrededor de esta frase e ignorando el resto del mismo y el contenido del otro reportaje.

Además, la noticia rebotó en el resto de diarios con ese título. Esto alentó a proseguir el debate entre quienes, por un lado, sostienen que cualquier emisión, en cualquier circunstancia, genera inflación y por el otro a quienes sostienen su versus, es decir, la emisión monetaria, bajo ninguna circunstancia genera inflación.

Nos preguntamos cuál es el interés de exacerbar este plano de la controversia que gira alrededor de un falso problema. Falso porque no representa el pensamiento de Marcó del Pont y falso porque ambas posiciones extremas son irrealistas.

Es correcta la primera afirmación de la titular del BCRA cuando niega de plano una relación directa entre ambas variables. Pero esto no significa que su versus (emisión no genera inflación) resulte correcta. Más aún, Marcó del Pont ratifica que existe un límite cuando en el mismo párrafo alude a la necesidad de adecuar los medios de pago a los niveles de actividad del circuito real. En el otro reportaje explica como, la esterilización monetaria, compensa el proceso de emisión.

Pero también estos artículos ejemplifican el otro plano de debate. Allí tenemos, por un lado la posición de Marcó del Pont que reivindica la necesidad de emisión para adecuar el circuito financiero al circuito real, es decir, mantener la relación M/PBI. Y esto implica emitir teniendo en cuenta tanto la inflación como el crecimiento.

Quienes en este mismo plano, refutan ese criterio, dicen: “están convalidando la

inflación”. Plantean, que en condiciones de inflación, debería emitirse nada más que para compensar el crecimiento de la economía. La inflación no debería ser compensada pues la autoalimenta.

Este criterio pretende utilizar las “riendas monetarias” para restringir la liquidez, provocar recesión y así detener el proceso inflacionario. El error, en este caso, resulta de ignorar el papel inflacionario de las deformaciones en el circuito real que no sólo no son eliminadas mediante este procedimiento sino que las acentúa.

### **Evolución de las variables monetarias**

¿En cuál de estos planos debemos debatir? Veamos lo que viene sucediendo en Argentina en los últimos años. De acuerdo a la estadística del cuadro anexo, luego de la crisis del año 2002 crecen las variables monetarias en relación al PBI. Esto significa que la variación lo es en términos reales ya que la relación deflacta el incremento aparente derivado del crecimiento y la inflación.

Pero crecen sin provocar perturbaciones, mientras estaba creciendo la demanda por liquidez (M1) que opera como factor de absorción. En esas condiciones puede crecer la oferta monetaria (M0;M2;M3) sin provocar tensiones.

La demanda por liquidez a valores reales (M1/PBI) casi se duplica entre los años 2001 y 2006 (ver cuadro). Cuando deja de crecer y hay un leve retroceso (años 2007-11) el resto de indicadores “M”, que representan la oferta monetaria, muestran un alto nivel de estabilidad e incluso un leve descenso desde el año 2007.

La estadística muestra que ha existido en el BCRA una política muy precisa en materia de medios de pago y su efecto ha sido contundente. Todas las mediciones de inflación (Indec o consultoras privadas) muestran alta estabilidad, cada una de ellas en su propio nivel. A diferencia con el pasado, la inflación no se ha espiralizado.

Pero ha existido y existe un alto nivel de emisión. ¿Por qué no crece la inflación tal como ha sido la experiencia histórica en Argentina? Porque la estadística demuestra que, hasta ahora, ha existido un ajustado control de las variables monetarias. Y cuando exceden ciertos límites, se acude a maniobras de esterilización monetaria.

Debemos tener en cuenta que la esterilización monetaria tiene varias formas posibles. Y una de ellas es el incremento en la liquidez de los agentes económicos (M1). Cuando esta capacidad se satura, debe hacerse por vía de políticas directas del BCRA. Las más usuales: la colocación de letras, operaciones de pase y el incremento de los encajes bancarios.

Entre los años 2002 y 2006 predominó el incremento de M1 (ver cuadro). Representa la demanda por liquidez de los agentes económicos que opera como un factor esterilizador, y su costo lo pagan los propios agentes a través del “impuesto inflacionario” que actúa sobre los componentes del M1: el promedio de tenencias líquidas en el “bolsillo” de la gente, la caja de las empresas y las cuentas corrientes que se deterioran por la inflación.

Significa que la liquidez, en términos reales (por encima de la inflación y el crecimiento) crece por la confianza y las perspectivas económicas. Y hace posible un bajo nivel de inflación que convierte el impuesto inflacionario en un costo aceptable para cubrir la necesidad de mantener un margen de liquidez. En ese periodo, la liquidez en términos reales casi se duplica.

Esto permitió que la esterilización monetaria vía colocación de pasivo remunerado (Lebac, Nobac y pases del BCRA) sólo fuese moderada. A fines del año 2006 llegó al 52,5% de la base monetaria.



Pero en el período 2007-11, comenzó a operar en los agentes económicos una resistencia a pagar el impuesto inflacionario. Es que el aumento del nivel de inflación en ese período, aún con el cómputo del Indec, no sólo detuvo el crecimiento de M1/PBI, sino que descendió de manera leve (Ver cuadro).

En esas condiciones, el BCRA debía pasar a una política de esterilización basado solamente en su accionar directo. Ya sea por vía del pasivo remunerado (letras-Lebac y Nobac- y pases), o bien mediante encajes por sobre el nivel técnico.

Sin embargo, en ese período se pudo mantener estables los indicadores monetarios y la esterilización tuvo una leve reducción en términos relativos. Veamos por qué.

Ambos períodos tuvieron caracteres diferenciales. En el período 2003-07 el BCRA, además de emitir para convalidar inflación y crecimiento, tuvo que comprar, también con emisión, las divisas excedentes. Es que debían evitar que presionen a la baja del tipo de cambio. Su promedio anual fue de US\$ 6.883 millones. En el período siguiente (2008-11), dicho promedio pasó a prácticamente a cero. El resultado es una pequeña cifra negativa (-US\$149 millones de promedio anual).

Este vuelco en la tendencia se debe a que en el segundo período, el excedente de divisas fue adquirido por el sector privado por motivos especulativos. Se dolarizaron las tenencias líquidas y produjo una fuga de divisas del sistema financiero, que alcanzó niveles récord.

De no haberse producido, el BCRA tendría que haberlas comprado, generando una deformación de su balance. Al comprar esas divisas con emisión monetaria obligaría a esterilizarla con pasivo remunerado, produciendo un alto déficit en su cuadro de resultados y una saturación de la capacidad de fondeo basado en la capacidad prestable del sistema bancario.

Debido al fenómeno “fuga de divisas”, el pasivo remunerado no sólo no creció sino que descendió levemente en términos relativos. La relación “Pasivo Remunerado” / Base Monetaria” que se encontraba en un nivel del 52,5%, al 31-12-06 descendió levemente, hasta un 48,7%, al 31-12-2011.

### **Las perspectivas futuras**

La fuga de divisas había “solucionado” el problema monetario de corto plazo, aunque creaba un serio problema a mediano y largo plazo: debilitar la capacidad de financiamiento genuino de las inversiones privadas futuras.

Pero actualmente, dadas las necesidades del balance de divisas, el gobierno instrumenta medidas para evitar esa fuga. Y el problema, que no se presentó entre los años 2008-11 puede plantearse en el futuro.

Si se recompone el superávit en cuenta corriente del balance de pagos mediante, por un lado, restricciones a las importaciones y “sugerencias” a las empresas respecto al giro de dividendos, y por el otro, se evita la fuga de divisas mediante la justificación impositiva previa a su compra, habrá en el mercado de divisas un excedente cuyo saldo neto deberá convertirse en reservas del BCRA a fin de evitar la caída en el tipo de cambio.

La emisión adicional a la realizada para compensar crecimiento e inflación, con la que se adquieren las divisas excedentes, ya no podrá compensarse con un aumento de liquidez debido a la persistencia (no espiralización), del fenómeno inflacionario. Deberá recurrirse al aumento de los pasivos remunerados, a través de las colocaciones de letras o bien el aumento de los encajes bancarios por encima de los niveles técnicos.

Y es lo que viene ocurriendo en el año 2012. La relación “Pasivo Remunerado /

Base Monetaria” ha comenzado a crecer y en menos de cuatro meses pasó desde un 48,7% al 31-12-11, al 71,5% el 23-04-2012.

La compensación de los flujos reales y financieros ya no podrá asentarse ni en un aumento de la liquidez (período 2003-07), ni en la fuga de divisas (2008-2011). Esta vez habrá que hacer una definida política de esterilización monetaria que necesita ser fondeada y con alto costo.

Y ese fondeo se realiza en el sistema bancario. El 84,5% (al 29-02-2012) de las letras y operaciones de pase, son tomadas por los bancos. Esto significa que si no aumentan los depósitos en términos reales no será posible ese financiamiento. Y sólo puede lograrse a partir del incremento de la tasa pasiva con impacto sobre la tasa activa y por ende un aumento en el costo financiero de las empresas que tendrá efectos sobre el circuito real.

Pero lo más grave de ese tipo de condiciones, es la posibilidad de saturar la capacidad de fondeo en los mercados financieros internos dejando inerte al BCRA frente a eventuales impactos de la crisis mundial.

La alternativa: incrementar el encaje de los bancos. Y aquí nos encontramos con una modificación novedosa del articulado de la Carta Orgánica. Se adoptan dos medidas concretas: obligar a los bancos a depositar en efectivo los encajes en el BCRA y eliminar la prohibición de encajes remunerados.

En el primer caso, aunque no eleva el porcentaje, sí lo hace en el monto efectivo. Es que el BCRA venía autorizando como encaje, la liquidez de la red de sucursales y cajeros automáticos. Con la nueva ley ya no podrá hacerlo. Por el segundo, podrá elevar los encajes por sobre el nivel técnico, remunerando esa porción adicional.

Todo incremento del encaje, sin un aumento de los depósitos en términos reales, tenderá a reducir la capacidad prestable de los bancos y elevar la tasa de interés, con consecuencias negativas en el circuito real de la economía. Pero existe ahora la posibilidad de encajes diferenciales para orientar el crédito.

Sin embargo, deberá competir con la función de esterilización monetaria. Sobre esto nos ocuparemos al tocar el debate sobre el crédito que surge de la reforma de la Carta Orgánica.

### **Los interrogantes de un debate de posiciones extremas**

Todas estas son dificultades, con algunas adaptaciones en la política económica, resultan superables. Nuestra preocupación reside en el interés de ciertos grupos (tanto entre opositores como entre oficialistas) de generar a través de los medios de comunicación, un debate sólo alrededor de posiciones extremas respecto a la relación entre emisión monetaria e inflación, que en el futuro puede traducirse en un cambio en la política del BCRA.

Afirmar una relación directa entre emisión e inflación es puramente dogmático. Quienes afirman su versus, (no existe ninguna relación entre ambas variables) sólo citan el caso de EEUU, ignorando que la esterilización de la gigantesca emisión estadounidense es realizada por el “resto del mundo” (privado y público), y a su costo, que absorbe como activos cualquier nivel de emisión. No tienen en cuenta la enorme liquidez internacional en dólares producida por las reservas estatales y privadas del resto del mundo. Y debido a esto es el único país en el mundo que puede hacerlo.

El tema, hasta ahora, ha sido manejado con prudencia por parte de las autoridades monetarias que pasaron por la conducción del BCRA. Trataron de evitar una descompensación pronunciada entre el circuito financiero y real. Y esto se evidencia



en la estadística monetaria. Debemos tener en cuenta que esa prudencia se mantuvo aún con orientaciones de muy distinto signo, tanto por ortodoxos como Prat-Gay y Redrado, como con heterodoxos como Marcó del Pont.

Si para esos economistas no hubiese relación alguna entre inflación y cantidad de dinero en el sistema, ¿por qué tanto cuidado en mantener estables las relaciones globales entre “M” y “PBI”?

Pero existen sectores interesados en crear un clima distinto a través de un debate entre posiciones extremas y falsas. Y tuvo su reflejo, no sólo en el debate periodístico, sino también en acontecimientos ocurridos en el debate legislativo. En particular alrededor del Artículo 20 de la Carta Orgánica. Ese artículo prevé los anticipos del BCRA a la Tesorería en base a indicadores.

Cuando Marcó del Pont expuso en Diputados, y frente a una pregunta concreta, ratificó que tal como estaba en el proyecto original del Poder Ejecutivo, no se modificaba el Art. 20. Apenas retirada de la reunión de comisión, la bancada oficialista anuncia un cambio de ese artículo que duplica los niveles de anticipos y así firma su dictamen.

Suponemos que este “operativo” generó una profunda molestia en la Presidente del BCRA que aún debía ir a defender su proyecto en el Senado. Y ese malestar se pone en evidencia cuando la propia bancada oficialista se ve obligada a modificar su dictamen en pleno debate en el recinto, en momentos previos a aprobarse la ley. El nuevo cambio en el Artículo 20 reduce las pretensiones del dictamen de manera notable ya que al incremento adicional, propuesto como mecanismo permanente, le fijan una corta validez temporal.

Otra señal de la disputa en el ámbito oficial alrededor de la relación “emisión/inflación” la encontramos en que Marcó del Pont, que ya ha completado el periodo de Martín Redrado, vuelve a estar “en comisión” y aún el Poder Ejecutivo no ha enviado los pliegos al Senado para su ratificación por un nuevo periodo.

Y un detalle adicional. Marcó del Pont, hace publicar oficialmente una sola de las entrevistas: la del diario Tiempo Argentino, donde no hay resquicio alguno para que oficialistas u opositores puedan interpretar su pensamiento de manera distorsionada. Y sin embargo, ambos, lo siguen haciendo. Deberíamos comenzar a preguntarnos el por qué.

## Pago de deuda con reservas

### Los orígenes de esa modalidad

Los pagos de la deuda con reservas comenzaron a inicios del año 2006. Hacia fines del año anterior, el gobierno había tomado la decisión de liquidar por adelantado la deuda con el FMI. En la misma época, procedieron de similar manera, todos los países deudores de esa institución ya que la categoría de deudor (no la de asociado) obligaban a seguir sus criterios en materia de política económica.

Por decreto 1599 del 15-12-2005 (luego ratificado por Ley 26.076) se autorizó el uso de las reservas en el caso de deuda con organismos internacionales. Además fijaba un límite para su utilización bajo el concepto de “reservas de libre disponibilidad”. Y lo definía como el nivel de reservas que superara la base monetaria traducida a dólares.

El articulado fue ubicado dentro de la ley de convertibilidad (Nº 23.928), reemplazando un grupo de artículos aún no eliminados (arts. 4, 5 y 6), pero que, de hecho, ya no regían desde la salida de ese régimen monetario en el año 2002.

Debe recordarse que aún hoy tienen vigencia dos tópicos de esa ley: el recono-

cimiento de las cláusulas en moneda extranjera en contratos entre residentes que modificó en su oportunidad el Código Civil, y la prohibición de indexar.

En esta nueva ley de reforma de la Carta Orgánica se vuelve a modificar los artículos 4 a 6 de la Ley de Convertibilidad. Aunque se mantiene el concepto “reservas de libre disponibilidad”, tanto el criterio para su medición como la fórmula de cálculo quedará a criterio del Directorio del BCRA. Además, amplía su utilización para la deuda externa oficial bilateral con otros gobiernos (“Club de París”).

Es un error adjudicar a esta nueva modificación de la ley de convertibilidad, el de terminar con los resabios de su concepción original. El concepto de reservas de libre disponibilidad como excedente de la base monetaria no sólo no está mencionado en el texto original, sino que es contradictorio con todo su contenido. La ley de convertibilidad no establecía la exigencia de una igualdad permanente entre reservas y base monetaria sino que definía su límite inferior (“*serán equivalentes a por lo menos el 100 % de la base monetaria*”). En términos matemáticos no es Reservas = BM sino Reservas > BM.

Justamente, una de las tantas fallas de su implementación radicó en que el nivel de reservas, se mantuvo, en todo el periodo de su vigencia, ligeramente por arriba de la base monetaria, mientras que otros países con igual sistema la superaban ampliamente. Tal es el caso de Hong Kong (antes y después de su transferencia a China), cuyas reservas cuadruplicaban la base monetaria.

Y lo más importante: la totalidad de las reservas cualquiera resulte su monto por encima de la base monetaria quedaban en garantía de ella: “*las reservas ... constituyen prenda común de la base monetaria*”. No existía, en convertibilidad, posibilidad alguna de generar “reservas de libre disponibilidad”. Cuando en la salida de la convertibilidad se derogó esa garantía, quedó borrado todo rastro del sistema de caja de conversión.

Se comete el error de decir que se acabó con los vestigios de la convertibilidad porque la relación de reservas con la base monetaria “recuerda” aquella ley. Pero es sólo un criterio para estimar las reservas mínimas y por ende, el excedente de libre disponibilidad. Se podría haber utilizado otros, tales como un porcentaje del nivel de deuda total, deuda a corto plazo, meses de importaciones, etc. Incluso podría haber sido una ley independiente sin relación con la Ley 23.928.

Suponemos que se utilizó ese criterio para definir el nivel mínimo de reservas y se incluyó en ese texto, a fin “tranquilizar” los ánimos de economistas pertenecientes a corrientes neoliberales, que en su momento habían avalado la ley de convertibilidad.

### Los problemas que han generado sus errores

Con el texto del año 2005 se cometieron dos tipos de errores. Uno de ellos de tipo técnico: la formulación es fallida porque, ya fuera de la convertibilidad, el nivel de reservas debe vincularse a la problemática del sector externo y no del flujo monetario.

Y de manera independiente al error técnico, un error estratégico que terminó convirtiéndose en una trampa. La porción de reservas de libre disponibilidad se agotó no sólo por su utilización (entre inicios del 2006 y fines del 2011 fueron alrededor de US\$ 25,6 miles de millones) sino también por el encarecimiento en dólares de la base monetaria que fue reduciendo el margen de libre disponibilidad.

El tipo de cambio y la base monetaria crecieron a una velocidad diferencial. En el periodo 2010-11, mientras la base monetaria crecía al 35 % acumulativo anual, el tipo de cambio lo hizo al 6,5 % acumulativo anual. Ya hacia fines del año 2011 el cálculo



de reservas de libre disponibilidad resultaba negativo y era imperioso modificarlo pues dejaba a las autoridades del BCRA en situación de ilegalidad.

### **Análisis crítico de la versión actual del pago con reservas**

El problema central no radica en el monto de libre disponibilidad sino en su complemento aritmético: el monto mínimo de reservas que garantice resistir una embestida de los especuladores internacionales. Y el accesorio es institucional. La nueva ley pasa de una formulación incorrecta, pero transparente, a la ausencia de una fórmula y de criterios para elaborarla. El BCRA podrá modificar cuantas veces crea necesario, tanto los parámetros como el criterio básico para su cálculo.

Y no transparentar criterios permanentes tendrá efectos negativos. Cuando, por adelantarse a un pico de crisis internacional o interna, se anuncie una variación en el nivel de reservas indisponibles, estará anticipando el punto de vista oficial. Esto actuará como disparador para que los operadores del mercado tomen posiciones defensivas que efectivizarán y/o adelantarán los efectos de la crisis.

Y el gobierno también lo sabe. Cuando anuncia la separación de las reservas para los pagos de deuda del año 2012 hacia fines del mes de abril, lo hacen sin previamente publicar el nuevo cálculo de divisas de libre disponibilidad a lo que se comprometió por la nueva carta orgánica.

Luego del pago con reservas al FMI a inicios de 2006, el uso de divisas tomadas en préstamo se discontinuó hasta inicios de 2010. En ese momento, la controversia acerca de los pagos con reservas, dio lugar a que Marcó del Pont reemplazara a Martín Redrado en la presidencia del BCRA.

Tuvimos oportunidad de decir en aquella ocasión que no existía, ni problemas legales ni económicos en utilizar las reservas, siempre que se tuviese en cuenta que estaba motivado por condiciones de emergencia. La necesidad de acudir a las reservas debería ser interpretada por las autoridades como una señal. Ésta indica, por un lado, condiciones de crisis, por el otro, la necesidad de elaborar una estrategia para no verse obligado a hacerlo en el futuro.

Sin embargo, lo que debió ser considerado una emergencia pasó a convertirse en una política virtuosa y por ende en una estrategia permanente. El objetivo: el desendeudamiento. Sus fundamentos: en cualquier alternativa las reservas siempre salen del BCRA y además pagar con reservas es de un costo mucho menor al de refinar esa deuda.

En primer lugar el objetivo. El término “desendeudamiento” resulta confuso para describir lo que representa. Los pagos con reservas no modifican la deuda pública total. Lo que sucede, y es un cambio importante, se reemplaza deuda externa por deuda interna.

El gobierno no puede tomar las reservas del BCRA como si se tratara de fondos del Tesoro Nacional. Sólo puede realizarse contra el pago con recursos genuinos o bien con un documento de deuda del gobierno.

En términos contables, si el gobierno compra con efectivo las reservas, reduce al mismo tiempo el activo (reservas) y el pasivo (circulante), manteniendo las condiciones de balance. En este caso reduce el pasivo remunerado con los recursos extras que aporta el gobierno.

En cambio, si el gobierno lo solicita en préstamo, se produce un cambio de activos: se reducen las reservas y se incrementa la deuda del gobierno. A su vez, en la planilla de deudas no se modifica el monto global sino que desaparece un ítem de deuda externa y de manera correlativa crece la deuda interna con el BCRA.

El lector pensará que esa deuda es sólo una formalidad y podríamos considerarla

prácticamente inexistente. Al vencimiento de ese documento se lo reemplaza por otro, con un vencimiento posterior y así sucesivamente.

Lamentablemente los analistas del exterior también piensan lo mismo. En su criterio, el activo del BCRA que se ha modificado (divisas disponibles trocaron en papeles del gobierno) ha sido licuado y aleja la posibilidad de crédito externo para el país a tasas normales, con influencia en la calificación al sector privado. Las condiciones por las cuales estamos pagando con reservas (no disponibilidad de crédito internacional), se han agravado.

Ahora los fundamentos de la política de desendeudamiento. El primero de ellos expresa: “Entonces, si no se recurre al endeudamiento externo, la deuda siempre se paga con reservas internacionales”. (Marcó del Pont, exposición ante el Senado, 20-03-2012).

La funcionaria nos dice que sin endeudamiento externo, el pago de deuda, bajo cualquiera de sus formas, siempre disminuye las reservas del BCRA.

Esto es cierto, pero el problema radica en los efectos diferenciales de las distintas formas de sacar esas divisas del BCRA. No es lo mismo que el Gobierno compre esas divisas en base a recursos genuinos (con superávit fiscal), que tomarlas en préstamo. Veamos esos efectos diferenciales.

Si las reservas son adquiridas por el gobierno (p.ej., para amortizar deuda externa) mediante la utilización de recursos genuinos, los efectos serán los siguientes:

- El BCRA utilizará dichos recursos para disminuir el pasivo remunerado.
- Lo anterior le permite rehacer su capacidad para fondear futuras maniobras de estímulo.
- Ya no debe pagar intereses por ese pasivo.
- Aumenta las utilidades que suplementan el financiamiento fiscal.

Pero si el BCRA en lugar de vender las reservas contra pesos al gobierno, las cede en préstamo, la situación es totalmente opuesta:

- No cuenta con fondos adicionales para disminuir el pasivo remunerado.
- El pasivo remunerado, en lugar de fondear divisas, ahora sostiene deuda gubernamental.
- Sigue pagando intereses por ese pasivo.
- Disminuye el resultado cuasi fiscal y por ende también reduce su eventual aporte al financiamiento fiscal.

Y la importancia de esta diferencia es mayor cuando el uso de las reservas para el pago de deuda se convierte en una estrategia permanente. El BCRA sigue pagando intereses por el pasivo remunerado que no puede descender.

El origen de ese pasivo fue la esterilización del dinero adicional emitido para la compra de divisas y por ende imputable (y a la vez justificado) a la tenencia de reservas. Debido al cambio de activos, ahora debe ser imputado al costo de fondear un préstamo al gobierno.

Y si este proceso continúa, se incrementa la necesidad de fondear el pasivo remunerado en el sistema financiero y tiende a saturarse su capacidad. El riesgo es muy alto.

El segundo fundamento para tomar reservas para el pago de la deuda es el menor costo del pago con reservas frente a la alternativa de tomar crédito internacional. En la entrevista citada a Marcó del Pont cuando justifica el pago con reservas como estrategia permanente, menciona la diferencia de costo entre tomar un crédito o pagar con reservas: “Las reservas rinden 0,2 por ciento y para tomar deuda reclaman una tasa de interés que no baja del 10 por ciento. No hace falta ser economista para saber qué le conviene



al país.” (Página 12, citado).

Este diferencial de tasas es real y se produce debido a las bajas tasas internacionales que se instrumentaron a partir del año 2008 por las condiciones de crisis que aún subsisten. Y los préstamos al gobierno con reservas detentan la misma tasa que el BCRA cobra por el depósito de sus reservas en bancos internacionales.

Pero este análisis elude considerar en ese costo los intereses que el BCRA antes pagaba para fondear las reservas y que ahora debe seguir pagando para fondear el préstamo al gobierno. Y que deberá seguir pagando en el futuro hasta que el gobierno no cumpla con su compromiso en base a recursos genuinos.

Ese costo oscila actualmente en alrededor del 14% y en el periodo octubre 2011 – febrero 2012 tuvo picos de hasta casi el 20% anual, debido a la elevación de la tasa pasiva en bancos, tenedores del grueso de esas letras del BCRA.

Un solo dato para evaluar su importancia: si en lugar de retirar divisas en préstamo, el gobierno hubiese comprado todas las divisas para la amortización de deuda con recursos genuinos, el pasivo remunerado del BCRA, hoy, sería inexistente, y por ende disponible en caso de necesidad de fondear eventuales medidas de estímulo. Formaría parte de la “coraza” del sistema económico frente a eventuales impactos externos.

Desde el punto de vista macroeconómico, están derivando un gasto fiscal hacia el cuadro de resultados del BCRA (gasto cuasifiscal) a fin de evitar el debate de ese costo en el terreno parlamentario.

Estos intereses vienen generando un déficit en la actividad principal del BCRA. Sin embargo su balance de resultados aparece con signo positivo ya que el resultado negativo parcial es absorbido por las diferencias de cotización. Y el BCRA, ya como práctica permanente, gira el grueso de esas utilidades al gobierno a fin de complementar los recursos fiscales.

Habría que preguntarse si los contadores en la actividad privada computan las diferencias de cambio como utilidades líquidas y realizadas. Y además si consienten en distribuir las. No por casualidad una de las modificaciones a la Carta Orgánica prevé que la institución dictará sus propias recomendaciones para el tratamiento contable.

En resumen, el problema no radica en el cambio de la Carta Orgánica sino en el criterio respecto al uso de las reservas. El pago de deuda externa con reservas debe ser un criterio sólo temporal y tomarse como advertencia de la necesidad de adecuar la política económica a fin de no seguirlo haciendo en el futuro.

En caso contrario, el país puede quedar con un nivel de reservas relativamente bajo y sin capacidad de fondeo interno frente un eventual ataque especulativo. No sólo más debilitado sino que esas condiciones funcionan como un “imán” para los especuladores y por ende, lo hace más propenso a esos ataques.

## Orientación del crédito

Hemos tenido oportunidad de ocuparnos desde estas páginas, de la problemática del crédito al sector privado en Argentina. No sólo su volumen global relativo es muy exíguo comparado con cualquier país latinoamericano sino que su orientación es muy deficiente ya que prácticamente no existe el crédito para inversiones a mediano plazo; para PyMEs; hipotecarios; y menos aún para regiones atrasadas.

El poco crédito disponible se orienta hacia el consumo en las grandes urbes. Son créditos de consumo y financiación de saldos de tarjetas de crédito con altísimas tasas de interés.

Cuando la Presidenta anunció el proyecto de reforma de la Carta Orgánica del

BCRA aludió al proyecto de un diputado que se encuentra a debate en la Cámara de Diputados. Se trata de una reforma a la ley de entidades financieras (LEF) propuesta por un diputado perteneciente a una bancada afín al gobierno. En esa oportunidad expresó: *“Sé que hay varios proyectos de reforma de la Ley de Entidades Financieras. Sinceramente esta presidenta –ustedes son los que legislan, no puedo darles instrucciones– considera que **no es necesario reformar la Ley de entidades Financieras**. Yo creo que lo que hay que reformar es la carta del Banco Central, que es la que regula y controla las entidades financieras.”*

Y el propio autor del proyecto, avaló esta posición explicando que la prioridad era la propuesta oficial ya que caminaba en la misma dirección.

Sin embargo no es así y ese proyecto de LEF apunta a manejar parte de la masa prestable de los bancos para que el BCRA pueda orientarla en función de las falencias actuales del crédito.

Y esto sólo sería posible a través de modificar la LEF que establece la relación regulatoria entre el BCRA y los bancos públicos y privados. En cambio la Carta Orgánica del BCRA establece los grandes lineamientos de su actuación ya que se trata de un organismo autónomo.

Incluso, la propuesta aludida es ineficiente para lograr ese objetivo. Previamente debería declarar la nacionalización de los depósitos bancarios, total o parcialmente. Pero esto no está ni en el proyecto señalado ni en la nueva Carta Orgánica del BCRA.

Así funcionó el sistema bancario en las tres oportunidades en que el Gral. Perón ocupó la presidencia del país. En esas circunstancias se nacionalizó el 100% de los depósitos y el Banco Central pudo orientar toda la masa prestable del sistema financiero.

También el articulado de la nueva Carta Orgánica prevé la orientación del crédito, pero sólo podrá hacerlo con los propios aportes del BCRA al crédito a través de redescuentos, subsidio de tasas y diferenciación de encajes. No podrá orientar, de manera directa, la masa prestable del sistema bancario originada en los depósitos del sector privado.

Pero orientar el crédito con sus propios recursos es lo que ha venido realizando el BCRA en los últimos años, aún con su anterior Carta Orgánica.

Es el caso de las licitaciones entre bancos de montos destinados a subsidiar las tasas de interés para crédito orientado a la PyME; del crédito Bicentenario para inversiones de mediano plazo y similares. Más aún, una modificación del año 2003 ya expresaba: *“Art. 18: El Banco Central de la República Argentina podrá: [...] g) Establecer políticas financieras orientadas a las pequeñas y medianas empresas y a las economías regionales, por medio de exigencias de reserva o encajes diferenciales;”*

Sin embargo a pesar de las intenciones y esfuerzos casi no fue posible mover los indicadores globales y sectoriales del crédito. Analicemos sus posibilidades futuras.

Entre las fuentes actuales de recursos del BCRA para realizar aportes adicionales al crédito, las principales son las reservas. Pero en este caso, sólo podrán, aparte de su destino natural (intercambios reales y financieros con el exterior), ser afectadas al pago de deuda.

Otra de las fuentes son las colocaciones de letras que, como hemos visto, ya han casi saturado el mercado financiero en sus actuales condiciones.

La única fuente relativamente nueva es el uso de los encajes diferenciales. A pesar de que estaba habilitado a hacerlo, fue difícil ponerlo en práctica ya que los encajes no podían ser remunerados y por ende sólo debían responder a criterios técnicos. Era arriesgado reducirlo y en la práctica no se podían elevar pues el esfuerzo de los bancos en términos de



reducir la capacidad prestable exigía una remuneración adicional que estaba prohibida.

Ahora, con el nuevo texto, será posible elevar y remunerar su nivel para luego “canjear” su reducción por crédito orientado. Y de hecho los encajes aún sin incremento porcentual, han sido aumentados. La nueva redacción obliga a los bancos a constituir esos encajes en efectivo depositado en el Banco Central, cuando hasta ahora las tenencias líquidas de la red de sucursales sumaban para ese encaje.

Aunque el sistema puede ser eficaz tiene limitaciones:

- Los incrementos totales posibles tenderán a ser menores a las estimaciones técnicas pues habrá un desplazamiento de la demanda de créditos “normales” hacia este nuevo tipo de crédito subsidiado. No sólo está limitada la oferta de crédito. La demanda está limitada a una franja de empresas cuyo nivel de excedente económico y posición en el mercado hace posible cubrir el alto costo relativo del dinero.
- El BCRA sólo induce a utilizar el beneficio de reducir el nivel de encaje, pero la decisión de usarlo es del propio banco. El interrogante es: ¿será suficiente la ventaja otorgada para fondar créditos que hasta ahora no quisieron otorgar porque otros tipos de créditos detentan tasas muy superiores?
- La oferta de crédito adicional por el manejo de los encajes entra en contradicción con la necesidad de mayores niveles de encaje para esterilizar dinero por vías diferentes a la colocación de letras que está casi saturada.

Con estos elementos, la capacidad de fondeo del BCRA en base a redescuentos, subsidios de tasas y encajes sigue siendo limitada. Los incrementos posibles del crédito por todas estas vías no modificarán de manera sustancial sus actuales falencias.

## Algunas conclusiones

Mediante los cambios aprobados en la Carta Orgánica, el BCRA formaliza los instrumentos que en líneas generales se venían utilizando, es decir, se ha producido un cambio adaptativo a la política económica actual.

La posibilidad de generar nuevos cambios, tal como hemos visto está muy limitada ya que no modifica las condiciones en que se viene desarrollando la economía en las temáticas que se manejan desde el BCRA: moneda, reservas, crédito, etc.

Desde el punto de vista operativo, el cambio más significativo resulta de la ampliación de las posibilidades de utilizar las reservas para el pago de la deuda. La propia Presidenta del BCRA así lo considera cuando planteó, en ambas exposiciones ante el Congreso y ratificó en las entrevistas periódicas, una dramática alternativa al uso de las reservas:

*“La deuda la pagamos con endeudamiento o con reservas. Esta segunda opción se puede realizar de dos maneras: transfiriendo dólares a cambio de una letra al Tesoro, como hicimos los últimos dos años, o con excedente fiscal. Para lograr el excedente fiscal necesario para pagar todos los servicios de la deuda habría que hacer un ajuste brutal, bajando obra pública, subsidios, asignaciones sociales y políticas de ingreso.”* (Página 12–citado).

La economía argentina ha llegado a un punto tal donde ya no hay opciones. Queda un único instrumento posible (utilizar las reservas) ya que su alternativa es un ajuste “brutal”. Esto ratifica el nivel de emergencia que supone la ausencia de crédito, internacional e interno. Aquí cabría un debate acerca de si esta ausencia se debe, o bien a que ese crédito no está disponible en los mercados financieros, o bien porque el país no califica para su otorgamiento, o bien porque Argentina no lo toma por su alto nivel de tasas. Esta última alternativa abre a su vez otro abanico de interrogantes acerca de si el nivel es alto por la situación del mercado

internacional o bien está influyendo la tasa riesgo-país de Argentina.

Uno de los efectos concretos de la política de utilizar reservas es convertir el debate alrededor de cual de estas causas está influyendo, en una mera especulación. Si Argentina formalizara la solicitud de crédito en el mercado privado internacional habría una respuesta concreta a estos interrogantes que definiría sin equívocos la relación de Argentina con el mundo financiero. Pero lo concreto es que ese crédito no está disponible y en su reemplazo se utilizan las reservas.

Utilizar las reservas para el pago de la deuda, aunque resulte legítimo hacerlo en condiciones de una emergencia, nunca podrá ser una política virtuosa a mantener de manera sistemática en el mediano y largo plazo. Está faltando una política económica que haga posible no utilizar las reservas tomadas en préstamo a fin de que su nivel, lo más alto posible mientras su costo resulte soportable, resulte disuasivo de eventuales ataques especulativos.

## Cuadro anexo

EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MONETARIAS (en % del PBI)

Periodo	M0	M1	M2	M3	M3 total
1998	4,98	7,51	12,21	28,24	29,01
1999	5,11	7,60	12,71	31,45	32,23
2000	4,89	7,40	12,45	32,39	33,33
2001	4,83	6,61	11,80	31,42	32,32
2002	7,01	8,08	12,04	25,34	25,44
2003	9,89	9,96	13,35	26,74	26,81
2004	10,65	12,31	17,72	29,57	29,64
2005	9,90	12,73	18,22	30,08	30,18
2006	9,95	12,95	18,20	30,03	30,20
2007	10,34	12,87	17,77	30,07	30,27
2008	9,69	11,81	16,43	28,12	28,30
2009	9,15	12,04	17,16	28,01	28,11
2010	9,16	11,86	17,52	28,50	28,57
2011	9,82	12,30	17,72	29,59	29,67

Fuente: BCRA

### Definiciones

**M0:** Circulación Monetaria + Depósitos de Bancos en BCRA (Base Monetaria)

**M1:** Billetes y monedas fuera del sistema financiero + Depósitos en Cta. Cte. (privados y públicos - incluye en divisas -)

**M2:** M1 + Depósitos en Caja de Ahorros (privados y públicos - incluye en divisas -)

**M3:** M2 + Depósitos a Plazo Fijo y otros similares (privados y públicos - incluye en divisas -)

**M3 total:** M3 + Depósitos de residentes en el exterior de todo tipo (en moneda nacional y divisas)

Consulte Informes de Coyuntura anteriores  
en la sección Biblioteca Virtual

[WWW.CPBA.COM.AR](http://WWW.CPBA.COM.AR)

