

## Informe Especial: *Sobre la creación del “Fondo del Bicentenario...” o cómo el BCRA vuelve a convertirse en el principal financista del Tesoro*

### Introducción

Uno de los vicios -acaso el principal- en la gestión de la economía argentina durante buena parte del siglo XX fue el financiamiento al fisco por parte del BCRA; en términos más llanos, la emisión monetaria como recurso para cubrir los baches en las cuentas públicas. Esta práctica tan habitual en los '70 y los '80 instaló a la inflación como un problema endémico, nos condenó a un par de hiperinflaciones y nos llevó a la virtual incapacidad de contar con una moneda propia.

Durante unos quince años (desde la instauración de la Convertibilidad hasta 2005), el BCRA había dejado de lado esa conducta funesta. Pero la cancelación de la deuda con el FMI con reservas supuso una primera reaparición puntual (y, de alguna manera, justificable) de esa práctica. En los últimos años, sin embargo, la asistencia financiera del Central al fisco se ha ido extendiendo bajo diversas manifestaciones. Al fin, la recientemente anunciada conformación del “Fondo del Bicentenario para el Desendeudamiento y la Estabilidad” supuso la restauración con inusitada fuerza institucional de esta práctica funesta.

En lo sucesivo, procuraremos revisar la historia de los diversos regímenes monetarios y de la relación del BCRA con el Tesoro en los últimos años para intentar entender cómo llegamos nuevamente a esta situación.

### Antecedentes históricos

#### **La Convertibilidad**

Corría 1991, y el país se debatía con el flagelo de la hiperinflación. Domingo Cavallo entendió que en tales circunstancias era imposible recuperar de manera autónoma la confianza en la moneda local y perfeñó una solución radical y novedosa. Para vencer al público de que volviera a demandar Pesos, dispuso que la totalidad del circulante estuviera respaldada por divisas. Se sancionó entonces la Ley 23.928, que con el tiempo se conocería como Ley de Convertibilidad.

Argentina se convirtió así en una *rara avis* entre las economías modernas, pues se apartaba del concepto de dinero fiduciario dominante en el mundo (la moneda vale porque el público confía en que las autoridades llevarán adelante políticas económicas prudentes para evitar su depreciación), y se retornaba al perimido concepto de dinero convertible (la moneda vale porque tiene un activo subyacente que la respalda).

Pero la convertibilidad del Peso (en rigor, por entonces del Austral) no bastaría para recuperar la estabilidad de precios. Otro requisito imprescindible para la consecución de ese objetivo era cortar con el financiamiento del BCRA al fisco; práctica que había derivado recurrentemente en expansiones monetarias desestabilizadoras. Por eso, en paralelo a la sanción de la Ley de Convertibilidad, Domingo Cavallo impulsó un cambio en la Carta Orgánica del BCRA, reforzando su autarquía y estableciendo límites acotados a la posibilidad de que el BCRA transfiriera fondos al Tesoro. Puntualmente, en la Carta sancionada en 1992 se estipulaba:

Artículo 20: El BCRA sólo podrá financiar al gobierno nacional a través de la compra, a precios de mercado, de títulos negociables emitidos por la Tesorería General de la Nación. El crecimiento de las tenencias de títulos públicos del banco, a valor nominal, no podrá ser superior al 10 % por año calendario, ni superar el límite máximo dispuesto en el artículo 33.

Se presumía (erróneamente) que esta limitación bastaría para asegurar un escenario de estabilidad macroeconómica. Sin embargo, la persistencia de los desequilibrios fiscales y externos terminó generando el colapso del 2001. Esta vez, el germen de la crisis no fue la emisión monetaria espuria, sino el excesivo endeudamiento.

#### **El éxito de la etapa inicial post-Convertibilidad**

El 6 de enero de 2002 se promulgó la ley 25.561 que puso punto final formalmente a la Convertibilidad. Cabe recordar que la Ley n°23.928 no se derogó, sino que solo se anularon algunos artículos; el más importante, el que fijaba la paridad un peso = un dólar.

El fin del “1 a 1” entrañaba además un cambio conceptual que no siempre resultó bien comprendido: se abandonaba el concepto de dinero convertible y se retornaba a la idea de dinero fiduciario; es decir, el Peso debía valer por sí mismo para ser confiable. El respaldo en divisas a la base monetaria pasaba a ser apenas un elemento (y no necesariamente el más importante) del menú de acciones que debían encarar las autoridades para asegurar que el Peso no perdiera valor (es decir, que no hubiera inflación). Atento a esta nueva concepción, el Artículo 4 de la Ley 23928 pasaba del original de 1991:

ARTICULO. 4.- En todo momento, las reservas de libre disponibilidad del BCRA en oro y divisas extranjeras, serán equivalentes a por lo menos el 100% de la base monetaria.

a la nueva formulación:

ARTICULO 4.- En todo momento, las reservas del BCRA en oro y divisas extranjeras serán afectadas al respaldo de la base monetaria.

Todos los activos del Banco, sin límite, debían comprometerse a la tarea de preservar la confianza en el Peso.

A la luz del largo prontuario de fracasos monetarios, la empresa de devolverle la credibilidad a un Peso “fiduciario” era un desafío enorme y muchos (la mayoría) apostaron a su fracaso. Sin embargo, el esquema salió a flote: la hiperinflación que muchos colegas presagiaban no se produjo y, por el contrario, en 2004, a dos años de la mega-devaluación, el país había recuperado la estabilidad de precios. Para la consecución de ese logro fue crucial la prudencia del manejo económico (y en particular, monetario) en aquellas fases tempranas post-devaluación. Primero Mario Blejer y luego Alfonso Prat-Gay tenían bien en claro que debían conducir el BCRA con mucha prolijidad y austeridad para preservar la salud del Peso.

Mucho tuvo que ver además en este éxito que se preservase uno de los legados más rescatables de los '90: la independencia del BCRA respecto al Tesoro. De hecho, tras la salida de la Convertibilidad y con muy buen tino, las autoridades habían reforzado la prohibición al BCRA de financiar al fisco. La Carta

Orgánica del BCRA sancionada en octubre de 2002 expresaba taxativamente:

ARTICULO 19: Queda prohibido al BCRA conceder préstamos al gobierno nacional, a los bancos, provincias y municipalidades, excepto lo prescripto en el artículo 20; ...

ARTICULO 20: El Banco podrá hacer adelantos transitorios al Gobierno Nacional hasta una cantidad equivalente al 12% de la base monetaria .... Podrá, además, otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el 10% de los recursos en efectivo que el Gobierno Nacional haya obtenido en los últimos doce meses.

Vale decir, se dejaba en claro que el BCRA podría financiar al fisco sólo de manera transitoria y con límites muy acotados.

### Kirchner pierde disciplina (o el principio del fin)

En aquellos primeros años post-Convertibilidad quedó demostrado entonces que no había nada intrínseco a los argentinos que nos impidiera tener una moneda sana. Sin embargo, tras la salida de Prat-Gay y Lavagna, la prudencia que se exigía en las políticas económicas para preservar el valor de la moneda se fue resintiendo progresivamente. Tanto la política monetaria como la fiscal se fueron tornando excesivamente expansivas y, a la sazón, incompatibles con el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Además, en 2005, se registró un cambio clave que abrió la puerta al regreso del financiamiento del BCRA al Tesoro. En diciembre de ese año, el gobierno decidió liberarse del monitoreo del FMI, para lo cual ordenó cancelar la deuda con el organismo con reservas del BCRA. Más allá de las motivaciones políticas, la jugada tenía una justificación atendible: la deuda con el FMI estaba en cabeza del BCRA. De todos modos, la decisión no dejó de ser un rapto de Kirchner y como tal, la supuesta independencia de la autoridad monetaria quedó claramente vulnerada.

La implementación de aquella medida trajo aparejado además un cambio normativo sutil pero muy trascendente. Concretamente, las autoridades dieron un nuevo significado (por demás caprichoso) al concepto "reservas de libre disponibilidad". En la ley de Convertibilidad original se denominaba de esa manera a la totalidad de las reservas del BCRA; con el decreto n°1599 de 2005, el concepto pasaba a representar apenas una porción de las reservas. En efecto, tras las modificaciones impuestas por el decreto 1599, la Ley de Convertibilidad 23.928 se re-expresó de la siguiente manera:

ARTICULO 4° — Las reservas del BCRA en oro y divisas extranjeras serán afectadas a respaldar hasta el 100% de la base monetaria....

ARTICULO 5° — ... Las reservas que excedan del porcentaje establecido en el artículo 4°, se denominarán reservas de libre disponibilidad.

A partir de esta peculiar partición de las reservas, el gobierno abrió la puerta al pago al FMI con una porción de los fondos acumulados en las arcas del BCRA.

ARTICULO 6° —....Las reservas de libre disponibilidad podrán aplicarse al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales.

### El Fondo del Bicentenario, o el regreso a los '80...

Probablemente el principal rasgo distintivo que unifica a las dos gestiones económicas Kirchner sea la tendencia monótonamente alcista del gasto público. Si al inicio de la primera

gestión Kirchner (2T03), el gasto primario federal representaba 17,2% del PBI del 2T03, al último dato disponible (3T09) las erogaciones ya representaban 26,9% del PBI; un aumento de casi 10 puntos del producto. La recesión y el desplome del comercio exterior pusieron el año pasado freno a los ingresos tributarios. En consecuencia, las cuentas públicas ingresaron en este 2009 y por primera vez en la etapa kirchnerista en terreno deficitario.



En este nuevo contexto, las autoridades se abocaron a buscar alternativas para financiar el déficit fiscal y los vencimientos programados de deuda pública. Desde mediados del año pasado, el Ministro Boudou se propuso devolver al fisco la posibilidad de recurrir a los mercados voluntarios de deuda. Si bien se han logrado progresos sustantivos en pos de ese objetivo (con el aporte inestimable de un contexto internacional muy favorable que deprimió los rendimientos de nuestros títulos públicos), lo cierto es que el acceso a los mercados todavía está vedado. Por su parte, el stock de ahorros provisionales que capturó la ANSES tras la toma por asalto de las AFJP sacó de apuros al fisco en más de una ocasión, pero su capacidad para ampliar el financiamiento no es infinita.

Como evidentemente no está en los planes del gobierno una moderación del gasto, llegamos así al último eslabón en esta saga: el Decreto n°2010 del año en curso dispuso una ampliación sideral de la capacidad de financiamiento del BCRA al fisco, por medio de la conformación del "Fondo del Bicentenario para el Desendeudamiento y la Estabilidad". El gobierno desempolvó el concepto de "reservas de libre disponibilidad" que había creado hace cuatro años y tomó US\$6.569 millones de las arcas del BCRA para cancelar deuda pública.

A tal efecto, se dispuso la siguiente modificación de la Carta Orgánica del BCRA:

ARTICULO 6° — Las reservas de libre disponibilidad podrán aplicarse al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales y al pago de servicios de la deuda pública del Estado Nacional.

En contraprestación al pase de las reservas, el Tesoro entrega al BCRA una letra intransferible a 10 años que devengará una tasa de interés no superior a la Libor. El decreto aclara además en su Artículo 3:

Esta letra no se encuentra comprendida en la prohibición establecida en el artículo 19 inciso a) y en lo dispuesto en el artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA.

En síntesis, mediante un simple Decreto de Necesidad y Urgencia, los Kirchner modificaron la Carta Orgánica del BCRA para exceptuar a esta operación (y a las muchas otras que podrían venir) de las saludables restricciones que se habían impuesto al financiamiento del BCRA al fisco; un cambio institucional de una enorme gravedad que, creemos, despertó muchos menos reparos que los que merecía.

### **“Reservas de libre disponibilidad”, un concepto peligroso**

A nuestro entender, la llave que abrió la puerta a la tropelía institucional que acaban de perpetrar los Kirchner fue la incorporación subrepticia en 2005 a la Carta Orgánica del BCRA del concepto de “Reservas de libre disponibilidad”, que según su particular definición, son las reservas del BCRA en exceso a aquellas que permiten cubrir el 100% de la base monetaria.

Este noción de “Reservas de libre disponibilidad” se convirtió en una institución realmente peligrosa, porque –en la concepción de los Kirchner- está íntimamente asociada a un par de premisas decididamente falsas; a saber:

#### **1) que el mantenimiento de un nivel de reservas igual o superior a la base monetaria es condición suficiente para sostener una política monetaria saludable**

Durante la vigencia de la Convertibilidad, la noción de una política monetaria saludable estaba asociada al mantenimiento de la completa cobertura de los pasivos monetarios con reservas. Aquella idea tenía razón de ser: en tanto moneda convertible, el Peso no valía por sí mismo, sino porque contaba con el respaldo explícito de un dólar. En última instancia, lo que esa cobertura implicaba era que, a la paridad fija “uno a uno” el BCRA podía eventualmente rescatar la totalidad de los pasivos monetarios con sus dólares.

Pero cuando salimos del régimen de dinero convertible y regresamos a un régimen de dinero fiduciario, la idea de que la salud monetaria está vinculada al grado de cobertura con reservas de los pasivos monetarios queda completamente relativizada. Los Kirchner (y también algunos colegas) parecen creer que para mantener una situación monetaria saludable basta con que las reservas cubran el 100% de la base (circulante + depósitos de los bancos en el BCRA). En las actuales circunstancias, sin embargo, una política monetaria sana, trasciende en mucho al grado en que los pasivos del BCRA estén cubiertos con reservas. La política monetaria sana, en rigor, sería aquella que permita al Peso conservar su valor; en otros términos, aquella que mediante el manejo de los agregados monetarios, la tasa de interés y el tipo de cambio evite que haya inflación. Con la Argentina soportando desde hace más de cuatro años una inflación anual de dos dígitos (y en particular, luego de haber sufrido la fuerte presión deflacionaria de una recesión severa) tenemos una pauta cabal de que la actual situación monetaria dista mucho de ser saludable.

Cabe aclarar que la inflación persistentemente elevada (o lo que es lo mismo, la pérdida constante de valor del Peso) está ocurriendo a pesar de que las reservas hoy representan US\$ 47.000 millones (\$179.000 millones al cambio actual) y la base monetaria totaliza \$111.000 millones, con lo que el ratio de cobertura trepa al 162%; uno de los más elevados desde la salida de la Convertibilidad.

### **Balance BCRA (en \$ miles de millones)**

	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Nov-09
<b>ACTIVOS</b>	<b>171</b>	<b>170</b>	<b>226</b>	<b>267</b>	<b>309</b>
Reservas	85	98	145	160	179
Títulos Públicos	9	36	36	43	53
Adelantos al Tesoro	16	18	21	27	35
Redescuentos	13	6	3	3	1
Otros	48	12	21	35	41
<b>PASIVOS</b>	<b>150</b>	<b>147</b>	<b>196</b>	<b>237</b>	<b>258</b>
Base Monetaria	55	80	99	109	111
Lebacs & Nobacs	35	42	57	53	58
Duda con O.M	33	4	10	11	12
Otros Pasivos	27	20	30	63	77
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>51</b>
<b>Res. “de Libre Disponibilidad”</b>	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>46</b>	<b>51</b>	<b>68</b>
<b>Reservas / Base Monetaria</b>	<b>155%</b>	<b>123%</b>	<b>147%</b>	<b>146%</b>	<b>162%</b>

Veamos un ejemplo adicional para terminar de comprender la irrelevancia en la actualidad del marco conceptual que utilizá-bamos durante la Convertibilidad para evaluar la situación monetaria. Supongamos que el gobierno decidiera devaluar un 100% (llevar el dólar de \$3,82 a \$7,64). Sin otros cambios, el ratio de cobertura de reservas a base monetaria también se duplicaría y las Reservas de libre disponibilidad aumentarían sustancialmente: ¿Significaría esto que el panorama monetario ha mejorado de manera sensible? ¿Podría el gobierno capturar el incremento de las reservas de libre disponibilidad sin temer un deterioro ulterior de la salud del Peso?

Lo que está claro es que el reemplazo de una porción de las reservas por la Letra intransferible que le dará el Tesoro en contraprestación causará una degradación sustancial en la calidad de los activos del BCRA, haciendo un flaco favor a la recuperación de la confianza en el Peso fiduciario. A la larga, esto derivará en menor apetito por pesos y mayor inflación.

En suma, poner el foco en el ratio de cobertura con reservas de los pasivos monetarios y, peor aún, en este raro concepto de “reservas de libre disponibilidad” conduce a diagnósticos y conclusiones muy equivocadas. Daría la sensación de que los Kirchner han creado estas reglas para convencerse de que están “haciendo los deberes” en materia monetaria; cuando en realidad, el BCRA está desatendiendo de manera flagrante su misión primaria y fundamental: la preservación del valor del Peso, el combate a la inflación.

#### **2) que el gobierno puede disponer con total voluntad de tales “reservas de libre disponibilidad”**

La creación del concepto de “Reservas de libre disponibilidad” hubiese sido prácticamente inocua, si esa porción de las reservas se mantuviese en el activo del BCRA, al margen de interferencias políticas. Pero la idea sólo adquiere sentido para los Kirchner en tanto puedan contar con esas reservas como fuente de financiamiento para el Tesoro.

Lo curioso es que, en la concepción de los Kirchner, el término “reservas de libre disponibilidad” parece significar que el Poder Ejecutivo puede utilizar tales reservas para lo que les plazca. Sin embargo, por si hasta aquí no ha quedado claro, destacamos una vez más que las reservas son propiedad del BCRA, no del Tesoro (menos de los Kirchner). EL BCRA es una entidad autárquica. Que el gobierno disponga de esos fondos con total libertad es un escándalo institucional que nos devuelve a la década de los '80, cuando el Central era el principal financista del Tesoro.

La aclaración agregada en el Artículo 6 de la Carta Orgánica (que tales reservas sólo podrán aplicarse al pago de los servicios de la deuda pública) es prácticamente irrelevante. El dinero es fungible. El Fondo del Bicentenario liberará recursos (aquellos que tenían que comprometer para el servicio de la deuda) para que los Kirchner puedan mantener la tendencia alcista del gasto primario.

### **Reflexiones finales**

A juzgar por la respuesta inicial de los títulos públicos al anuncio del "Fondo del Bicentenario...", la evaluación del mercado de la decisión habría sido favorable. Nos cuesta mucho entenderlo, pues una evaluación positiva de la constitución de este Fondo solo es posible desde una aguda miopía. Los únicos rasgos rescatables que se le pueden encontrar a esta decisión son la ratificación de la vocación de pago de las deudas por parte de los Kirchner y la garantía de la disponibilidad de recursos para concretar esa intención en 2010.

Pero extendiendo la perspectiva más allá del corto plazo, la decisión se convierte en un retroceso institucional de enorme gravedad. Los Kirchner siguen cruzando umbrales en la degradación de su política económica. A través de esta innovación, el desbalance fiscal se irá convirtiendo cada vez con más fuerza en fuente de desequilibrios monetarios. Es la puerta de entrada al regreso a los '80...

Tampoco estamos pensando que esta decisión conducirá en lo inmediato a un desborde inflacionario o a una escalada furiosa del tipo de cambio. Pero sí permite anticipar un deterioro progresivo y constante de la salud fiscal y monetaria durante los próximos dos años.

Algunos meses atrás, emitíamos un informe en el que intentábamos evaluar las fortalezas y debilidades de la economía argentina de cara al 2011. En aquel reporte, considerábamos al actual panorama fiscal (deuda pública baja y barata, déficit acotado) como uno de los activos de la economía argentina que, confiábamos, podría preservarse en los próximos dos años. La reciente institucionalización de la posibilidad de que el BCRA financie profusamente al fisco (tal como lo hiciera en décadas pasadas hasta construir nuestro penoso prontuario inflacionario) nos empuja a revisar ese pronóstico. La herencia económica que legarán los Kirchner a sus sucesores seguramente será mucho más pesada que lo que imaginábamos.