

## ¿QUÉ PASA SI LIQUIDAMOS EL BANCO CENTRAL?

Por Héctor GIULIANO (20.7.12).<sup>1</sup>

Lo que sigue es un borrador de ideas primario acerca de la real situación del Banco Central de la República Argentina (BCRA) hoy y las consecuencias de haberlo puesto al servicio del financiamiento del Estado para el pago de la Deuda Pública.

La Ley 26.739, modificatoria de aspectos básicos del sistema monetario y cambiario argentino, ha "blanqueado" una realidad: que el gobierno Kirchner, a los fines de cumplir escrupulosamente con su política de pago a ultranza de los servicios de capital e intereses de la deuda, ha cambiado la Ley 23.928 de Convertibilidad y la 24.144 de Carta Orgánica (CO) del BCRA para posibilitar tales pagos trasladando el costo financiero de la misma a la Deuda Intra-Estado.

La nueva ley le da así "carta blanca" al gobierno para disponer de las reservas internacionales para el pago de la deuda externa, para emitir dinero sin respaldo con los mismos fines para deuda interna - a través del aumento de los Adelantos al Tesoro - y además le da la consecuente cobertura legal a los funcionarios superiores responsables que están a cargo de tales operaciones que desfinancian y/o descapitalizan al Estado.

### CAMBIOS INSTITUCIONALES DEL BCRA.

Dada la nueva Crisis de Deuda<sup>2</sup> por la que está pasando hoy la Argentina, el gobierno Kirchner viene apelando a una serie de medidas de emergencia monetaria, cambiaria y bancaria a los fines de evitar un nuevo default que terminaría con su precaria estabilidad financiera y también con su estabilidad política.

El eje de dichas medidas está centrado actualmente en cumplir a rajatabla los compromisos de pago a costa de la Deuda Intra-Estado, que se utiliza para lograr una sistemática conversión de deuda pública pagando las obligaciones con acreedores privados y organismos financieros internacionales usando dinero que se toma de los grandes entes oficiales, principalmente ANSES, BCRA y también Banco Nación (BNA).

La finalidad de este mecanismo - tal como lo hemos explicado en trabajos anteriores - es cumplir los compromisos con terceros por medio de "operaciones de administración de pasivos", esto es, refinanciaciones o novaciones de deuda, y tomar nuevos compromisos.

Por esta vía se recicla permanentemente la deuda cuyo vencimiento le va cayendo al Estado y se asumen deudas nuevas, lo que determina el aumento constante - no el "des-endeudamiento" del Estado - que se sigue así produciendo.

La Ley 26.739 - del 27.3.2012 - fue dictada por el Congreso a instancias de las urgentes necesidades de fondos del gobierno Kirchner para el pago de la deuda y habilita una importante serie de medidas al efecto:

- a) El artículo 11 modifica el 20 de la Ley 24.144 de CO BCRA para permitir que el BCRA duplique el monto de adelantos transitorios al Tesoro, que se usan para el pago de gastos públicos en general y de servicios de la deuda en especial. El dinero utilizado para ello se emite sin respaldo, lo que presiona sobre el nivel de los precios ya que aumenta la Base Monetaria (BM).
- b) El artículo 22 modifica el 6 de la Ley 23.928 de Convertibilidad para posibilitar que el banco aumente las reservas internacionales que le presta al Tesoro para el pago de deuda externa. Esto se autoriza permitiendo que sea el sólo Directorio del BCRA - por el artículo 14 inciso q) de la nueva CO - quien determine la metodología de cálculo de las Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) o reservas excedentes de la cobertura de la BM que pueden ser prestadas. Con el agravante discrecional que el BCRA no informa dicha metodología ni el monto de las RLD al que se llega con la aplicación de la misma.
- c) El artículo 23, como "disposición transitoria", prorroga la vigencia del llamado Fondo de Desendeudamiento Argentino (FDA) - creado por Decreto 298/10 para el pago de deuda externa con

reservas del BCRA - en forma prácticamente indefinida, ya que dice que el mismo "subsistirá hasta cumplir el objeto para el cual fuera instituido", siendo que la finalidad del FDA, según el decreto, es "la disminución del costo financiero por ahorro en el pago de intereses" utilizando este fondo que "se destinará a la cancelación de los servicios de la deuda con tenedores privados".<sup>3</sup>

- d) El artículo 13 modifica al 28 de la CO BCRA, en favor de las entidades financieras, permitiéndoles que integren sus encajes bancarios con títulos públicos, una medida que debilita seriamente la garantía de los depósitos.<sup>4</sup>
- e) El artículo 22 modifica al 6 - tercer párrafo - de la Ley de Convertibilidad permitiendo integrar también las reservas internacionales con títulos públicos nacionales, lo que debilita y expone aún más las reservas externas del BCRA.<sup>5</sup>

Con esta batería de medidas legales el Directorio del BCRA - dependiente ahora en forma directa del Poder Ejecutivo - se encuentra facultado para disponer en forma cuasi irrestricta de las reservas del banco para el pago de servicios de la deuda pública.

Como la nueva finalidad del BCRA - según el reformulado artículo 3 de la CO - ya no es preservar el valor de la moneda argentina sino promover... "la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social" (objetivos éstos que corresponden más al Ministerio de Economía que al Banco Central) ello significa en la práctica que el BCRA, despegado de la obligación legal de garantizar el valor del peso, pasa a tener un nuevo y determinante rol como fuente de pago de los servicios de la deuda pública, interna y externa.

La importancia de este replanteo del papel institucional del BCRA va unida a la grave situación financiera del banco.

#### CUADRO DE SITUACIÓN DEL BCRA.<sup>6</sup>

El estado de situación financiera y patrimonial del BCRA se ha venido deteriorando progresivamente en los últimos tiempos - en particular a partir de la crisis de 2010 - y este problema está directamente relacionado con la política de pagos de la deuda pública del gobierno Kirchner utilizando los recursos del banco (lo mismo que los del Fondo de Garantía de Sustentabilidad-FGS de la ANSES y otras agencias oficiales); y todo ello en el marco de la mayúscula Deuda Intra-Estado que se viene acumulando (una deuda para la que, por otra parte, no tiene capacidad de repago).

Conforme los últimos datos oficiales disponibles - según el Balance al 30.6.2012 - y tratando de resumir los principales números en que se basan estas afirmaciones sobre la gravedad de la situación del BCRA, vamos a circunscribirnos aquí al breve análisis sólo de tres puntos clave: la posición de Reservas Netas, la Deuda del Tesoro con el banco y el problema de la Deuda cuasi-fiscal del banco.

##### a) LA POSICIÓN DE RESERVAS.

Las Reservas Internacionales del BCRA suman 46.300 MD. Si a este total se le restan 5.200 MD por Depósitos en Moneda Extranjera, 23.400 MD por deudas de Lebac/Nobac<sup>7</sup> y Otros Pasivos<sup>8</sup> por unos 4.300 MD, el saldo de Reservas Netas o efectivamente disponibles queda reducido a unos 13.400 MD.

Pero en este cálculo no está considerado el problema clave del respaldo con Reservas de la Base Monetaria (BM), que ahora, según la modificación de la CO BCRA por la Ley 26.739, ha dejado de figurar como misión principal del banco.

La BM equivale actualmente - todo está tomado al 30.6 pasado - a unos 54.000 MD (244.200 M\$), de modo que la relación Reservas/BM resulta de 85.9 % (46.400/54.000); es decir, unos 7.600 MD menos que la cobertura.

Esto significa que el BCRA no sólo no tiene la cantidad de dólares necesaria para responder a una corrida generalizada contra el peso con sus Reservas Brutas sino que además - computando como corresponde la

verdadera posición de reservas - mucho menos puede responder a una emergencia menor con los 13.500 MD disponibles.

Con el agravante que se sigue tomando parte de ese magro saldo de reservas para el pago de deuda externa a través del FDA.

#### b) LA DEUDA DEL TESORO.

El BCRA tiene registrados títulos públicos del gobierno nacional en cartera por 149.100 M\$, que corresponden a Letras Intransferibles entregadas por la Tesorería contra los préstamos de reservas dados por el banco para el pago de deuda externa vía FDA.

Estas letras son en dólares - 33.000 MD - con plazo a 10 años (sus vencimientos caen entre 2016 y 2022) y pagan el mismo interés que se cobra por la colocación externa de reservas, que es bajísimo.

Además, el BCRA tiene actualmente prestados al Tesoro 75.500 M\$ (equivalentes a 16.700 MD) por concepto de Adelantos Transitorios, que son créditos a corto plazo - un año - renovables; de manera que lo de "transitorio" es un eufemismo porque tales anticipos de fondos no se cancelan sino se renuevan continuamente. Con el agravante que la Ley 26.739, como vimos, autoriza la duplicación de su monto.

Así, en total - sumando títulos en cartera y adelantos al Tesoro - el gobierno le debe al BCRA casi 50.000 MD (49.700 MD ó su equivalente de 224.600 M\$).

Nótese que la cifra de este conjunto de deudas del Estado Central con el BCRA - que tiene un ritmo fuertemente creciente - es superior al monto de las Reservas Brutas (209.700 M\$ = 46.300 MD) y téngase en cuenta que no está demostrado que la Tesorería Nacional posea la capacidad de repago para poder cumplir en el futuro con tales obligaciones.

Esta situación de créditos de muy difícil cobranza, unida a la debilidad de su posición de Reservas Netas, coloca al BCRA en una situación financiera y contable muy riesgosa debido a la baja calidad de sus activos.<sup>9</sup>

Y este problema, junto con el de la deuda propia del BCRA con terceros afecta directamente su Patrimonio Neto.

#### c) LA DEUDA CUASIFISCAL DEL BCRA.

El BCRA compra Reservas con Deuda: una parte relevante del actual stock de reservas ha sido adquirida, en realidad, merced a la emisión de títulos de deuda por parte del banco.

Como lo hemos explicado en diversos trabajos anteriores, el banco emite dinero para comprar dólares que pasan a integrar las Reservas Brutas.

Pero luego rescata o "esteriliza" la mayor parte de ese dinero emitido para contener los efectos inflacionarios que provoca tal aumento de la BM sin destino económico productivo.

Para hacerlo, coloca letras y notas, que son las Lebac/Nobac antes citadas (según lo visto en la nota 7).

El stock de estas obligaciones cuasi fiscales del BCRA - 106.000 M\$ (equivalentes a 23.400 MD) pesa fuertemente en las cuentas del banco.

Y la magnitud comparativa de las mismas es muy alta: del total de la Masa Monetaria emitida por el BCRA - 350.200 M\$ (244.200 de BM + 106.000 M\$ de Lebac/Nobac) resulta así que aproximadamente un tercio de la misma está retenida como deuda del banco.

Las Lebac/Nobac pagan una tasa de interés promedio del 14 %, de modo que el costo financiero anual para el BCRA es de unos 15.000 M\$ (106.000 x 0.14) ó 3.300 MD.

Se da así un circuito por el cual el BCRA - trasponiendo los pasos, ya que primero emite y luego rescata los pesos - compra Reservas con Deuda: a) el banco toma deuda para comprar reservas, b) presta luego gran parte de las mismas al Tesoro para pagar deuda (en este caso, específicamente

deuda externa), c) el Tesoro le entrega a cambio Letras Intransferibles a 10 años de plazo (como "vales de caja" de muy dudosa cobrabilidad) que le quedan en el Activo, y d) el BCRA se queda con una "montaña" de obligaciones ciertas con los bancos - por Lebac/Nobac - en el Pasivo.

Por este motivo (y también por lo dicho en la nota 7 en relación a los seguros de cambio) es que restamos el stock de estas letras y notas del total de Reservas Brutas del BCRA.

Como resultado de todo lo explicado hasta aquí - y como ya ha sido observado - surge que la posición financiera y patrimonial del BCRA está muy comprometida desde un punto de vista técnico.

Sin embargo, a pesar de ello, el banco sigue comprando divisas para integrar reservas, reservas que luego presta al Tesoro para pagar deuda, con lo que sigue aumentando su tenencia de títulos públicos sin garantía de cobranza y por lo que sigue renovando Lebac/Nobac con el consecuente costo cuasi fiscal (por la deuda propia).

Con el agravante que, en función de este cuestionable Balance Contable, el BCRA muestra así un cuadro realmente distorsionado de "utilidades", ganancias éstas que gira al Tesoro para que, a su vez, el gobierno trate de amortiguar con ellas el peso de su Déficit Fiscal.

#### EL PROBLEMA DE LA POLITICA FINANCIERA.

La administración Kirchner se encuentra hoy en crisis frente a una muy grave encerrona financiera fiscal:

- a) El gobierno ya no tiene superávits sino déficits gemelos (fiscal y externo).
- b) La Inflación (oficial del 10 % pero real estimada en el orden del 23 %) va carcomiendo el valor del peso y sus indicadores reales (Costo de Vida, Precios Mayoristas, Construcción, Pobreza/Indigencia, Crecimiento Económico).
- d) Esta elevada Inflación - dadas las medidas restrictivas que se toman para mantener un tipo de cambio estable y relativamente bajo (como "ancla" anti-inflacionaria) deriva en una apreciación real del peso frente a otras monedas (fundamentalmente, el dólar) y entonces se produce un fenómeno de inflación con apreciación cambiaria.
- e) El retraso cambiario desequilibra la Balanza de Pagos, particularmente por la vía de servicios financieros - intereses pagados y giro de dividendos al exterior - así como por salida de capitales. Y paralelamente estimula el negocio de los capitales financieros que lucran con el arbitraje entre tipos de cambio y tasas de interés diferenciales.
- f) Las medidas prohibitivas que se están aplicando sobre el cambio minorista de moneda extranjera ("cepo cambiario") y las trabas a las importaciones para contener la salida de divisas, tienen como objetivo práctico retener divisas para poder afrontar los próximos pagos de la deuda externa. Pero estas mismas medidas generan peores expectativas devaluatorias e inflacionarias, en la medida que llevan a un desdoblamiento fáctico del mercado cambiario donde el dólar negro o paralelo tiende a tomarse como referencia para los precios locales.
- g) La presión inflacionaria se retro-alimenta porque el aumento de los precios no cede. Esto se debe tanto a la continua emisión monetaria, que presiona sobre los precios, hecha para comprar divisas - dólares que se usan principalmente para pagar deuda externa - como al problema de la inflación estructural, que sigue vigente por estímulo de Demanda superior a la capacidad de respuesta de la Oferta.
- h) Las autoridades contribuyen al retraso cambiario - ritmo de devaluación inferior al de la inflación - porque si dejaran deslizar el tipo de cambio hacia una devaluación significativa el gobierno entraría en default dado el problema de la concentración de vencimientos creciente por servicios de la deuda.

- i) La administración Kirchner privilegia el pago a ultranza de los compromisos de deuda pública con acreedores privados y organismos multilaterales de crédito a costa de incrementar el monto de la Deuda Intra-Estado, con lo que desfinancia y/o descapitaliza al propio Estado.
- j) Como resultado de este proceso, el gobierno necesita tomar más deuda, para sobrevivir sin faltar a las reglas de juego del sistema de Deuda Perpetua. Y entonces el ciclo vuelve a empezar.

Es el círculo vicioso de la Usura - en que el deudor nunca deja de ser deudor - y bajo cuyos condicionamientos se desarrolla esquema de las Finanzas del Estado y la Política Económica en general.

#### CONCLUSIONES.

Se ha dicho - y se ha dicho con razón - que la situación actual del BCRA equivale técnicamente a un estado de quiebra del banco, si se aplicase tal razonamiento a una entidad de tipo privado.

Pero un interrogante que se abre a partir de esta grave situación financiera y patrimonial del BCRA es si realmente al Estado Argentino le conviene mantener un Banco Central en estas condiciones.

Porque, una de dos: o el BCRA es un Banco Central y actúa como tal, manejando y controlando la política monetaria, cambiaria y bancaria del Estado; o se transforma en una agencia o apéndice formal de la Tesorería puesto al servicio del pago de la deuda pública, externa e interna.

El tema obviamente se abre entonces a un debate muchísimo más profundo y complejo, que excede este mero trabajo personal al respecto; pero se entiende que el problema de fondo ya está planteado en la práctica y que necesariamente habrá que pensar en serio en una discusión que deberá conducir a una respuesta política formal en este campo: una respuesta que deberá abarcar tanto los aspectos institucionales (por ejemplo, la salida de un sistema de Banca Central y el paso a una Agencia Monetaria/Cambiaria separada de la Superintendencia de Entidades Financieras) como la forma de implementación de los aspectos operativos consiguientes (caso del control de cambios y del reacondicionamiento o distribución de funciones entre organismos nacionales).

Y este debate es más que importante porque lo que finalmente está en juego aquí no es sólo la cuestión conceptual de la autonomía o dependencia del BCRA frente a la política financiera gubernamental en general sino frente a una determinada política de gobierno de acumulación de reservas que - independientemente de los cambios en la CO del BCRA pero en función del cronograma de vencimientos del Ministerio de Economía - tal como están dadas hoy las cosas supedita el rol del BCRA al servicio del pago de la Deuda Pública.-

Lic. Héctor L. GIULIANO  
Buenos Aires, 20.7.2012

Archivo: GIULIANO ARTICULO 2012 07 20 BCRA LIQUIDAC.

---

#### NOTAS:

<sup>1</sup> Otros trabajos del autor referidos a este tema:

Deuda Pública y Tipo de Cambio (10.6.12).  
Crisis de Deuda y Emergencia Financiera (25.5.12).  
Deuda, Convertibilidad y Banco Central (31.3.12).  
Pago de Deuda Externa con reservas del BCRA (21.3.12).  
Los pagos de la Deuda Pública Argentina (6.2.12).  
Las vulnerabilidades del Banco Central (11.6.11).  
El lavado de la Deuda Pública (7.6.11).  
Un debilitamiento del Banco Central? (11.5.2011).

<sup>2</sup> Con la expresión "crisis de deuda" nos referimos aquí a la crisis cíclica o inmediata de liquidez - derivada de una nueva concentración del perfil de vencimientos - que es parte de la crisis estructural o

---

permanente de insolvencia que sufre el país por incapacidad de repago de la deuda en su conjunto.

<sup>3</sup> Este punto del Decreto 298/10 - el uso de reservas internacionales para pago de intereses y capital correspondientes a acreedores privados - estaría en contradicción con el texto del propio artículo 23 de la Ley 26.739, que modifica a la 23.928, porque dicha autorización del FDA es válida sólo para el "pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales o de deuda externa bilateral" (agregado, este último, obviamente referido a las deudas con los países del Club de París), pero no dice nada de acreedores privados.

<sup>4</sup> La observación corresponde al trabajo de Javier Llorens sobre "El fraude a la ANSES...", del 25.5.2012.

<sup>5</sup> Esta observación también pertenece a Llorens, quien en su escrito agrega el importante recordatorio que se trata de la misma medida que adoptó en el 2001 el ministro Cavallo frente a la situación crítica de la Convertibilidad (y que llevó a su enfrentamiento con el entonces titular del BCRA Pedro Pou).

<sup>6</sup> Las cifras que se citan en este capítulo - salvo información en contrario - están tomadas de la página web del BCRA y del último informe analítico del Balance del banco que elabora el Dr. Carlos Ragonesi, de la Fundación Buenos Aires XXI (FBA XXI), correspondiente al 30.6.2012.

En todos los casos, los importes se expresan en Millones de Pesos/Dólares (M\$/MD) y con redondeo, razón por la que puede haber mínimas diferencias entre totales y sumatoria de términos.

<sup>7</sup> El monto de estas letras y notas del BCRA - que son obligaciones cuasi fiscales a corto y muy mediano plazo - es de 106.000 M\$ pero estos fondos (por lo menos hasta el presente) han sido rápidamente convertibles en moneda extranjera).

Por otra parte, se entiende que tales operaciones - que se renuevan semanalmente con un grupo oligopólico de grandes bancos que operan en la Argentina - están calzadas con contratos de dólares a futuro que actúan como seguros de cambio (Llorens).

<sup>8</sup> Una suma relevante pero no identificada exactamente dentro del rubro Otros Pasivos del BCRA - que totaliza 19.400 M\$ (equivalentes a 4.300 MD) - corresponde a préstamos de divisas hechos por otros bancos centrales al BCRA.

Se entiende que los mismos corresponderían a préstamos del Banco de Inglaterra, de la Banca Central Suiza y del Banco de Tokio.

Lógicamente, si se trata de fondos prestados para integrar las reservas argentinas, cabe restarlos de las reservas brutas para obtener el neto de divisas realmente disponibles.

<sup>9</sup> Dado que, en el caso de los títulos en cartera, se trata de Letras Intransferibles - que por definición no cotizan en Bolsa y se toman, por ende, a su valor nominal - estos títulos no tienen, en la práctica, valor de mercado. Pero, en algún momento, pudieran tenerlo si se autorizase su conversión para una eventual recapitalización del BCRA. Aunque ello se daría en el supuesto de una suerte de privatización y/o composición mixta del capital del banco.-