

Las implicancias de la reforma

Informe Mensual Marzo

Martes 03 de abril de 2012

labourcapitalgrowth

Ramsay 1810 - Piso 5°
(5411) 4787-2326
www.lgsa.com.ar
contacto: info@lgsa.com.ar

Editorial

Hacia finales del año pasado y en el marco de una situación financiera en Europa muy compleja, con la soja en US\$ 400 y la incertidumbre asociada a la sequía, el Gobierno parecía haberse convencido de la necesidad de racionalizar algunos lineamientos del modelo económico: se venía la época de la “sintonía fina”. Ésta incluía principalmente una reformulación del esquema de subsidios que permitiera llevar el crecimiento del gasto público en torno al 20%, junto a una moderación en el ritmo de crecimiento de los salarios, interviniendo activamente en las negociaciones paritarias.

En el transcurso de estos meses el panorama externo ha cobrado una mejor apariencia: la situación financiera europea (al menos en el corto plazo) mejoró con el canje de deuda griega, la soja volvió a ubicarse cerca de los US\$ 500 y el efecto de la sequía fue menor al inicialmente temido. Pero a pesar de esa pequeña, y a nuestro juicio transitoria, ventana de oportunidad para reordenar el frente interno, el Gobierno parece haber cambiado sustancialmente su visión.

Es en este marco de modificación de la percepción oficial que debe entenderse la reforma de la Carta Orgánica del BCRA: puesto ante la disyuntiva de pagar el costo político de racionalizar la macro o redoblar la apuesta de la “bonanza perpetua”, el kirchnerismo fue fiel a su estilo y prefirió “inventarse” nuevos recursos para sostener el ritmo de crecimiento del gasto público y tratar de dinamizar la actividad económica, que ha dado signos evidentes de ralentización en los últimos meses.

Con la reforma, el Tesoro se hizo de un margen adicional de financiamiento extraordinario: aún planteando un escenario intermedio de utilización del mismo el Gobierno tiene ahora recursos para sostener un crecimiento nominal del gasto primario cercano al 30%.

Obviamente, la estrategia no está exenta de riesgos, tanto por el lado de la actividad económica como por la situación futura del BCRA. En el primer caso, no está claro que el impulso del gasto sea suficiente para compensar el menor dinamismo del sector privado. El otro foco de incertidumbre se relaciona con el escenario futuro de la posición del BCRA: la reforma recientemente implementada implica borrar la línea divisoria entre el BCRA y el Tesoro, lo que inevitablemente tendrá un impacto sobre los niveles inflacionarios y ensanchará la brecha entre el dólar oficial y el paralelo.

El desafío de la escasez relativa...

El Gobierno se enfrenta a un *trade-off* inédito en su experiencia administrativa y de difícil solución: cómo compatibilizar las demandas de su base de apoyo electoral con las antipáticas y evidentes restricciones fiscales actuales. La cuenta de subsidios se ha vuelto poco menos que impagable y empeora la posición fiscal. La brecha energética creciente requiere recursos adicionales y genera un desequilibrio comercial (a los precios actuales el desequilibrio de la balanza energética alcanzaría los US\$ 6.500 M en 2012). La utilización del Tipo de Cambio nominal como única ancla anti-inflacionaria quita competitividad a las exportaciones, frente a lo cual el Gobierno traba importaciones, lo cual impacta en el crecimiento. Y para recuperar competitividad la Presidente esbozó la necesidad de una pauta salarial “moderada”, lo que conlleva menor aumento del poder adquisitivo de los trabajadores. **Ciertamente un combo inusual para el kirchnerismo.**

Durante largo tiempo las correcciones de las inconsistencias de la macro fueron sistemáticamente pospuestas merced al aumento de la soja, la estatización de las AFJP y la utilización de reservas del BCRA, entre otros. Y aún así, el deterioro fiscal del Gobierno fue muy significativo. Es que para perpetuar la sensación de “bonanza permanente” se mantuvo un esquema de subsidios irracional que creció exponencialmente y se promovieron aumentos salariales por encima de la inflación que garantizaba la suba del salario real y la fiesta del consumo, a costa de quitarle competitividad a la economía y de retroalimentar el proceso inflacionario. Ese mundo hizo eclosión y hoy la restricción se puede apreciar en algo intranquilizante para el kirchnerismo: ya no puede atender simultáneamente un mayor gasto social e incrementos en el nivel de obra pública.

Subida a la dinámica de 2010-11, tal y como destacamos antes de las elecciones pasadas, **CFK había elegido “ganar sola” las mismas**. Se desembarazó de aliados históricos e impuso su lista de legisladores al PJ, con un peso preponderante de los “jóvenes” de La Cámpora. La habilidad de la presidente para construir un relato en línea con las demandas de la sociedad, hizo posible que obtuviera un apoyo contundente del 54%.

...en un mundo político unipolar

“Ganar sola” es muy distinto a “gobernar sola”. Y esto es precisamente lo que ha venido haciendo desde que comenzó su actual mandato. Esa tendencia se ha profundizado, además, por la paradoja de que **CFK parece abocada a eliminar todos los vestigios residuales de “nestorismo” hacia el interior de su administración**. En este sentido deben entenderse la declaración de guerra a Moyano, el corrimiento de la estructura tradicional del PJ, el giro de 180° de la política de seguridad que incluyó el desplazamiento de Aníbal Fernández desde la Jefatura de Gabinete hacia una senaduría rasa, la enorme pérdida de poder de hombres como De Vido o Randazzo, y la reformulación de la relación con antiguos aliados claves en el mundo de los negocios (Britto, Eskenazi, etc). Así, el proceso de toma de decisiones y de discusión política, que siempre fue muy acotado en el kirchnerismo, se ha reducido todavía más.

La construcción de alianzas políticas funciona como una especie de reaseguro para ser usado en los tiempos desfavorables. CFK podría haber optado por ganar en soledad y después convocar, desde la fortaleza, a otros sectores para integrarlos. **No fue el caso: después del triunfo CFK está expulsando acompañantes históri-**

cos. A ello hay que sumarle indicios de una **pérdida de conexión con la gente: la reacción después de la tragedia de Once, el extensísimo discurso de inauguración de sesiones, la disputa con los docentes, etc.** Obviamente, las circunstancias se han modificado: **no es lo mismo elaborar un relato convincente referido a las bondades del modelo en los tiempos de bonanza que hacerlo cuando es el propio “modelo” (y los problemas acumulados) el que castiga a la gente.** Así, se empieza a producir una brecha entre el “relato” y la realidad cotidiana de amplios sectores.

Esta situación está generando gran volatilidad hacia el interior del propio Gobierno, cuya manifestación externa es por ahora acotada. Sin embargo, se aprecian ya escarceos y saltan las esquirlas, aunque pocos quieren explicitar su situación. El motivo de la discreción es relativamente sencillo. La inexistencia de cualquier oposición que capitalice los errores del Gobierno impide que surjan voces disidentes dentro del mismo que reclamen aunque sea una mínima corrección del rumbo. **Frente al poder omnímodo de un período presidencial que recién comienza, nadie se atreve al desacuerdo so pena de pagar un importante costo durante el largo tiempo que resta.**

Así muchos quedan atrapados entre la espada y la pared. Un ministro que renunciara hoy iría a “tierra de nadie”, a menos que su nivel de popularidad fuera excepcionalmente alto. Y el kirchnerismo se ocupa permanentemente de que no tengan lugar los crecimientos individuales. Un intendente díscolo dejaría de contar con recursos de la Nación. **Y aunque la disponibilidad de los mismos ha mermado, nunca es bueno estar entre los primeros castigados.** Los legisladores que se enfrentan a “La Cámpora”, convencidos de la poca destreza de esos jóvenes y de que su manera de hacer política está destruyendo años de confianza entre los distintos actores, se encuentran en sus esporádicas

resistencias con el reto presidencial. En palabras de un importante intendente del Conurbano Sur: *“Para que algunos se animen a dar el salto, tiene que haber un candidato que le lleve no cinco sino diez puntos a Cristina en las encuestas”*. Este espíritu conservacionista se profundiza por el hecho de que en las legislativas del año que viene el FPV deberá revalidar los escaños obtenidos en una mala elección como la del 2009, lo que implica que su fortaleza institucional difícilmente sea afectada. Sólo un candidato opositor que se imponga con gran margen podría alterar esa falsa quietud proveniente de la incomodidad mezclada con el temor. Y ello únicamente ocurriría con un liderazgo -que aún no se vislumbra- que fuera capaz de señalar que la economía estanca de los tiempos que viene no permitirá al kirchnerismo cumplir con su promesa electoral de que “lo mejor está por venir”.

Ni siquiera esta fortaleza relativa hizo que el gobierno aceptara el costo político de realizar los ajustes necesarios en la economía. Consciente de la mayor fragilidad fiscal y ante el fracaso de la política de recorte de subsidios que tuvo su golpe final con la tragedia de Once, **el Gobierno decidió -fiel a su estilo- improvisar un nuevo salto hacia delante: la reforma de la Carta Orgánica del BCRA.**

La modificación sancionada no sólo perpetúa la utilización de reservas para el pago de los vencimientos de la deuda (lo que siempre dimos por descontado en nuestros informes), **sino que termina por borrar la difusa línea divisoria entre el BCRA y el Tesoro.** Así, **el viceministro de economía Kicillof (ideólogo de la elevación del límite de adelantos transitorios) parece haber desplazado definitivamente a Boudou como consultor económico de la presidenta.** Como sostuvimos cuando se definió quién sería el candidato a vicepresidente, CFK ha redefinido el rol del ministro de economía: ya no se trata del miembro del gabinete que señala las

restricciones financieras sino de alguien que inventa los recursos.

Por su trascendencia y el impacto que puede tener sobre la economía, vale la pena analizar con detalle cuál fue la evolución del BCRA durante el ciclo kirchnerista y las implicancias de la reforma recientemente implementada.

Un proceso de deterioro patrimonial

La reforma recientemente aprobada no es más que el último eslabón de un proceso progresivo de deterioro patrimonial del BCRA y de su subordinación a las necesidades de financiamiento del Tesoro.

A finales de 2003 se establecieron claramente los límites por los cuales el BCRA podría financiar al Tesoro a través de adelantos transitorios: hasta el 10% de los recursos percibidos por el Gobierno Nacional en los últimos 12 meses y hasta el 12% de la base monetaria. En el primero caso, los adelantos podían destinarse únicamente al pago de obligaciones en dólares a los Organismos Internacionales: el efecto monetario doméstico -en términos de pesos- de este límite era neutro ya que los dólares salían del país. **Distintamente, el Gobierno podía utilizar discrecionalmente el tope referido al 12% de la base monetaria** (que, obviamente, tenían efecto monetario expansivo). Cabe destacar que esta autolimitación a la hora de alterar la restrictiva normativa heredada de la Convertibilidad fue aceptada inclusive en tiempos en que el país recién estaba saliendo de la peor crisis económica de su historia.

Hasta el año 2008, el financiamiento del BCRA al Tesoro se mantuvo dentro de esos límites estableci-

dos. La única excepción fue la utilización de reservas por US\$ 9.500 M a fines de 2005 para cancelar la deuda con el FMI (para lo cual se creó la figura de “Reservas de Libre Disponibilidad” –RLD-). Y esta operación también tenía un efecto monetario neutro.

Pero el combo de un gasto público que siguió creciendo a tasas aceleradas (con el consecuente deterioro de la posición fiscal) **y las dificultades (tanto heredadas como creadas) para acceder al financiamiento externo obligó al Gobierno a apelar a fuentes de recursos extraordinarias para poder sostener la expansión del gasto.** Así se sucedieron la estatización de las AFJPs (que significó un flujo anual de aportes de US\$ 5.000 M y un fondo acumulado de US\$ 30.000 M) y luego la progresiva subordinación del BCRA a las necesidades financieras del Tesoro.

El punto de quiebre inicial se dio con la primera e inadvertida reforma de la Carta Orgánica del BCRA cuando Redrado era su presidente, que fue incluida en un artículo de la Ley de Presupuesto 2009. En ella, el límite del 10% de los ingresos, que debía utilizarse únicamente para el pago de obligaciones a los Organismos Internacionales, podía aplicarse ahora también al pago de vencimientos de deuda en moneda extranjera de acreedores privados. **Esto significó financiamiento adicional para el Tesoro por US\$ 3.000 M. Y además vulneraba el espíritu original de este límite de adelantos transitorios:** brindaba más financiamiento al gobierno y el mecanismo podía tener efecto monetario expansivo en la medida en que los pagos en moneda extranjera a los acreedores locales se transformaran luego en pesos.

Asimismo, **desde 2008 el BCRA comenzó a transferirle al Tesoro significativos montos en concepto de un resultado cuasifiscal que en realidad es meramente contable. El “resultado financiero” genuino,** que es la

diferencia entre los ingresos que devengan las reservas y los títulos públicos con respecto a los pagos de intereses por las LEBAC, NOBAC y pases, **ha sido negativo desde 2008 y alcanzó los \$ 8.000 M en 2011. Sin embargo, esta situación se revertía casi exclusivamente por la depreciación del tipo de cambio.** Merced a este efecto contable, **entre 2008 y 2011 el BCRA realizó transferencias al Tesoro basadas en su resultado cuasifiscal que totalizaron nada menos que US\$ 10.000 M¹.** Y las mismas fueron hechas por la vía de la misión monetaria.

RESULTADO CUASIFISCAL BCRA

Millones de \$

	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
1. RESULTADO OPERATIVO	1.122	1.626	-2.957	-1.144	-7.011	-8.898
1.1 Resultado financiero	1.770	1.305	-1.213	-2.949	-6.380	-7.939
1.1 Ingresos	6.274	8.192	6.874	3.938	2.452	2.875
Reservas	3.071	5.613	4.345	1.347	594	528
Títulos públicos	1.754	2.122	2.272	2.489	1.770	2.123
Créditos al sist. fin.	1.392	344	158	61	4	75
Otros	57	113	99	41	85	150
1.2 Egresos	-4.505	-6.888	-8.087	-6.886	-8.832	-10.814
Títulos BCRA	-3.661	-6.278	-6.822	-5.537	-7.619	-9.754
Otros	-843	-610	-1.265	-1.349	-1.213	-1.060
1.2 Negociación de futuros	-151	641	-979	2.817	412	500
1.3 Gastos operativos y otros	-497	-319	-765	-1.012	-1.043	-1.460
2. DIFERENCIAS DE COTIZACIÓN	2.595	6.151	7.543	24.588	15.926	24.008
Tipo de cambio (Reservas y Letras Intransferibles)	2.159	6.944	15.418	15.845	9.411	24.716
Títulos públicos	370	-1.240	-6.502	10.561	6.806	1.133
Otros	66	446	-1.374	-1.818	-291	-1.841
RDO. CUASIFISCAL (1 + 2 + 3)	3.716	7.777	4.586	23.444	8.916	15.109
<i>TC fin período</i>	<i>3,06</i>	<i>3,14</i>	<i>3,42</i>	<i>3,81</i>	<i>3,98</i>	<i>4,30</i>

Fuente: LCG en base a BCRA y Sec. de Hacienda

Transferido al Tesoro (año posterior)	1.150	4.510	4.500	20.300	8.900
--	--------------	--------------	--------------	---------------	--------------

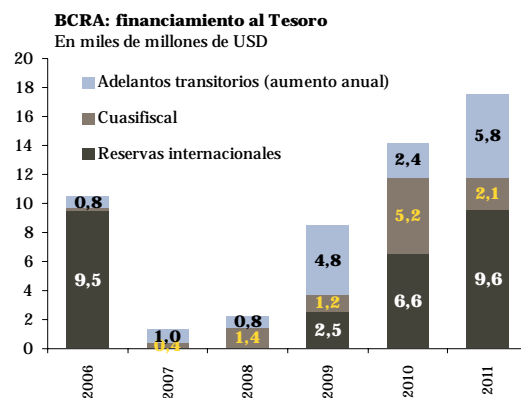
Fuente: LCG en base a BCRA y Sec. de Hacienda

¹ Adicionalmente, en 2009 le transfirió al Tesoro US\$ 2.500 por los DEG recibidos por la capitalización del FMI que fueron computados erróneamente como un ingreso corriente, y en última instancia tuvieron efecto monetario expansivo.

El anteúltimo eslabón de la subordinación del BCRA al Tesoro se dio con la creación del Fondo del Desendeudamiento Argentino (FONDEA) en 2010 y que fue reeditado en 2011, por el cual se dispuso que se podían utilizar las “reservas de libre disponibilidad” (calculadas como el exceso de reservas por sobre la base monetaria) para todos los vencimientos de deuda en moneda extranjera.

Si bien los montos de vencimientos considerados para calcular los FONDEA (US\$ 6.600 M en 2010 y US\$ 9.600 M en 2011)² fueron superiores a los vencimientos “efectivos” (debido a la deuda que está en manos del propio sector público y a los nuevos préstamos recibidos de los Organismos Internacionales), el BCRA le transfirió al Tesoro el monto total: la diferencia de unos US\$ 8.800 M en realidad se “convirtió” en emisión monetaria destinada a financiar el crecimiento del gasto público.

Así, **teniendo en cuenta todos estos conceptos** (pago con reservas al FMI, cuasifiscal, adelantos transitorios, FONDEA 2010 y 2011), **entre 2006 y 2011 la asistencia total del BCRA al Tesoro totalizó US\$ 36.700 M** (equivalente a un promedio anual del 2,8% del PBI). **Este proceso se profundizó en los últimos dos años, en los cuales la asistencia al Tesoro promedió nada menos que el 4% del PBI: no casualmente, en 2011 fue prácticamente el mismo monto que lo gastado en subsidios a la energía, transporte y alimentos.**



² Estrictamente, los FONDEA para el pago a acreedores privados fueron por US\$ 4.400 M en 2010 y US\$ 7.500 M en 2011. Los montos remanentes (unos US\$ 2.200 M cada año) fueron utilizados en virtud del DNU 1599/05 permitía la utilización de reservas de libre disponibilidad para el pago a Organismos Internacionales (Decretos 298/10 y 276/11, respectivamente).

BCRA: prestamista de última instancia del Tesoro

Millones de US\$

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total
1. Reservas	9.530			2.505	6.569	9.621	28.225
2. Cuasifiscal transf. al Tesoro	195	369	1.426	1.207	5.175	2.148	10.520
3. Adelantos transitorios (aumento)	759	963	775	4.773	2.447	5.805	15.521
TOTAL (US\$ M)	10.484	1.332	2.201	8.485	14.192	17.573	36.693
TOTAL (% del PBI)	4,9%	0,5%	0,7%	2,8%	3,9%	4,0%	2,8%

Fuente: LCG en base a BCRA

Como es natural, **el nuevo rol del BCRA como prestamista de última instancia del Tesoro repercutió sobre su situación patrimonial y la “calidad” de su activo**. Las Letras Intransferibles (en dólares) que recibió el BCRA a cambio de las reservas que entregó al Tesoro han ganado participación rápidamente en el total del activo, al igual que los adelantos transitorios (que, por cierto, se han transformado en permanentes): naturalmente, se trata de “papelitos” con nula chance de cobrabilidad en el futuro. De hecho, **la participación del financiamiento al Gobierno Nacional en el total del activo del BCRA se ha prácticamente duplicado entre 2008 y 2011 y ya representa la mitad del total**. La contrapartida del aumento del activo ha sido un incremento aún mayor de los pasivos financieros del BCRA, particularmente en el caso de la base monetaria (que, medida en dólares, aumentó 60% en sólo dos años). Así, el patrimonio neto de la entidad monetaria se redujo de US\$ 13.100 M en 2009 a US\$ 8.700 M en 2011.

BALANCE BCRA

Miles de millones de US\$

	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
ACTIVO TOTAL	55,5	71,9	77,3	79,3	94,1	100,6
.Reservas int. netas	28,3	42,8	37,9	37,5	41,6	36,0
.Reservas brutas	32,0	46,2	46,4	48,0	52,2	46,4
.Encajes en USD	-2,4	-2,7	-5,0	-7,3	-9,8	-5,7
.Fondos BIS y Otros	-1,3	-0,7	-3,5	-3,1	-0,8	-4,6
.Gobierno Nacional	19,2	19,6	20,5	24,2	34,0	49,0
.Títulos públicos	1,9	1,6	1,8	3,8	5,1	3,8
.Adelantos Transitorios	6,0	6,8	7,7	9,6	11,6	15,6
.Letras intransferibles	11,3	11,2	11,0	10,8	17,3	29,6
.Otros	4,3	6,1	10,4	7,2	8,0	5,3
PASIVOS TOTALES	47,8	62,4	68,5	66,3	84,4	92,0
.Pasivos financieros	41,7	52,4	51,4	49,2	68,9	75,1
.Base Monetaria	26,1	31,5	31,7	32,2	40,3	51,8
.Pases netos	0,4	1,0	2,5	2,1	3,6	3,0
.Lebac y Nobac	13,7	18,1	15,4	14,3	22,3	19,6
.Cuenta Cte Gob. Nac.	1,5	1,8	1,9	0,6	2,7	0,7
.Otros	6,1	10,0	17,1	17,0	15,6	16,9
PATRIMONIO NETO	7,7	9,5	8,8	13,1	9,7	8,7
Financ. Gobierno / Activo	34%	27%	27%	30%	36%	49%

Fuente: LCG en base a BCRA

La reforma de la Carta Orgánica del BCRA recientemente aprobada por el Congreso Nacional no es más que el corolario de este progresivo proceso de deterioro patrimonial y de borrar los límites divisorios entre el Tesoro y el organismo monetario.

Una reforma muy abarcativa

El objetivo principal de la reforma de la Carta Orgánica fue el de asegurar la utilización de reservas para el pago de los vencimientos de la deuda (US\$ 7.500 M en 2012) en un contexto de evaporación de las Reservas de Libre Disponibilidad. Para ello se mo-

labourcapitalgrowth

Ramsay 1810 - Piso 5°
(5411) 4787-2326
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

dificaron precisamente tres artículos de la Ley de Convertibilidad³ y **se abandonó la figura misma de las RLD**. A partir de ahora, la determinación de las “reservas excedentes” estará a cargo del Directorio del BCRA, y se podrán aplicar también al pago de la deuda externa oficial bilateral (modificación introducida para contemplar un eventual pago al Club de París).

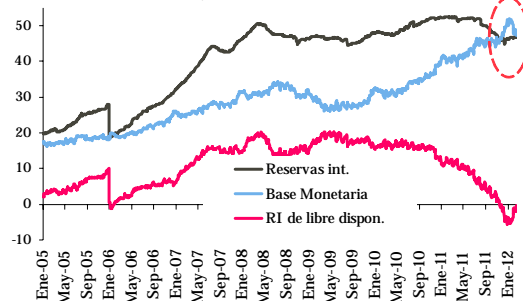
Pese a que en su exposición del proyecto en Diputados la presidenta del BCRA había negado explícitamente que se modificaran los límites de los adelantos transitorios⁴, **un pedido de último momento por parte del viceministro de economía Kicillof obligó a incluir en el proyecto la modificación del límite vinculado a los ingresos: el margen se duplicó del 10% al 20%**. Esta modificación implica para el Tesoro **un financiamiento adicional por \$ 54.000 M en 2012 (25% de la base monetaria)**, que se suman a los \$ 20.000 que iban a estar disponibles como consecuencia del incremento de la recaudación y la base monetaria. Así, **el BCRA podrá financiar -vía emisión monetaria- al Tesoro por \$ 74.000 M por adelantos transitorios en 2012, que se suman, a su vez, a los \$ 15.000 M que le transferirá por el resultado cuasifiscal del 2011: esto hace un total de \$ 89.000 M, cifra equivalente al 3,9% del PBI**. Si adicionamos también los US\$ 5.674 M en reservas destinados al pago de los vencimientos de la deuda, **vemos que la asistencia total del BCRA al Tesoro podría alcanzar al 5% del PBI en 2012**.

Si bien estos son los cambios más destacados, la reforma también aumenta sensiblemente el margen

³ Los artículos 4º, 5º y 6º de la Ley N° 23.928.

⁴ Marcó del Pont fue contundente en su exposición ante la Comisión de Finanzas de Diputados: “*Se han dicho tantas pavadas: por ejemplo, que nosotros íbamos a salir a emitir a lo loco a partir de esta reforma. (...) el artículo 20, que fija la capacidad de adelantos al Tesoro en una relación de la base monetaria y de la recaudación, no se modifica y se mantiene tal cual está.*”

Reservas internacionales de libre disponibilidad
En miles de millones de US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

de intervención del BCRA en el sistema financiero.⁵ El inciso f) del artículo 14° es prácticamente una ley de entidades financieras en un solo párrafo, ya que habilita al Directorio a “regular las condiciones del crédito en términos de plazos, tasas de interés, comisiones y cargos de cualquier naturaleza, así como orientar su destino por medio de exigencias de reservas, encajes diferenciales u otros medios”. Se permite **también la utilización de descuentos a instituciones bancarias para la promoción del crédito a mediano y largo plazo destinado a la inversión productiva**, a la vez que extiende el espacio regulatorio del BCRA a las cámaras liquidadoras y compensadoras, las remesadoras de fondos y las empresas transportadoras de caudales, y lo faculta a proveer a la protección de los derechos de los usuarios de servicios financieros y a la defensa de la competencia.

La reforma también le confiere más poder al presidente del BCRA. Además de facultarlo a operar directamente en los mercados monetario y cambiario (hasta ahora se trataba de una atribución del directorio), **pasa a dirigir la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, que anteriormente funcionaba como un órgano desconcentrado y a la cual se le recortan sensiblemente sus funciones y autonomía**⁶: el superintendente pasa a ser así un Subgerente General más en la estructura administrativa del Banco Central, y ya no podrá nombrar, promover ni separar al personal de la superintendencia.

Por último, hay algunas modificaciones que afectan la transparencia de la información provista por el BCRA. En primer lugar, **el proyecto original inexplicablemente eximía al BCRA de la obligación de compi-**

⁵ Por lo pronto, el artículo 4° establece que es función y facultad del Banco “regular” el funcionamiento del sistema financiero (anteriormente mencionaba “vigilar”).

⁶ Inciso e) del artículo 10° y artículos 44°, 47° y 48°.

lar y publicar regularmente las estadísticas monetarias y financieras, ya que sólo debería publicar antes de cada ejercicio “sus objetivos y planes (...) de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria”⁷. En la discusión parlamentaria se modificó el proyecto original y se mantuvo la obligación de compilar y publicar la información. En segundo lugar, el BCRA ya no tiene la obligación de presentar el programa monetario: si bien había perdido toda relevancia, al menos servía para tener una pauta aproximada de lo que el BCRA anunciaba que haría en materia monetaria (que, en todo caso, modificaba posteriormente *a piacere*). Finalmente, **se relajan los requisitos contables para la presentación de los Estados Contables del BCRA**: anteriormente regían los establecidos por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias -que eran comunes para el conjunto de las entidades-; ahora es suficiente que sean elaborados de acuerdo a las normas generalmente aceptadas.

Las implicancias de la reforma

La reforma implementada implica terminar de borrar la línea divisoria entre el BCRA y el Tesoro. Teniendo en cuenta nuestra triste historia monetaria e inflacionaria, esto representa un riesgo no menor. Obviamente, la magnitud del déficit a financiar es muchísimo menor a la existente en los '80 y que culminó con los episodios hiperinflacionarios. Pero para un Gobierno que posterga indefinidamente la resolución de los problemas económicos que pueden generarle costos políticos, **el progresivo deterioro institucional en materia de autonomía del BCRA** (entendida como la limitación del financiamiento al Tesoro) **no puede pasar desapercibido.**

⁷ Artículo 42°.

Máxime cuando el empeoramiento de la posición macro lo ha encerrado al Gobierno en un laberinto de medidas (cepo cambiario, cepo comercial, limitación a la remisión de utilidades, etc) **con impacto sobre la actividad económica.** De acuerdo a nuestro estimador de la actividad económica, **el ritmo de crecimiento del PBI y comenzó a desacelerarse desde noviembre y en enero creció sólo 3,1% ia en enero. De hecho, hasta los datos del INDEC reflejan el menor ritmo de crecimiento de la economía**⁸.

Después de que se evaporaran los colchones con que contaba la economía (cambiario, fiscal, energético, AFJP), las reservas acumuladas en el BCRA son la última fuente de recursos “a mano” con que cuenta la economía. La apuesta del Gobierno es muy clara: usar el financiamiento del BCRA para contrarrestar la desaceleración de la economía. **Si la apuesta sale bien y la economía logra crecer por encima del 3%, CFK podrá plantarse contra los pronósticos agoreros y la ausencia de oposición, y revalidar ante la sociedad su “receta” económica. Obviamente, se trata de una apuesta que no está exenta de riesgos.**

Abandonada la obligación de respaldar la base monetaria, la determinación del nivel de reservas será atribución del Directorio del BCRA. Establecer el nivel “óptimo” o “adecuado” de reservas es una tarea muy compleja, ya que no sólo depende de variables corrientes (importaciones, pasivos monetarios, niveles de deuda pública, etc) sino de aspectos idiosincrásicos (tamaño y apertura de la economía, propensión a la dolarización, etc) de cada país. Si uno toma los parámetros utilizados en un trabajo del propio Banco Central de 2006 (4 meses de importaciones, el 12,5% del M2 ajustado por un índice de riesgo país y los vencimien-

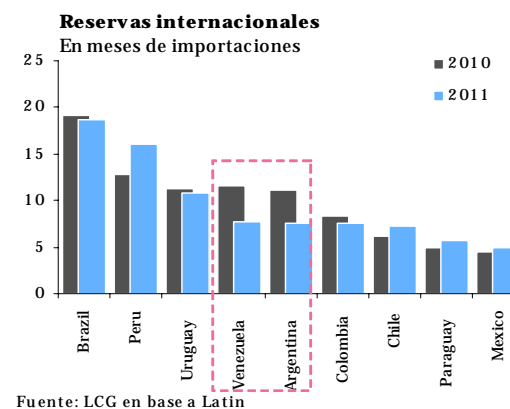
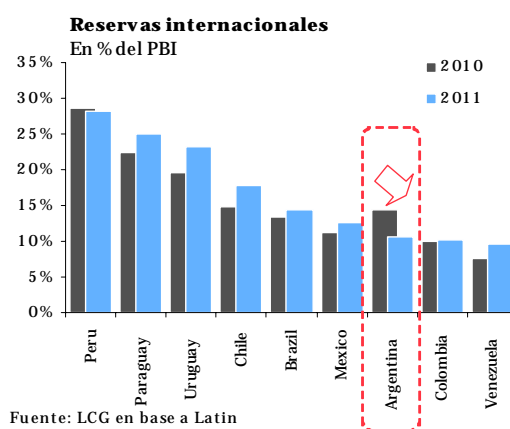
⁸ Después de una expansión del 9,3% en el 3T-11 y del 7,3% en el 4T, el crecimiento interanual del EMAE se redujo al 5,5% en enero.

tos de corto plazo de la deuda en moneda extranjera), **el nivel de reservas debería ubicarse hoy en torno a los US\$ 47.000 M, prácticamente el nivel actual.** Obviamente, se trata de un criterio arbitrario y que en su momento fue utilizado en su momento para justificar la política de acumulación de reservas y sostenimiento del tipo de cambio real competitivo. Con un objetivo exactamente opuesto ya habrá un nuevo trabajo técnico que justifique que la cifra óptima es en realidad significativamente menor.

Haciendo un comparativo con los otros países vecinos y utilizando criterios más sencillos (Reservas/PBI, meses de importaciones) se puede realizar algunas observaciones interesantes. En primer lugar **nuestro nivel de reservas se encuentra un poco por debajo de un promedio regional que es alto en términos históricos.** En segundo lugar **Argentina fue el país que mostró el mayor retroceso en ambos criterios en 2011** (con una caída aproximada del 30%) **producto del salto en la dolarización de portafolios.**

Visto desde una perspectiva estática, el nivel de reservas actual no representa un factor riesgo. **Pero si se mira la película y no la foto, el análisis se modifica sustancialmente. La situación macro ha venido mostrando un evidente deterioro en los últimos años.** La utilización del tipo de cambio como “ancla” inflacionaria y dinamizador del consumo, ha generado un proceso de apreciación real que motorizó la dolarización de carteras en 2011 y derivó en los cepos cambiario y comercial. Sin embargo, el proceso continúa latente.

Es cierto que la deuda pública se encuentra en niveles inéditamente bajos (tanto en comparación con nuestra historia como con respecto al resto del mundo) y el Gobierno cuenta con la “bala de plata” del financiamiento externo para suplir la escasez de dólares. Pero no es menos cierto que el Gobierno elige siempre postergar la verdadera solución a los pro-



blemas buscando nuevos parches. **Con la reforma a la Carta Orgánica el Gobierno se apropia de una de las últimas fuentes de recursos disponibles y al utilizarla aumentará la cantidad de Pesos vía emisión mientras usa las reservas en dólares.** El resultado abarcará una mayor inflación a la que hubiera tenido lugar, junto a un agravamiento de la divergencia entre el dólar oficial y el paralelo, que tornará más compleja cualquier salida de los torniquetes que en los últimos tiempos se han impuesto.

De esta manera, **CFK elige fugar hacia delante confiando en que el nuevo margen de financiamiento, en conjunto con el estricto cepo comercial en vigencia, impidan el estancamiento de la economía y den por tierra con cualquier crítica opositora de cara a las elecciones del año que viene.** En un escenario intermedio (se utiliza la mitad del aumento del margen, \$ 27.000 M), **el Gobierno tiene financiamiento para sostener un crecimiento del gasto primario del 31% que, con un crecimiento de la recaudación del 22%, redundaría en un déficit primario del 1,2% del PBI (2,5% del PBI en caso de excluir los ingresos extraordinarios)⁹.**

Pero la **economía argentina cuenta con escaso margen de compresión de sus importaciones** ya que apenas el 20% de las mismas no se utilizan en el proceso productivo. **El mantenimiento de las restricciones impactará sobre la actividad económica y licuará parcialmente el poder de la apreciación cambiaria como principal política “antiinflacionaria”.** Por si fuera, a la apreciación del tipo de cambio de exportación y la suba del salario en dólares, se le suman señales (control de precios, incumplimiento de contratos o condiciones pautadas, o imposibilidad de girar dividendos al exterior) que apuntan todas en una única dirección: **un extraordinario aumento**

⁹ De utilizarse completamente el margen de financiamiento adicional del BCRA, el gasto primario podría crecer 38% en 2012.

Superávit primario
En % del PBI

		Recaudación tributaria (Var. ia, en %)		
		20%	22%	25%
Gasto primario (Var. ia, en %)	25%	-0,4%	0,0%	0,5%
	31%	-1,6%	-1,2%	-0,7%
	38%	-2,8%	-2,4%	-1,9%

Fuente: LCG

del “riesgo regulatorio” para la actividad privada. Y el impacto de esta realidad llegará aunque a la oposición le cueste adelantarse y encontrar un relato adecuado que confronte con éxito el oficial.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.