



La garantía del pago de deuda con reservas del Banco Central: una aritmética desagradable

Por Segundo Campos
Diciembre de 2009

No fueron, en verdad, muchas las virtudes de las políticas implementadas durante la década del noventa y una de las áreas que menos se destaca, sin dudas, es la del régimen macroeconómico vigente durante el período. La experiencia de apertura comercial y financiera con tipo de cambio fijo y moneda convertible fue bochornosa y culminó en un episodio de crisis trillizas (fiscal, bancaria y de balanza de pagos) de dramáticas proporciones. Pese a los elevados costos económicos y sociales que se pagaron por esa insensata aventura, hubo unos pocos legados que pueden rescatarse de aquella traumática experiencia.

En el plano de la administración macroeconómica, el único rescatable, tal vez, es la decisión de separar- más por defecto que por virtud- la hoja de balance de la Tesorería de la del Banco Central. En efecto, a inicios de la década del noventa, luego de dos episodios hiperinflacionarios, Argentina había perdido la posibilidad de practicar una política monetaria independiente. Aunque sería una caricatura pensar que los gobiernos de las décadas previas eligieron en forma deliberada extraer recursos de la emisión de dinero –el señoreaje es siempre una fuente de emergencia “residual” de ingresos fiscales- lo cierto es que el abuso forzado de esta forma de financiamiento del fisco terminó comprimiendo a un mínimo la demanda de saldos reales domésticos por parte del público. Por otra parte, durante esas etapas, la apelación igualmente forzada a la devaluación como expediente sistemático para resolver las dificultades del balance de pagos terminó restando virtualmente toda efectividad al instrumento.

En tales condiciones, la renuncia a una política monetaria autónoma era poco menos que una opción obligada, aún cuando se tuviese la intención de inducir – a través de un cambio en el régimen de funcionamiento macroeconómico, en sus reglas e instituciones- modificaciones en la conducta del público con vistas a recuperar algún grado de autonomía en el manejo monetario futuro. Por cierto, no parecía que fuese esa la intención. Más bien, obedeciendo a la lógica inexorable del llamado *trilemma* de imposibilidad en economía abierta, las autoridades del momento optaron por una solución de “esquina” que combinaba, bajo el esquema de caja de conversión, la vigencia de un tipo de cambio fijo inmodificable y una apertura incondicional a los movimientos internacionales de capitales. En dicho contexto, la evolución del dinero y el crédito quedaba endógenamente ligada al comportamiento del sector externo de la economía.

En cualquier caso, el régimen convertible suponía la imposibilidad de apelar al financiamiento monetario de los desequilibrios fiscales, una prohibición que se vio reforzada por la institución de un Banco Central formalmente independiente. Como comprobáramos tristemente, la vigencia de esas reglas del juego fue completamente incapaz, en realidad, de impedir la continuidad de las tendencias



al desequilibrio fiscal y el propio *default* de la deuda pública, ocurrido a inicios de la presente década. La disponibilidad, durante los años de auge, de cuantiosos recursos provenientes del ingreso de capitales proveyó a las autoridades fiscales de una fuente de financiamiento abundante y les permitió relajar la restricción de presupuesto que enfrentaba el gobierno. La colocación de papeles en el mercado financiero internacional reemplazó así a la emisión de dinero como mecanismo de financiamiento del presupuesto y la cesación de pagos sustituyó a la alta inflación como manifestación de la crisis fiscal.

La interacción fiscal-monetary post Convertibilidad

Luego del derrumbe de la Convertibilidad, una vez estabilizada la situación y a medida que se recomponía la demanda de activos financieros domésticos, el régimen macroeconómico de la post-crisis se propuso recuperar cierta soberanía monetaria y la posibilidad de llevar adelante una política monetaria independiente con fines de administración macroeconómica. El uso autónomo de dicha herramienta implicaba desligar, al menos parcialmente, a la creación de dinero de su vínculo exclusivo con los vaivenes del sector externo, tal como había ocurrido bajo Convertibilidad, ampliando las fuentes posibles de variación de la oferta de base monetaria. Esto incluyó lógicamente la posibilidad de que el Banco Central operase como prestamista de última instancia del sistema financiero. Pero también permitió que la autoridad monetaria pudiese afectar –en forma expansiva o contractiva, según fuese el caso- las condiciones monetarias internas no sólo a través del manejo de sus propios títulos de deuda (Lebacs y Nobacs) sino por medio de operaciones de crédito con el sector público. Naturalmente, estas últimas operaciones pasaron a estar reguladas por límites estrictos (asociados, en general, con financiamientos vinculados a pagos de deuda pública externa sin efecto monetario directo y, de manera muy restringida, con la posibilidad de otorgar adelantos en forma transitoria para atender desfases de caja).

Pero, aún recuperando la posibilidad de llevar adelante una política monetaria más autónoma, el nuevo régimen macroeconómico preservó la independencia del Banco Central, y sobre todo, la separación tajante entre las hojas de balance del fisco y de la autoridad monetaria. El motivo último de mantener vigente esta distinción – y, consecuentemente, la que traza una línea demarcatoria nítida entre las políticas monetaria y fiscal- era evitar la repetición de negativas experiencias pasadas y la reaparición de eventuales tendencias a la monetización de los desequilibrios presupuestarios. Vale decir, la posibilidad de que volviesen a verificarse esquemas de coordinación no cooperativa entre ambas ramas de la política macroeconómica en los que la autoridad fiscal “impone” el monto exógeno de desequilibrio a ser financiado con el recurso al señoreaje y el Banco Central se ajusta en forma “pasiva” a tal requerimiento (vgr. lo que se conoce en la literatura como situaciones de dominancia fiscal).

La independencia de los Bancos Centrales surgió durante la década del noventa como una innovación institucional dirigida a minimizar la probabilidad de ocurrencia de estos “equilibrios” no cooperativos y el consecuente sesgo inflacionario de las políticas macroeconómicas en presencia de desequilibrios fiscales sistemáticos. La idea implícita es que dicha innovación garantiza a *fortiori* la separación tajante entre las hojas de balance del Banco Central y la Tesorería: al manejarse en forma independiente, el Banco Central es menos vulnerable a la ocurrencia de situaciones de dominancia fiscal y a la eventual presión de las autoridades fiscales por monetizar automáticamente los desequilibrios fiscales no



financiables en el mercado voluntario de deuda. Por el contrario, podría decirse que este esquema institucional persigue que el fisco "internalice" su restricción presupuestaria, promoviendo en la práctica un caso opuesto de dominancia monetaria. Con un Banco Central independiente es la política monetaria la que define activamente el equilibrio nominal del sistema y la política fiscal la que, en este aspecto, se ajusta pasivamente.

Cabe, tal vez, aquí realizar algunas consideraciones. Resulta, por un lado, obvio que el rasgo recién mencionado de la organización institucional no es el único concebible para que la economía se desempeñe en un entorno de baja inflación. De hecho, la institución de la independencia formal de los Bancos Centrales es relativamente novedosa y no por ello todas las economías han tendido a experimentar procesos de alta inflación en el pasado. En todo caso, lo que sí puede afirmarse es que, al introducir una valla institucional, este "blindaje" adicional de la hoja de balance de la autoridad monetaria tiende a tornar más costoso –y, definitivamente no automático– el recurso al señoreaje como modo "sistemático" de financiamiento del fisco. Por cierto, la independencia formal del Banco Central está lejos de ser una panacea. De hecho, si las políticas monetaria y fiscal fuesen inconsistentes entre sí esta eventual falla de coordinación podría conducir a episodios críticos en los que tanto la deuda pública como la inflación exhiben una dinámica no sostenible. Por caso, si las finanzas públicas mostrasen un desequilibrio estructural asociado a presiones políticas contradictorias y desmedidas sobre el presupuesto, la imposibilidad de acceder al financiamiento monetario haría poco por resolver el problema subyacente e, incluso, podría contribuir a su agravamiento a través de la percepción de inconsistencia general del régimen macroeconómico en cuestión.

En cualquier caso, durante los primeros años de funcionamiento del nuevo esquema macroeconómico el fisco exhibió importantes superávits y la política monetaria se manejó con completa independencia de la evolución de las cuentas públicas. Más allá del sesgo (expansivo/contractivo) que haya presentado la política monetaria en el período, lo cierto es que la creación primaria de dinero estuvo por entero desvinculada de la evolución cíclica de la política fiscal. De hecho, cuando se analizan los factores de aumento de la base monetaria entre 2003 e inicios de 2009, se observa que el único factor de tipo expansivo que estuvo vigente considerando la totalidad del período estuvo constituido por las operaciones asociadas al sector externo de la economía. En forma neta, las operaciones mantenidas con el sector público operaron, estrictamente, como un factor de naturaleza contractiva (hubo un aumento continuo del stock de adelantos transitorios pero éstos se vieron más que compensados por las operaciones de cancelación de deuda pública externa con recursos "genuinos").

Hubo, sí, operaciones puntuales que representaron en la práctica un "financiamiento" neto de la autoridad monetaria a la Tesorería, aunque su impacto monetario directo fue nulo. La más importante de ellas, por cierto, fue la absurda cancelación al contado de la deuda mantenida con el FMI (un pasivo barato y no inmediatamente exigible que se canceló, en realidad, para comprar "grados de libertad" con vistas a practicar una política económica de un notable grado de rusticidad). Esa operación, antecedente directo de la que ahora se propone, consistió en el canje de un activo del balance del BCRA (reservas internacionales) por otro (una letra intransferible del gobierno). En la práctica la decisión fue equivalente a emitir pesos destinados a la Tesorería para financiar la compra por parte de ésta de dólares de la reservas, sólo que esta última operación hubiese



violado los límites vigentes al financiamiento por vía de adelantos transitorios, algo que evitó la redefinición del concepto de reservas de libre disponibilidad (más sobre el particular, enseguida).

Recién se dijo que el efecto monetario directo de la operación de pago al FMI fue nulo. Y efectivamente fue así. El problema es que, en tanto el dinero es fungible, la decisión de apelar a las reservas internacionales para cancelar esas obligaciones evitó que el gobierno tuviese que generar esos recursos de fuentes alternativas (como colocación de bonos en el mercado, incremento de tributos o reducción de gastos, si se excluye la posibilidad de expropiación). En cierto modo, la posibilidad de apelar a la hoja de balance del BCRA permitió relajar la restricción presupuestaria del Tesoro. O, dicho en criollo, "pagar con recursos ajenos".

Aunque sin dudas un mal antecedente, la operación en cuestión fue presentada como un evento único, de naturaleza no sistemática. De modo que la percepción del público sobre la independencia de las hojas de balance de ambas instituciones no se vio mayormente afectada: nadie anticipó en ese momento – y así lo revelaron las conductas en los mercados monetarios y financieros- que de la decisión de utilizar parte de las reservas internacionales para cancelar la deuda con el FMI se siguiese una política sistemática de apelar al balance del Banco Central para relajar la restricción de presupuesto del fisco.

Improvisación frente a un cuadro fiscal cada vez más problemático

Sin embargo, desde fines de 2005 la situación de las finanzas públicas ha venido experimentando un grave deterioro. Esto ocurrió merced al relajamiento procíclico de las políticas fiscales, la manipulación de las estadísticas oficiales, el conflicto con el sector agropecuario y el impacto de la crisis financiera global. En parte por factores de naturaleza cíclica pero fundamentalmente como consecuencia de decisiones discrecionales de las autoridades, en estos cuatro años la posición fiscal empeoró notablemente, pasando de un resultado financiero superavitario de alrededor de 2% del PIB a un déficit de dos puntos del producto (si se excluyen del cómputo los ingresos provenientes de los aportes al sistema de exAFJP). El persistente deterioro de las cuentas públicas, aunado a la manipulación de las estadísticas oficiales y al cambio adverso en las condiciones del contexto financiero internacional determinaron, asimismo, el virtual racionamiento del sector público argentino del mercado de crédito voluntario.

Las respuestas encaradas frente a las crecientes dificultades de caja no fueron, por decirlo suavemente, particularmente apropiadas. En un contexto de elevada volatilidad, la decisión de estatizar el sistema previsional en octubre del año pasado se transformó en un factor autónomo generador de nueva incertidumbre e inestabilidad financiera, que complicó aún más, en lo inmediato, el acceso al financiamiento voluntario. Los mercados financieros y el público en general interpretaron inicialmente la decisión de manera muy negativa, porque revelaba que el gobierno no estaba dispuesto a racionalizar su política de gasto y que, para ello, no reparaba en desconocer institución alguna si esto le permitía relajar, al menos transitoriamente, su restricción presupuestaria (entre las opciones disponibles en el ideario K era, tal vez, incorrecto descartar la expropiación como método de financiamiento...) .

Sin embargo, de manera muy rudimentaria por cierto, las autoridades emitían al mismo tiempo una poderosa señal de voluntad de pago a los tenedores de títulos



de deuda, revelando un estricto orden de preferencias. En el universo K, el *pecking order* está suficientemente claro: el gasto no se ajusta al ritmo de evolución de los ingresos públicos pero la deuda tampoco se *defaultea*, aunque para ello haya que arrasar con parte de la institucionalidad existente. En una peculiar forma de atender los compromisos, se cumple rigurosamente con las obligaciones pero...con recursos ajenos. La especulación de algunos analistas sobre las raíces de esta conducta de "cumplimiento escrupuloso" de los compromisos ha sido curiosa: que K es de origen suizo/croata y su familia sufrió la cesación de pagos de la Rusia revolucionaria, que sus abuelos eran prestamistas y que su estilo político de subordinación y discrecionalidad requiere, como los peces al agua, de una caja fluida.

Esas interpretaciones olvidan, quizás, que luego del *default* festivo de Rodríguez Saá en 2001 no hay político que pueda sobrevivir a la declaración de cesación de pagos. Pero de esta constatación –y de la aparente comprensión de K de ese precepto- no se sigue, tristemente, un compromiso irrestricto con la disciplina fiscal. Más bien, el enfoque consagrado es el de la tradicional "fuga hacia adelante", poco afecta a las consideraciones de naturaleza intertemporal. La decisión de expropiar los ahorros jubilatorios es un buen ejemplo: proporcionó un stock (las tenencias en cartera de las exAFJP) y un flujo permanente (los aportes mensuales de los afiliados al sistema) a cambio de destruir el mercado de capitales doméstico. Además de dañar seriamente los incentivos –lo que pareciera considerarse un mero detalle, con escaso valor económico- y de comprometer la solvencia intertemporal del sistema provisional, el problema que enfrenta la expropiación directa como método de financiamiento es que- más allá de ese flujo, equivalente a un punto porcentual del PIB- se requiere continuamente de nuevas "cajas" de las que apoderarse.

¿Cuáles podrían ser, en tal caso, los nuevos activos de los que apropiarse? ¿Los recursos disponibles en el activo de los bancos, tal vez? ¿O exprimir todo lo posible el jugo proveniente de otros *stocks* de activos en cartera de entidades del sector público? La verdad es que, cuando se analizan las opciones –respetando rigurosamente, desde ya, el *pecking order* mencionado- se comprende que, en ausencia de cuantiosos activos por liquidar y frente a la posibilidad de seguir complicando la gestión de esos fondos y embarullando el funcionamiento de los mercados financieros, las alternativas disponibles no eran muchas. Enfrentado a este dilema, es que el gobierno parece haberse decidido por una fuente más "permanente" de financiamiento: la que proviene del recurso al señoreaje. Porque, ése y no otro, es el real significado de la determinación anunciada el lunes 14 de diciembre por las autoridades. Aunque con una tendencia inflacionaria en ascenso, cabe destacar que en los registros inflacionarios actuales se trata todavía de una fuente mucho más difusa en términos de responsabilidad política directa. La lógica sigue siendo la misma: los "beneficios" se cosechan hoy, los costos...que los pague el que viene. El problema es que, a través de este expediente, supuestamente se intenta financiar la posibilidad de supervivencia de las actuales autoridades.

Cómo ser cumplidor con recursos ajenos

La decisión de apelar a las reservas internacionales de "libre disponibilidad" en poder del Banco Central para constituir el denominado Fondo de



Desendeudamiento del Bicentenario¹ supone violar las restricciones legales existentes al financiamiento monetario del déficit fiscal (establecidas por el artículo 19 y 20 de la Carta Orgánica de la institución, que limitan ese financiamiento a los adelantos de corto plazo y prohíben toda otra clase de préstamos al gobierno). Tal como se analizó al examinar la operación de pago al FMI, la decisión de tomar las reservas de libre “disponibilidad” resulta estrictamente equivalente a emitir para financiar al sector público (sólo que en este último caso, fijo el activo de reservas, se incrementarían tanto el pasivo monetario del Banco Central como el rubro “préstamos a la Tesorería” de la hoja de Balance del Banco Central).

Varios son los temas que merecen alguna consideración. Comenzando por lo más obvio, está la cuestión de las denominadas reservas de “libre disponibilidad” (las que resultarían de comparar el stock de reservas internacionales existentes con la base monetaria, valuada al tipo de cambio vigente). El concepto mismo –un residuo del esquema de Convertibilidad- es particularmente inapropiado. Bajo un esquema de flotación cambiaria el Banco Central no tiene, estrictamente, obligación legal alguna de mantener en el activo un respaldo en reservas internacionales de los pasivos monetarios emitidos. Eso sólo ocurre, legalmente, en un esquema de Convertibilidad –ni siquiera en uno de tipo de cambio fijo- cuando la autoridad monetaria se obliga al tipo de cambio de paridad a mantener reservas de oro y divisas equivalentes a todos los pesos en circulación –más los que constituyen la reserva de los bancos-. Ello es así porque en estos casos los pesos emitidos no son, en realidad, dinero “básico”, sino sólo “representativo” (vale decir, un reconocimiento de deuda en divisas por parte del Banco Central). Por ello, extremando el argumento, se podría decir, potencialmente, que todos los dólares en las reservas (menos uno) son reservas de libre disponibilidad. ¡En efecto, al tipo de cambio de \$ 115.697 por dólar, se puede canjear toda la base monetaria por las reservas internacionales, y tomar como de libre disponibilidad el resto del stock de reservas! Esta es, precisamente, la caja de Pandora que abrió la decisión en cuestión.

La *boutade* anterior sólo apunta a recordar que, si en un esquema de tipo de cambio flexible se tienen reservas internacionales, no es justamente por atender consideraciones legales sino la legislación proveniente de la...ifísica! (vgr. la ley de gravedad impuesta por la economía). Si fuésemos EEUU –Bernanke *dixit* en estos tiempos de trampa de liquidez- poco deberíamos preocuparnos por la cantidad de divisas en la hoja de balance de la FED (...al menos por ahora). Si nosotros lo hacemos es, en realidad, porque la demanda de pesos es débil y se necesita que la correspondiente oferta sea respaldada por activos que reflejen adecuadamente las preferencias del público. En tal sentido, deberíamos preguntarnos si la cantidad de reservas es o no apropiada en determinado momento para brindar estabilidad a la demanda de pesos y, eventualmente, a las expectativas cambiarias. Es totalmente antojadizo, en este sentido, definir a las pasivos que deben respaldar las reservas como compuestos exclusivamente por el circulante y los encajes bancarios, olvidando otros pasivos monetarios del BCRA tales como las Lebac y las Nobac, los pases pasivos o los encajes en dólares de las entidades financieras. O, ¿por qué no, comparar el stock de reservas existentes con agregados monetarios más amplios, que podrían canalizarse potencialmente a la demanda de activos

¹ Si bien se lo piensa, es éste un fabuloso homenaje a los padres fundadores toda vez que, desde sus inicios, el recurso al señoreaje –aún en medio de las luchas por la independencia y las guerras civiles internas- funcionó como medio por excelencia de financiamiento del joven Estado argentino.



externos? (Cuando se efectúan ambos cálculos, sólo a efectos de ilustración, esos cocientes entregan un "tipo de cambio implícito" de \$4,34 por dólar y de \$8,73 por dólar, respectivamente, sin contabilizar por cierto unos cuantos pasivos ocultos en dólares que tiene el propio BCRA). Lo anterior no permite inferir, en modo alguno, que éstos deberían ser los valores del tipo de cambio, sino sólo poner en evidencia lo antojadizo del propio concepto de reservas de "libre disponibilidad".

Por eso, estimado lector, se le propone que cada vez que escuche el concepto lo reemplace por el más cristalino de "financiación monetaria del desequilibrio fiscal". ¿Qué otra cosa implica que el gobierno considere como "propias" las reservas en el balance del autoridad monetaria? (aunque conviene no olvidarse de la Letra Intransferible...que, a esta altura, debería ser fundamental si se quiere evitar continuar abonando la teoría del *alter ego* que, cada vez con mayor éxito esgrimen, eufóricos, los fondos buitres en los tribunales internacionales). En efecto, la utilización de las reservas por parte de la Tesorería –sin adquirirlas mediante el uso de recursos genuinos- supone que éstas son un sustituto adecuado de la falta de ahorro fiscal. Pero si algo reflejan las variaciones de las reservas en poder de la autoridad monetaria, es, en todo caso (ahora que hay superávit de cuenta corriente), el ahorro nacional, el de la economía considerada como un todo y, dado que el sector público exhibe un déficit, corresponden al excedente financiero del sector privado doméstico. ¿Querrá este último sector mantenerse en pesos en la proporción en que lo ha hecho hasta ahora (no sin ciertas vacilaciones: U\$D 40.000 M -equivalentes a -7% del PIB promedio en el último bienio- de desnacionalización de ahorros)?. Todo depende.

Por ahora, la reacción en los mercados financieros domésticos ha sido de poca inquietud, por no decir de euforia en el caso de algunos. Se entiende, para los tenedores de títulos públicos en dólares la noticia no ha sido precisamente negativa, especialmente si el horizonte de toma de decisiones es relativamente acotado. Pero los acreedores en pesos del gobierno (iy del Banco Central!) tampoco se han exhibido demasiado sobresaltados, al menos por el momento. También se comprende, un poco menos, pero se comprende: a los actuales términos de intercambio y al reducido nivel de actividad actual, la economía continúa exhibiendo un fuerte exceso de oferta de divisas, lo que permite anticipar que en unos pocos meses el Banco Central debería recuperar lo manoteado.

Aunque, cuando se lo piensa bien (y se abandona cierta miopía que, *by the way*, nos obliga a recordar que RATEX –expectativas racionales- sólo parece valer como caso límite de un proceso de aprendizaje), éstos últimos acreedores, los tenedores de pesos, deberían comenzar a sentir alguna mayor incomodidad. Es evidente que, aunque continúen durmiendo en camas separadas y más allá de furtivos encuentros, se ha entreabierto otra puerta para comunicar las habitaciones de la Tesorería y del Banco Central...(aunque nadie le ha preguntado a este último si la creciente intimidad lo incomoda o no). Es cierto que Sargent y Wallace, en un trabajo de 1981, nos recordaron de manera elocuente que, en última instancia, la deuda pública sólo se paga finalmente de los recursos provenientes del superávit primario y... del señoreaje. Pero también nos ilustraron con claridad qué es lo que ocurría a los señores cuando la incapacidad para ajustar su tren de vida imponía un recurso sistemático a esta prerrogativa monopólica tan particular...