

## NOMINALISMO O VALORISMO DE LA MONEDA

### Problemática de la variación del poder adquisitivo del dinero

Por Dr. Eduardo A. Barreira Delfino 

El presente artículo se difunde con la autorización expresa de su autor y fue publicado en Colección Compendio Jurídico: Temas de Derecho Comercial, Empresarial y del Consumidor - Año VII - Junio de 2021 - ERREIUS -ERREPAR

#### SUMARIO

1. El objetivo de la estabilidad monetaria .....	02
2. La inoportuna reforma de la Carta Orgánica .....	06
3. Relevancia de la administración de las reservas internacionales .....	08

El art. 3° de la Carta Orgánica del BCRA, en su versión originaria de 1992, le imponía al organismo rector, como misión primaria y fundamental, la de: **“preservar el valor de la moneda”**.

Tal misión primordial encausaba la delegación de una función trascendente que, por imperio del art. 75°-19) de la Constitución Nacional, le compete al Congreso de la Nación.

Diversas doctrinas han examinado cuál es la función primaria y fundamental de los bancos centrales y que es lo que los caracteriza como tales, entre otras instituciones financieras.

Así se ha puesto énfasis en los aspectos siguientes:

- El monopolio de la emisión de billetes.
- El control del crédito.
- El rol de prestamista de última instancia.
- La estabilidad del patrón monetario.
- La custodia de las reservas de oro y divisas.

## 1. EL OBJETIVO DE LA ESTABILIDAD MONETARIA

En la práctica, todas esas funciones primordiales están relacionadas las unas con las otras y se complementan entre sí. Pero puede sostenerse válidamente que una preocupación común de los bancos centrales siempre ha sido y es mantener el equilibrio entre los factores internos y externos, con el propósito de alcanzar y asegurar la estabilidad monetaria como plataforma insoslayable para coadyuvar al desarrollo económico de la sociedad en su conjunto. Es decir, que existe consenso internacional acerca de que los bancos centrales tienen la relevante función de salvaguardar la estabilidad monetaria.

Entre estabilidad monetaria y desarrollo económico no debe haber contraposición entre ambos conceptos y, por lo tanto, tampoco debe haber confusiones conceptuales acerca del significado que tienen en las responsabilidades de gobierno.

De incurrirse en error, como muchas veces lo han deslizado los predicadores del crecimiento acelerado por medios inflacionarios, los resultados derivados de tal confusión se traducen en estancamiento y retroceso económico, que se traduce en perjuicio del conjunto de la sociedad. Tales apologistas, no son serios, precisamente por confundir crecimiento económico con desarrollo económico, como si fueran simples juegos de palabras.

No debe olvidarse que el crecimiento económico es un simple hecho “cuantitativo”, que se mide estadísticamente y que representa una situación macroeconómica entre dos momentos determinados, ponderados en función de la comparación de índices de comportamiento entre los períodos seleccionados (generalmente anuales).

Se trata de un dato meramente abstracto, que solo sirve para observar una “situación coyuntural”, pero que no llega a ser realmente percibido por el conjunto de la sociedad, porque generalmente no denota movilidad social. Por ello se agota en el corto plazo y se encuentra muy condicionado por los vaivenes internos como externos, precisamente por ausencia de genuina sustentabilidad.

Por el contrario, el desarrollo económico es algo mucho más profundo y significativo, dado que se trata de un fenómeno “cualitativo” que, desde una óptica macro-económica, refleja una “situación estructural”, acerca del grado de progreso y bienestar general de una sociedad, que hace factible una movilidad social ascendente y contagiosa, que repercute en lo económico, social, institucional y cultural, integrando los distintos sectores de la sociedad hacia un futuro de mayor bienestar general, no solo para la generación presente sino principalmente para las generaciones venideras.

En realidad, el crecimiento económico es un sucedáneo que integra todo proceso de genuino desarrollo en su concepción sustancial, pero sin desarrollo, solo muestra un instante del devenir de los países.

Es de lamentar que se invoque el término de crecimiento económico, por quienes responden a postulados impregnados de políticas populistas, las que conceptualmente se sintetizan en “pan para hoy, hambre para mañana”.

Al respecto, puede observarse que quienes son partidarios de modelos de consumo (corto plazo), con indiferencia por poner atención en la producción satisfactoria de bienes y servicios, miran con simpatía la emisión de moneda como herramienta facilista de creación de dinero, sin interesarles la estabilidad monetaria, debido a su indiferencia por la generación de genuino desarrollo.

Estos modelos tentados de inspiración populista, a los efectos de generar simpatías en la población para lograr la atracción de votos, son pasajeros y no solucionan los problemas socio económicos de la dinámica de la sociedad, porque se agotan en sí mismo y en cortos plazos, comprometiendo severamente las expectativas de futuro del bienestar general, principalmente el de las próximas generaciones.

Por el contrario, el desarrollo económico conjuga políticas que se inspiran en la máxima “esfuerzo para hoy, bienestar para mañana”, razón por la que se persigue seguir modelos de inversión, en procura de mayor producción de bienes y servicios para beneficio de la sociedad, postergando el consumo para más adelante, de modo que la estabilidad monetaria es condición imprescindible para

los procesos de desarrollo y la emisión monetaria debe estar al servicio de tal estabilidad, a los efectos de generar sustentabilidad en el tiempo y confiabilidad a los actores económicos.

Va de suyo que esta concepción, no goza de generalizada simpatía y livianamente es considerada como un sistema proclive a los ajustes económicos.

Es preciso señalar que la estabilidad monetaria, por sí sola, va delineando el campo propicio para el desarrollo económico, que requiere de proyección futura y la estabilidad monetaria alienta esas proyecciones. Por su parte, el desarrollo económico solo tiene viabilidad en la medida que se alcance la estabilidad monetaria, estabilidad que debe ser genuina, prolongada y consolidada en el tiempo; de ninguna manera puede ser ficticia y fugaz, precisamente porque la desvalorización del signo monetario nacional, cercena todo intento de iniciativas que deben proyectarse hacia el futuro.

Siendo indiscutible la relevancia social de la estabilidad monetaria en la dinámica de toda sociedad, es que bajo esta óptica, el texto originario de la Carta Orgánica, le impuso al Banco Central la “misión primordial y fundamental de preservar el valor de la moneda”, de modo tal, que se tomó partida por la corriente que pregona que el desarrollo de la economía y del país, solo es posible dentro de una estructura de estabilidad monetaria, financiera y cambiaria, sustentada en el mantenimiento del valor adquisitivo del signo monetario nacional.

La experiencia internacional indica que la estabilidad monetaria ha estado indisolublemente ligada a los procesos de desarrollo; el uno sin el otro no puede funcionar. A través de una moneda sana, sólida y estable, se posibilita la promoción del ahorro interno, el acceso al crédito y el advenimiento de la inversión y, como contrapartida, se desalienta la licuación del ahorro, la especulación financiera y la fuga de capitales.

Va de suyo que el objetivo perseguido al sancionarse la Carta Orgánica, consistía en brindar un marco legislativo contundente que sirviera realmente para preservar el valor de la moneda y permitiera deslindar inequívocamente las responsa-

bilidades monetarias en cabeza del ente rector, de aquellas otras de competencia del gobierno nacional.

Tal objetivo estaba directamente vinculado en forma directamente proporcional a la emisión monetaria, precisamente porque el uso de la emisión monetaria bajo metas de inflación, es lo que asigna poder efectivo al Banco Central para cimentar su credibilidad, tanto en el ámbito interno como internacional y, de ese modo, posibilitar la defensa del valor de la moneda local.

Existe consenso internacional, que la defensa de una moneda estable, es incompatible con poderes diluidos y atribuciones meramente formales en manos de un Banco Central, porque queda a merced de las voluntariosas interferencias derivadas de los gobiernos de turno.

No puede pasarse por alto que, la discrecionalidad en la emisión de dinero sin respaldo objetivo, en nuestro país ha sido una constante perpetuada durante largos períodos en el pasado desde 1970 hasta el presente (con excepción de la década de los 90, de vigencia de la convertibilidad), con nefastas derivaciones y secuelas para la vida de la sociedad como es conocimiento de público y notorio.

Emitir billetes puede o no generar inflación. Si se persigue incentivar el consumo sin activar la producción y la inversión, la inflación es su consecuencia inmediata. Por el contrario, si se emite dentro de un contexto que posibilite el ahorro, el crédito y la inversión y, de ese modo, se incremente la producción, se atenúa el riesgo de inflación.

La ecuación es sencilla, cuando aumenta la demanda de bienes y servicios sin aumento de la productividad, hay inflación; y ello se traduce en el lógico aumento de las desigualdades socioeconómicas y de la falta de confianza en el mañana. Por el contrario, cuando se aumenta la oferta de bienes y servicios por mayor productividad, se contiene la inflación y renace la confianza ante las perspectivas de un mejor futuro.

El manejo de la masa monetaria es muy amplio, debiendo girar todas sus vicisitudes alrededor de un apotegma insoslayable que consiste en preservar el valor de la moneda, de modo de salvaguardar las funciones intrínsecas del dinero.

No hay mejor política social, que controlar seriamente la inflación

A su vez la estabilidad monetaria y, consecuentemente, la cambiaria, en la medida que su responsabilidad se encuentre en cabeza del Banco Central genuinamente autárquico, equivale a preparar y abonar la tierra para que el sector público y el sector privado proyecten su siembra y cosecha ulterior. La estabilidad monetaria y la cambiaria, constituyen un presupuesto inexorable para posibilitar el desarrollo económico y el de la sociedad en su conjunto.

En síntesis, acertadamente se ha sostenido que la tutela de la estabilidad monetaria debe ser sacada de la competencia del Poder Ejecutivo nacional, atento su grave e inveterada predisposición natural a vulnerarla. Obsérvese que todos los análisis empíricos demuestran que la financiación de los desequilibrios presupuestarios constituye el factor que con mayor frecuencia y gravitación determina la expansión monetaria más allá de su demanda.

Un dato significativo para meditar es que en los últimos 120 años de la vida nacional, sólo hubo 10 años de superávit fiscal contra 110 años de déficit consuetudinario.

## 2. LA INOPORTUNA REFORMA DE LA CARTA ORGÁNICA

Al respecto, la reforma introducida por la Ley 26.739 deviene grave para la sociedad, porque ha eliminado esa función primaria y fundamental de preservar el valor de la moneda en cabeza del BCRA. Incluso se aparta del mandato constitucional establecido en el art. 75°-19) de la Carta Magna, base de sustentación jurídica de la delegación de facultades efectuadas en el BCRA.

Configura un sorprendente y malicioso retroceso, porque denota una llamativa indiferencia a la estabilidad económica, financiera y cambiaria. Va en sentido inverso a lo que sucede en casi todo el mundo, donde los bancos centrales

tienen como objetivo preponderante la estabilidad monetaria, bajo metas de inflación.

La política de regulación monetaria en base a una meta inflacionaria, debería considerarse como el primer paso hacia una estrategia tendiente a vincular la política monetaria con las necesidades del ciclo económico.

Si bien con los análisis previos no puede establecerse una relación de causalidad entre el esquema de metas y el logro de menor inflación, es altamente probable que el esquema haga su aporte para lograr ese cometido y, por lo tanto, es recomendable que sea tenido en cuenta como una opción válida para los países.

La experiencia internacional avala la efectividad de la metas de inflación. Una muestra sobre numerosos países con inflación superior a un dígito, permite observar que han logrado alcanzar inflaciones de un dígito, en procesos continuos no menores a 10 años. Y en todos ellos, fueron factores claves la fijación de objetivos anti-inflacionarios claros utilizando metas de inflación y la independencia de sus bancos centrales.

Las metas de inflación configuran una herramienta eficaz para su paliativo, que consiste en que el banco central determine una “banda de fluctuación” de la inflación, fijando un límite inferior y otro superior, que sirve de señales para el trazado de la política monetaria, orientando la expansión o contracción de dinero.

De esta manera, el sistema de metas persigue que los actores económicos ordenen y coordinen sus previsiones en función de las expectativas inflacionarias trazadas. Y en este sentido, la transparencia en la comunicación sobre los objetivos perseguidos y la credibilidad que demuestre el banco central en su gestión, el nivel de la actividad económica puede demostrar pautas razonables de estabilidad inflacionaria, coadyuvando al crecimiento económico.

Al retirarle al BCRA de manera inequívoca la importante función de preservar el valor de la moneda nacional, la intencionalidad subyacente ha sido minar la autarquía e independencia del ente rector, de modo de permitir al Gobierno na-

cional interferir y trazar la política monetaria, abriendo la puerta para canalizar sus necesidades de financiamiento funcional.

Procede tener presente que la ejecución de la política monetaria consiste precisamente en el buen manejo de esos instrumentos, que requiere de alto tecnicismo y profesionalidad.

El fenómeno de la creación de dinero bancario como consecuencia de la recepción de depósitos, por parte de las entidades financieras, tiene incidencia directa en la consecución de objetivos macroeconómicos, para lo cual, es preciso dotar al BCRA de instrumentos adecuados para conseguir el cumplimiento de esos objetivos, como ser, principalmente, el nivel de liquidez y tipos de interés, lo que conlleva la administración permanente de la masa de dinero circulante y el monitoreo de las proyecciones inflacionarias que pueden existir.

Y en consonancia con lo expuesto, la reforma de la ley 26.739, también alcanza al art. 14º de la Carta Orgánica, para dejar sin efecto la previsión legal que asignaba al Directorio la determinación de la ejecución de la política monetaria y financiera, de modo de atender lo que era esa función primordial de preservar el valor de la moneda, ahora deshabilitada. Y como simbolismo de ello, he de recordar que se eliminó la consigna de “preservar el valor de la moneda”, resaltada al frente de la entrada al edificio de la Institución monetaria.

### **3. RELEVANCIA DE LA ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**

Las reservas internacionales de un país están constituidas por aquellos “... activos externos a disposición inmediata y bajo el control de las autoridades monetarias para satisfacer necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de influir sobre el tipo de cambio, y para otros fines conexos, como el mantenimiento de la confianza en la moneda y la economía y servir como base para el endeudamiento externo. Forma parte integral del concepto de reservas internacionales el hecho de poder “disponer de ellas de inmediato” y estar “bajo el control de” las autoridades monetarias. Es decir, solo aquellos activos que satisfacen estos criterios pueden considerarse activos de reserva. Los activos de reserva comprenden el oro monetario, los de-

rechos especiales de giro (DEG), la posición de reserva en el FMI y otros activos de reserva”<sup>1</sup>

La custodia y administración de las reservas de oro, divisas y activos externos del país, es una función consuetudinaria de la banca central y deviene del monopolio de emisión de billetes y monedas, que también le es reservado entre sus atribuciones legales.

Ambos aspectos están interconectados. Así puede observarse que las existencias de oro y divisas componen un rubro del “Activo” en el balance del BCRA y que, su contrapartida, la emisión de billetes respaldada por esas existencias, integran un rubro del “Pasivo”.

A su vez, ellos deben estar estrechamente ligados, por la responsabilidad que deviene del objetivo irrenunciable de garantizar el valor de la moneda nacional, aún a pesar de haberse irresponsablemente derogado la misión primordial y fundamental de la anterior Carta Orgánica de “preservar el valor de la moneda”, como se ha visto.

La finalidad evidente para que la banca central tenga en su poder oro y divisas, parece ser la de poder disponer de una reserva de dinero internacional destinada a hacer frente, en cualquier momento, a un saldo adverso de la balanza de pagos y a sostener el valor externo de la moneda nacional.

Pero en la medida en que un banco central está obligado legalmente a mantener una reserva mínima contra su emisión de billetes o contra la suma de su emisión y de sus obligaciones por depósitos, su existencia de oro y divisas queda inmovilizada, sin que se pueda disponer de ella para saldar las cuentas internacionales.

Por lo tanto, la fijación de una reserva mínima exige virtualmente que el banco central mantenga dos clases distintas de reserva, una de carácter interno y afectada a la circulación monetaria nacional y la otra de índole externa y libre (esto es, libremente disponible para su uso activo como dinero internacional).<sup>2</sup>

Paralelamente, el art. 33º de la Carta Orgánica autoriza al BCRA a mantener una

---

1. Fondo Monetario Internacional en “Reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera”, edición del FMI en español, Washington DC, Estados Unidos de Norteamérica - Año 2013.

2. DE KOCK, M. H., “Banca central”, editorial FONDO DE CULTURA ECONOMICA, México - Año 1970.

parte de sus activos externos en depósitos u otras operaciones a interés, en instituciones bancarias del exterior o en papeles de reconocida solvencia y liquidez.

Si bien la ley no fija el límite factible de inversión, estimo que la atribución conferida solo puede ejercerse en la medida que la disponibilidad de las reservas no afecte las que son necesarias para el debido ejercicio de las funciones que le competen al BCRA.

El esquema de la ley es claro, la concentración y administración de las reservas tiende a respaldar la emisión de billetes y afrontar eventuales momentos de emergencia, permitiendo la inversión de estas para obtener un rendimiento lícito en vez de mantenerlas inmovilizadas.

La toma de decisiones por parte del BCRA dentro de los límites fijados oportunamente por la ley 23.928 y por la Carta Orgánica, goza de un cierto grado de flexibilidad, que debe ejercerse prudentemente. Pero ello es preferible para la salud monetaria del país, a la discrecionalidad y permisividad que se desprendía de la anterior ley orgánica derogada.

Las reservas constituyen el componente más importante de los activos del BCRA y se utilizan para financiar los pagos al exterior o para intervenir en el mercado cambiario.

Las reservas son el resultado de las transacciones que un país realiza con el exterior. Las reservas fluctúan permanentemente, conforme sean los movimientos de ingresos de divisas (representadas por las exportaciones, créditos de instituciones financieras extranjeras, inversiones extranjeras en el país y transferencias de recursos hacia el país) y egresos de divisas (representadas por las importaciones, pagos de servicios de deuda al exterior, radicación de capitales en el exterior y transferencias de recursos hacia el extranjero).

Atento lo expuesto, es necesario reafirmar que las reservas no son del Gobierno, ni de los argentinos ni del país, como graciosamente algunos políticos oportunistas expresan, sino que son del BCRA, ya que integran jurídicamente su patrimonio. Formulada esta aclaración conceptual, es preciso tener en cuenta que las varia-

ciones de las reservas, como fenómeno dinámico, afectan directamente la base monetaria, que esta integrada por la circulación monetaria (billetes en poder de la población) y los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BCRA. Por ello, la ecuación “reservas – base monetaria”, es fundamental para cimentar la confianza de la población.

Fácil resulta deducir que la base monetaria es la principal obligación del BCRA y, por lo tanto, el principal rubro del Pasivo de la Institución.

El nuevo art. 4º-d) de la Carta Orgánica del BCRA, conforme la reforma introducida por la ley 26.739, refirma como una de las funciones primordiales del ente rector monetario, la concentración y administración de las reservas internacionales.

En primer término, procede decir que la autarquía asignada al BCRA, implica la existencia de patrimonio propio y de administración exclusiva de ese patrimonio, por parte de la máxima autoridad legal de la Institución (o sea el Directorio, no su Presidente, confusión muy generalizada).

Por consiguiente, el BCRA como titular de un patrimonio, debe llevar estados financieros propios, que reflejen su situación patrimonial, económica y financiera; así lo exigen los arts. 34º y 35º de la Carta Orgánica, cuando regula las cuentas y los estados contables que corresponde llevar a la Institución y la carga de la publicidad de sus respectivos numerarios.

Bajo esta premisa, el Balance del BCRA registra en el ACTIVO, el rubro “Reservas Internacionales”, lo que indica que – jurídicamente – tales reservas pertenecen al Organismo, correspondiendo a sus autoridades legales el deber de administrarlas correctamente con más la facultad de disponer de ellas eficientemente (art. 33º de la Carta Orgánica).

De modo tal, que resulta indiscutible que las reservas internacionales pertenecen al BCRA y ellas sirven para cumplir un rol superlativo, como es preservar el valor de la moneda, misión primordial del BCRA (ahora eliminada), debido a que su correcta y eficiente administración, permite atenuar los efectos de las fluc-

tuaciones en la balanza de pagos y las perturbaciones ocasionadas por los fenómenos monetarios, en el desenvolvimiento de los negocios para, de ese modo, proteger el signo monetario nacional de cuya estabilidad dependen los precios y el poder adquisitivo de los distintos sectores de la población.

Durante la vigencia de la convertibilidad, la paridad del peso con el dólar estaba respaldada por el BCRA, con reservas suficientes para posibilitar el cambio de cada billete de moneda nacional por un billete de moneda estadounidense, a la paridad vigente; de modo que, para sostenerse la paridad de cambio, debía existir en las arcas del BCRA, el equivalente en moneda extranjera de la masa circulante.

Al salirse del esquema de la convertibilidad en el año 2002 y ante un régimen monetario de inconvertibilidad, el BCRA continuó con la obligación de conservar reservas suficientes para contrarrestar las fluctuaciones en el ingreso y egreso de divisas, a fin de que la masa monetaria guarde relación con la cantidad de reservas existentes.

En este sentido, la acumulación de reservas coadyuva a dar tranquilidad y confianza en el cumplimiento de esos objetivos y a mantener la estabilidad de la moneda. Aunque fuerza señalar que la administración de las reservas es más compleja y, por ende, de mayor profesionalidad y responsabilidad institucional, en el régimen monetario de inconvertibilidad ahora vigente, que en el diseñado por la ley 23.928 (vigente en nuestro país entre 1991 y 2001).

Recuérdese que la salida de la convertibilidad tuvo lugar mediante la sanción de la ley 25.561 de Emergencia Económica, facultándose al Poder Ejecutivo nacional a fijar la relación de cambio entre el peso y las divisas extranjeras.<sup>3</sup>

En este orden de ideas, téngase presente que en un régimen de “flotación” cambiaria administrada como el instaurado a la salida de la convertibilidad, para una economía como la argentina, se requiere inexorablemente de reservas abundantes para el gerenciamiento eficiente de la flotación. Ergo, va de suyo que la política monetaria adquiere preponderante relevancia.

---

3. Ver Art. 2º de la Ley 25.561.

En el año 2005 se reformó la citada ley 23.928, mediante Decreto NU 1599/2005, (ratificado por ley 26.076), a fin de modificar el art. 6° de la denominada ley de convertibilidad, para establecer lo que se entiende por reservas indisponibles, en protección de la base monetaria, a efectos de poder utilizar las reservas excedente denominadas de libre disponibilidad y siempre que resulte de efecto monetario neutro, con el objetivo de aplicar estas últimas, al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales.<sup>4</sup>

A partir de allí, las reservas pasaron a distinguirse entre:

- Reservas “indisponibles”; y
- Reservas “de libre disponibilidad”.

Las reservas “indisponibles” serían las afectadas a respaldar hasta el cien por ciento (100 %) de la base monetaria, integrada por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BCRA, en cuenta corriente o cuentas especiales, razón por la cual esas reservas pasaban a constituir la prenda común de la base monetaria. La finalidad perseguida fue respaldar cuantitativamente la base monetaria, a los efectos de permitir verificar claramente que la emisión de moneda siempre iba a estar cubierta por reservas y, de ese modo, evitar tentarse con expansión monetaria artificial, debido al riesgo inflacionario que ella pueda entrañar.

Las reservas “disponibles” serían, entonces, aquellas reservas que exceden el respaldo de la base monetaria.

Irrumpió así el concepto de reservas de libre disponibilidad, a lo que cabe preguntarse: ¿qué se entiende por tal disponibilidad?

A simple lectura pareciera que el concepto de reservas de libre disponibilidad, debe entenderse como aquellas reservas que superan las que cubren la base monetaria y que, por lo tanto, son de libre uso para cualquier destino reglado o discrecional que pudiera invocarse o pretenderse.

---

4. Ver. Art. 1° del Decreto 1599/2005.

Pero ello no es así, ya que en todo régimen legal de creación de un banco central, al que se le reconoce autarquía como autonomía operativa y se le asignan las funciones de regulador monetario y de administrador cambiario (conforme establece la ley 24.144), las reservas que exceden la cobertura de la base monetaria, son de libre disponibilidad con el destino prioritario de cubrir todos los pasivos que el Banco Central asumiera como instrumentos técnicos, para el eficaz cumplimiento de las funciones macroeconómicas señaladas.

Por ello, soy de opinión que las reservas disponibles tienen, a su vez, dos subcategorías:

- Las “necesarias”, que son aquellas imprescindibles para ejercer eficientemente las regulaciones monetarias; y
- Las “excedentes”, que son aquellas que superan esa previsión técnica mencionada anteriormente.

Esta distinción es vital para entender la función monetaria y cambiaria asignada al BCRA como organismo rector en la materia.

Recuérdese también que el mercado cambiario gira alrededor del juego de la “oferta” de dólares, rubro que depende de las exportaciones del país deducidas las importaciones y del ingreso de capitales de distinta clase (inversiones extranjeras, créditos, repatriación de ahorros, aportes de capital, etc.) y de la “demanda” de dólares, rubro que depende de las transferencias al exterior del sector público como privado (pago de dudas, giro de regalías, etc.) y de las compras del empresariado y de los particulares.

Cada vez que el BCRA compra dólares para aumentar las reservas, debe hacerlo emitiendo pesos, situación que como regulador monetario, debe decidir si absorbe los pesos emitidos mediante la asunción de deuda o dejarlos en el mercado y elevar la base monetaria.

Para absorber los pesos inyectados por la compra de dólares y evitar inyectar dinero que se traduce en directa repercusión del consumo, aumentos de precios y presiones inflacionarias, debido a que el aumento de la producción y de empleo, son procesos más lentos comparados con aquellos, el BCRA recurre a la emisión

de deuda, mediante LEBAC (deuda a tasa de interés fija) o NOBAC (deuda a tasa de interés variables), lo que implican pasivos que deben afrontarse en el futuro. Ahora a las LELIQS (deuda a 28 días y a tasa de interés).

Quiero aclarar que, a mi entender, la inflación no es un fenómeno estrictamente monetarista como la considera cierta corriente, sino algo de mayor significación como es la insuficiencia de la estructura productiva del país para crear riqueza que no puede satisfacer la demanda de bienes y servicios de la población más la deficiente administración gubernamental de los recursos afectado al gasto público. Por ello me atrevo a sostener que los índices de inflación representan “ratios” que miden la gestión y administración de un gobierno. Recuérdese que los últimos cincuenta (50) años de la vida económica del país, llevaron a la depreciación de la moneda nacional en 13 dígitos, lo que corrobora la ineptitud administrativa acreditada.

En este juego monetario, el BCRA debe tener reservas suficientes que superen los pasivos contraídos, lo que en rigor de verdad indica que las reservas deben ser suficientes para soportar las tensiones y turbulencias que se generen, ante potenciales fenómenos como ser: demanda de dinero, dolarización de los activos financieros, fuga de capitales y/o superioridad del gasto público sobre los ingresos públicos.

Este principio rector denominado de la “suficiencia”, exige que su ponderación sea respetándose objetiva y estrictamente, el principio universal contable de la “partida doble” diseñado por fray LUCA PACIOLI, en su obra mítica “SUMMA ARITHMETICA”, para evitar tentarse con la denominada “contabilidad creativa”, muy divulgada en los últimos veinte (20) años para respaldar irresponsablemente espejismos conceptuales, que precipitaron escándalos económicos y financieros, muchos de ellos de resonancia mundial.

Lo expuesto revela la importancia del rol que cumplen las reservas indisponibles y las reservas disponibles (necesarias y excedentes), en atención a la función macroeconómica que la ley asigna a unas y otras.

La base monetaria no solo esta integrada por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BCRA, en cuenta corriente

o cuentas especiales sino, además, por las expectativas políticas, económicas y sociales de la comunidad, en mérito a que inciden de manera directamente proporcional, en los factores primeramente mencionados.

Circulación monetaria  
+ Depósitos a la vista  
+ Expectativas en los mercados.

En función de ello, es preciso tener bien determinada la línea divisoria entre reservas indisponibles y disponibles, cuestión que no es pasible de una interpretación meramente cuantitativa (producto de una visión simplista y de corto plazo), sino cualitativa (producto de una visión altamente profesional y de largo plazo).

Hecha esta diferenciación y para despejar confusiones, procede también recordar que la utilización de las reservas disponibles, es resorte exclusivo del BCRA, quien para su administración y uso no tiene discrecionalidad absoluta sino que debe hacerlo, en función de los pasivos que asuma para ejercer adecuadamente sus funciones de regulador monetario y tutor de la liquidez del sistema, en cumplimiento de los postulados previstos en la Carta Orgánica de la propia Institución. Solo en el supuesto de existir excedentes objetivamente verificados, procederá utilizar esas reservas para los destinos autorizados explícitamente por ley.

Es evidente que no hay una regla fija para diferenciar las reservas disponibles, pero estimo imprescindible separar lo que son reservas disponibles “necesarias”, imprescindibles para regular la moneda y la paridad cambiaria, de las reservas disponibles “excedentes” para otros fines ajenos al respaldo de la base monetaria; diferenciación conceptual que debe tenerse en cuenta, debido a que los países difieren en lo atinente a etapa de desarrollo, clase de economía, estructura monetaria y financiera, grado de confiabilidad institucional, calidad de gestión de los gobernantes, usos y costumbres de la población.

Así existen países más vulnerables que otros ante circunstancias volátiles, cíclicas o especulativas. Y solo un importante volumen de reservas libres puede servir para amortiguar o enfrentar retiros o fugas de fondos de magnitud y trascendencia sistémica, por lo que todo banco central debe tener el mayor respaldo

de reservas para administrar la política monetaria con la mayor eficiencia y así cumplir con el objetivo de tutelar la estabilidad financiera y cambiaria.

La reforma de la ley 26.739 también derogó los arts. 4º y 5º y sustituyó el art. 6º de la ley 23.928, con la finalidad de eliminar el límite cuantitativo de las reservas indisponibles (equivalente al 100 % de la base monetaria), para dejarlo librado a la absoluta discrecionalidad del Directorio del BCRA, conforme el texto del nuevo art. 14º-q) de la Carta Orgánica, a la par de eliminar el condicionamiento de que las reservas constituyen la prenda común de la base monetaria.

De esta manera se ampliaron las fronteras de la libre disponibilidad de las reservas internacionales, para beneplácito del Gobierno nacional a la par de preocupación en la ciudadanía.

Y además, este cambio presentó un riesgo referido a las posibilidades de embargo de las reservas del BCRA, cuestión que fue objeto de tratamiento judicial en el exterior del país, más precisamente en los EE.UU., en los casos de títulos públicos (bonos) emitidos por la Argentina, como es de amplio conocimiento, donde se debatió si el BCRA era un “alter ego” del gobierno argentino.<sup>5</sup>

En síntesis, a partir de la reforma comentada, ahora es el Directorio del BCRA quien define cuáles reservas son necesarias para llevar adelante la política monetaria y cambiaria, de modo que ya no será necesario que las reservas cubran el 100% de la base monetaria. Ergo, surge evidente que el propósito de la reforma fue permitir que el Gobierno nacional pudiera nutrirse de fondos avanzando sobre las reservas.

Consecuentemente, teniendo en cuenta la experiencia acerca de la ineptitud demostrada por diversas administraciones en el manejo de los recursos públicos y la voracidad por endeudarse, es válido advertir que el circulante de la ciudadanía, carece de base de sustentación.

---

5. GERSCOVICH, Carlos G. en “Carta Orgánica del Banco Central”, La Ley del 5 de Julio de 2012 – Año LXXXVI – Nº 125.

<u>Régimen anterior a la ley 26.739</u>		<u>Régimen posterior a la ley 26.739</u>	
Reservas internacionales	50.000 millones	Reservas internacionales	50.000 millones
Base monetaria	35.000 millones	Base monetaria	35.000 millones
- Reserva de respaldo	(35.000 millones)	- Reservas suficientes	(25.000 millones)
Reservas excedentes a la Base Monetaria (50.000 - 35.000)	15.000 millones	Reservas excedentes a la Base Monetaria (50.000 - 25.000)	25.000 millones
- LEBAC/NOBAC (BCRA)	15.000 millones	- LEBAC/NOBAC (BCRA)	15.000 millones
Reservas disponibles =	<b>0</b>	Reservas disponibles: (50.000 - 40.000) =	<b>10.000 millones</b>

Ahora el dinero circulante corre el riesgo de carecer de adecuado respaldo y las reservas pueden pasar a ser de libre disponibilidad a instancia del Gobierno nacional, previa determinación discrecional del BCRA acerca del nivel de reservas adecuado, que considere satisfactorias y protectoras.

Tener presente que el monto de las reservas internacionales, informadas por el BCRA, a diciembre de 2020, oscilaba en u\$s 39 mil millones, pero lo realmente importante es apreciar el nivel de reservas netas, a cuyos efectos procede destruir diversos conceptos, tales como los encajes de los depósitos en dólares (u\$s 12 mil millones), el swap con China (u\$s 19 mil millones) y un préstamo con el Banco de Pagos Internacionales -BIS (u\$s 3 mil millones), lo que conduce a que las reservas netas puedan estimarse en alrededor de u\$s 5 mil millones; cifra que resulta insuficiente para respaldar la base monetaria informada a diciembre de 2020, de \$ 2.425.000 mil millones.

A su vez, corresponde tener en cuenta que, dentro de esas reservas netas, hay distintos tipos de reservas y no todas son “líquidas”, si se tienen presentes aquellas que el BCRA estima necesarias para intervenir día a día en el mercado de cambios e influir en el precio del dólar estadounidense y así poder mantener el valor del dólar oficial para que este no aumente. En otras palabras, ahora el BCRA puede aumentar a su voluntad la creación del dinero circulante, sin necesidad de guardar correlación con sus reservas.

De modo que fácil resulta concluir, señalando que a partir de la citada reforma introducida por la ley 26.739, puede observarse que se relegó el respaldo de la base monetaria con las reservas, para satisfacer las necesidades de financiación del sector público que expandió su déficit en forma significativa en 2020.

El nuevo esquema legal, al haber eliminado la relación cuantitativa entre Reservas y Base Monetaria, para sustituirlo por una relación discrecional, permite flexibilizar la utilización de las denominadas reservas disponibles, para financiar al gobierno nacional.

Pero también es preciso tener en cuenta que la reforma de la ley 26.739 resulta de una incoherencia absoluta, ya que la reforma al art. 3° de la carta Orgánica, impone al BCRA la finalidad de promover el desarrollo económico con equidad social, incumbencias que competen a otra áreas del Estado, debiendo recaer las responsabilidades de rigor en los ministerios pertinentes. Es decir, se vuelve a instaurar la tradición de los “mandatos múltiples”, que los tiempos actuales han superado.

Por último, no menor desacierto de la reforma ha sido disminuir las facultades y poderes del Directorio del BCRA, encumbrando la figura del presidente de la Institución, desconociendo la naturaleza estructural de las personas jurídicas públicas autárquicas, organizadas para ser administradas por un cuerpo colegiado, como es el Directorio. El presidente no es órgano de administración, ya que configura una porción del órgano responsable de la administración y conducción de la entidad; simplemente es órgano de representación del Organismo para sus relaciones con los terceros.

Facilitar por ley un BCRA complaciente con el Gobierno nacional, significa apartarlo de su mandato superlativo como es el preservar el valor de la moneda nacional, para invitarlo a actuar como su distinguido financista.<sup>6</sup>

---

6. Financiar al gobierno y compartir utilidades con él, son pautas relevantes de la desnaturalización de las misiones y funciones de los bancos centrales y del irrespeto de las instituciones del país.