

Esquema de convertibilidad (Ley 23928)

Notas para interpretar su significado y sus efectos macroeconómicos

Néstor Avalor

Profesor Adjunto a cargo de Economía
Monetaria de la Facultad de Ciencias
Económicas de la U. N. de Cuyo.

Introducción

La ley 23.928 vigente a partir del 1.º de abril de 1991, introdujo un cambio en el sistema monetario de la Argentina, como instrumento para lograr la estabilidad de precios.

Al respaldar el 100% de la base monetaria con reservas, y establecer la cotización de 10.000 australes por dólar, la autoridad monetaria renunció a recaudar el impuesto inflacionario y aceptó una inflación interna similar a la del dólar.

El dinero es un activo financiero que, por su naturaleza, cumple tres funciones:

- a) reserva de valor,
- b) unidad de cuenta y
- c) medio de intercambio.

Los grandes desequilibrios monetarios propios de la economía argentina en las últimas dos décadas, consecuencia de un pronunciado e irresuelto déficit fiscal, generaron un paulatino abandono de estas tres funciones por parte de las distintas monedas nacionales existentes en el período.

Primero los individuos comenzaron a ahorrar en dólares, abandonando la moneda nacional como reserva de valor; luego los precios de activos durables como casas y automóviles fueron fijados en dólares, perdiendo la moneda doméstica su condición de unidad de cuenta. Finalmente,

luego de las dos hiperinflaciones del segundo trimestre de 1990 y el verano 90/91, el austral fue reemplazado en operaciones de compraventa, con lo que dejó de funcionar como medio de intercambio.

Si bien en ninguno de los tres casos el fenómeno fue absoluto, alcanzó un grado de generalidad tal que el nivel de desmonetización de la economía llegó a valores impensados (M1 bajó a menos de 1% de PBI). Un año después de la última hiperinflación ocurrida entre diciembre de 1989 y febrero de 1990, la economía argentina, bajo un esquema de tipo de cambio flotante, libertad de precios y déficit fiscal no cerrado volvió a sufrir una fuerte alza en el nivel de precios (32,5% en febrero de 1991 medido por el índice de precios combinados)(1). Esta situación motivó el relevo del entonces ministro de economía Erman González, por Domingo Cavallo, en los últimos días de enero de 1991.

El nuevo ministro, luego de dos meses de ejecutar una política cambiaria de flotación "sucía", a través de una "banda de flotación", envió al Parlamento un proyecto de ley que establecía el respaldo de la base monetaria en circulación mediante reservas, al tiempo que comprometía al Banco Central a vender todas las divisas que le fueran requeridas a un precio no superior a 10.000 australes.

Esta medida fue necesaria para recrear la credibilidad en la moneda nacional, condición necesaria para la estabilización de la economía argentina luego de muchos años de desmanejo en la política monetaria. Este trabajo, tiene como propósito clarificar algunos aspectos del esquema de convertibilidad establecido por la ley 23.928.

Para ello en la sección A se ilustra sobre el significado de las cuentas (o más precisamente los activos externos) que respaldan la base monetaria, mientras que en la sección B se ejemplifica sobre distintos tipos de operaciones que generan cambios en sus saldos.

La sección C presenta un ejemplo sobre la variación producida en el esquema de activos externos y pasivos monetarios del Banco Central, mientras que en la D se analizan algunas consecuencias macroeconómicas de la ley de convertibilidad: en la primera parte, sobre el financiamiento del sector público, y en la segunda, se presenta un modelo muy simple del enfoque monetario del Balance de Pagos para destacar algunos aspectos del funcionamiento actual de la economía argentina.

En la última sección, la E, se formulan y contestan algunos interrogantes relevantes sobre el funcionamiento del esquema de convertibilidad

Completa este trabajo un apéndice con el Capítulo I de la ley 23.928, que trata de la convertibilidad del austral.

(1) A pesar del alto porcentaje de ese aumento del nivel de precios, no existió en esa oportunidad un hecho esencial para ser calificado como hiperinflación: el quiebre en el sistema de precios relativos y la consecuente rotura de la cadena de comercialización.

A. El esquema de la convertibilidad: significado de los activos externos y pasivos monetarios del BCRA

A.1. Comentarios generales

El Banco Central prepara el esquema de convertibilidad cuatro veces al mes, los días 7, 15, 23 y 30 y se publica con un rezago que ha llegado a alcanzar los dos meses. Las cuentas aparecen expresadas al valor nominal y al valor de mercado. Esto es particularmente importante en activos como las obligaciones del gobierno nacional en cartera (Bonex) y otros activos como líneas de créditos país-país o letras de exportadores, en los cuales el valor de realización es, a veces, sustancialmente diferente del nominal.

Las divisas de las cuentas I.1. a I.5. que se describen en los puntos siguientes son en su mayoría en dólares, aunque existen también en otras monedas.

Los depósitos y colocaciones de divisas (a la vista o a plazos) se mantienen en bancos en el exterior; un gran porcentaje en el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América.

A.2. Las cuentas del Balance

El esquema de convertibilidad es presentado en cuatro rubros. Tres de ellos representan activos y el cuarto el pasivo.

Los activos son en moneda extranjera, mientras que el pasivo corresponde a la deuda no remunerada del Banco Central.

I. Reservas Ley 23.928

I.1. Oro

Se trata de oro en lingotes, propiedad del país y depositado en distintos lugares: Reserva Federal de los Estados Unidos, Basilea (Suíza) y también en el mismo Banco Central. Su cotización es la del mercado de Londres al fin del período informado. Está valuado al 99% de su valor de mercado pues se descuentan los costos de operación. Las variaciones en este rubro pueden obedecer a cambios en cantidad o en su cotización. Hasta el presente se han debido a cambios en la cotización.

I.2. Billetes

Se trata de las tenencias en billetes en existencia en el Tesoro del Banco Central. Se mantienen para cumplir con erogaciones en moneda extranjera, como el servicio (amortizaciones e intereses) de los Bonos Externos. Un incremento en esta cuenta se produce en los días previos al pago

de los servicios de Bonex.

1.3. Depósitos en cuenta corriente

Son divisas depositadas en bancos del exterior, en los cuales el Banco Central mantiene este tipo de cuenta contra la cual puede girar. Son depósitos de máxima liquidez y su tenencia puede asimilarse a un motivo "transacción".

1.4. Colocaciones a la vista

Se trata de activos que tienen un importante grado de liquidez. Entran en esta categoría los Derechos Especiales de Giro (DEG) o las colocaciones "overnight" (por un día).

1.5. Colocaciones a plazo

Son depósitos que el Banco Central tiene colocados a plazos promedio de aproximadamente 90 días. Los intereses devengados durante el período informado se computan en este rubro.

Las variaciones de esta cuenta se producen tanto por incrementos en las colocaciones como por el devengamiento de intereses. También se computan aquí las tenencias de Letras del Tesoro americano.

1.6. ALADI Neto

Es el saldo neto de las exportaciones e importaciones que se realizan en el marco de ALADI.

En realidad, el movimiento de divisas que surge de la compensación de los saldos entre países, originados en esas operaciones, se realiza *cuatrimestralmente*. Pero, dado que las operaciones de exportación (importación) producen expansión (contracción) de la base monetaria, es correcto incluir este concepto entre las reservas.

Cuando se produce la cancelación de los saldos entre países, el saldo positivo originado en estas operaciones (balanza comercial de ALADI positiva) pasa a formar parte de los rubros 1.3. Depósitos en cuenta corriente, 1.4. Colocaciones a la vista, ó 1.5. Colocaciones a plazo.

En caso de que el saldo de las operaciones al momento de la cancelación sea desfavorable para el país (Balanza comercial de ALADI negativa) se produce una disminución en el saldo de algunas de las cuentas anteriormente citadas.

En esta cuenta se incluyen sólo aquellos países que efectivamente cancelan sus obligaciones.

También refleja esta cuenta el Acuerdo Interbancario con Brasil, por

el cual ambos países pueden mantener, sin cancelar, un saldo (favorable a cualquiera de los dos países) de hasta 400 millones de dólares. Dada esta combinación de operaciones, sólo por casualidad esta cuenta puede llegar a tener saldo cero.

I.7. Obligaciones del gobierno

Está compuesto por Bonos Externos (Bonex) de las series '89 y '87 (principalmente) y también de la serie '84 y '82. Son títulos emitidos por el Tesoro Nacional y que están en cartera del Banco Central. Están contabilizados por el valor nominal residual.

¿Por qué un título pagadero en dólares forma parte de las reservas?. Pues bien, al estar valuados a su valor de mercado significa que es ése su valor de realización y, eventualmente, pueden ser canjeados por dólares a ese valor.

Este componente de las reservas ha sido fuente de polémicas porque bien podría violarse el espíritu de la ley aumentando la participación de los Bonex. Para evitar esto, la ley de presupuesto para 1992 pone un límite a su tenencia⁽²⁾. Su participación en el rubro Reservas Ley 23.928 no debe exceder el 10% .

II. Reservas excedentes

Este rubro tiene las mismas cuentas que el anterior. En la práctica sólo tiene valores positivos la cuenta II.4. Colocaciones a la vista y, la más importante, II.7. Obligaciones del Gobierno en cartera.

Estas reservas excedentes cumplen un rol de "suplentes". ¿Cómo es esto?, veámoslo con un ejemplo, el BCRA gira divisas al exterior por ejemplo (para cancelar intereses de la deuda externa), que no han sido compradas con recursos genuinos del Tesoro. Por lo tanto se produce una disminución en las reservas que no es acompañada de una contracción de la base monetaria. Entonces estas reservas dejan de ser "excedentes" y se las computa dentro de las "Reservas ley 23.928", es decir que cubren esa salida de divisas.

En realidad lo que debe considerarse es que a efectos prácticos las reservas son una sola y que hay más del 100% de la base monetaria. Por lo tanto esta puede expandirse hasta llegar a la relación 1 a 1 que marca la ley.

III. Otros activos

Se trata de créditos en dólares a favor del Banco Central con alguna probabilidad de efectivización en el futuro. Es esta falta de certeza sobre cuándo se convertirán en dólares, lo que lleva a incluirlas en este rubro.

(2) Para una discusión adicional ver sección Algunas preguntas relevantes... y sus respuestas.

III.1. Letras de exportadores

Son activos originados en operaciones de prefinanciación o financiación de exportaciones, realizadas por el Banco Central y que todavía están pendientes de cobro. La diferencia entre el valor nominal y el de mercado obedece a la previsión por incobrabilidad.

III.2. Líneas de crédito país-país

Son créditos otorgados a países por operaciones de exportación. El valor de mercado se calcula ponderando los créditos por la cotización de los títulos de deuda externa de estos países en los mercados secundarios. El bajo valor de mercado respecto del nominal se debe a que son países con serios problemas en sus economías como Nicaragua, Cuba, Rusia, Polonia y Perú.

III.3. Créditos en moneda extranjera al sistema financiero

Se trata de créditos originados en operaciones en moneda extranjera realizadas por residentes. El valor de mercado diferente al nominal obedece a la previsión hecha por incobrabilidad, de acuerdo a la solvencia de cada entidad financiera deudora.

III.4. Activos ALADI pendientes de compensación

Obedece al mismo concepto de la cuenta I.6. sólo que corresponde a operaciones de dudoso cobro por el país con el que se ha realizado (por ejemplo, Bolivia). Por esa razón el valor de mercado es cero.

III.5. Reservas con afectación específica

Son depósitos en divisas mantenidas en el exterior, pero que por estar afectadas a determinadas operaciones no pueden ser consideradas como de "libre disponibilidad". Se incluyen en esta cuenta los depósitos del Banco Central en las sucursales del exterior de los Bancos Nación y Provincia de Buenos Aires que "fondéan" la cartera activa de esos bancos. Suelen producirse variaciones (disminuciones) contra la cuenta del Pasivo del Banco Central, Obligaciones en moneda extranjera.

IV. Pasivos monetarios

La ley 23.928 utiliza la expresión "base monetaria". En la presentación de la información el BCRA utiliza el término "pasivos monetarios" pero, por las cuentas que lo integran se entiende que corresponde a lo que

técnicamente se conoce como base monetaria. Están expresados en dólares a la cotización de convertibilidad que establece la misma ley; es decir 10.000 australes por dólar. Debe quedar claro que la ley 23.928 establece el respaldo en activos externos de los pasivos no remunerados, excluyéndose en consecuencia todo otro pasivo (remunerado) que tenga el Banco Central.

IV.1. Circulación monetaria

Es el concepto tradicional de billetes y monedas emitidos en poder del público y en poder de los bancos.

IV.2. Depósitos en cuenta corriente

Son los depósitos de las entidades financieras en el Banco Central que se computan como encaje. Es el otro componente tradicional de la base monetaria.

IV.3. Depósitos en cuentas corrientes especiales

Son créditos a favor de las entidades financieras originados en los pagos de jubilaciones que se computan como reservas de los bancos y, por lo tanto, integran la base monetaria.

B. Operaciones que modifican el esquema de convertibilidad

La posición de activos en moneda extranjera y pasivos monetarios del Banco Central se modifican permanentemente por los movimientos que se producen en las cuentas examinadas en la sección anterior. Es propósito de esta parte del trabajo ilustrar sobre algunas operaciones que, a los efectos expositivos, se han agrupado en tres categorías:

- a) las que generan movimientos en la base monetaria y simultáneamente en activos externos,
- b) las que generan movimientos en la base monetaria y simultáneamente en activos en australes,
- c) las que involucran activos externos sin afectar la base monetaria.

B.1. Movimientos en la base monetaria y en activos externos

1) Exportación (importación) por ALADI: Genera expansión (contracción) de la base monetaria contra un aumento (disminución) de la cuenta I.6. ALADI Neto.

2) Ingreso (salida) de capitales: Produce una compra (venta) de dólares por parte del BCRA y, por lo tanto, un incremento (disminución) en

las cuentas 1.3. Depósitos en cuenta corriente, 1.4. Colocaciones a la vista o 1.5. Colocaciones a plazo, contra una expansión (contracción) de la base monetaria. Debe quedar claro que esto es así siempre que el movimiento de capital en dólares requiera su transformación de australes y, además, estos les sean requeridos (ofrecidos) al Banco Central.

3) Pases activos contra Bonex: Son préstamos realizados al sistema financiero, en los que el BCRA recibe Bonex en garantía. Son operaciones de muy corto plazo (entre 1 y 7 días) y se otorgan para dotar de liquidez al sistema. Esta operación genera aumento en la base monetaria y en la cuenta 1.7. Colocaciones del gobierno en cartera. La cancelación de los pases produce el efecto contrario. Como puede verse, esta operación provoca un aumento de la participación de Bonex en las reservas. Esto podría interpretarse erróneamente como un deterioro en la "calidad" de las reservas al aumentar la participación relativa de los títulos públicos frente a reservas de "mayor calidad", cuando en realidad se trata de operaciones de corto plazo.

4) Pases pasivos contra Bonex: Es una operación de similar naturaleza que la anterior aunque de sentido inverso pues su propósito es restar liquidez al sistema. Por lo tanto produce una contracción de la base monetaria y en la cuenta obligaciones del gobierno en cartera. Su cancelación origina un aumento en la Base y en la cuenta 1.7.

B.2. Movimientos en la base monetaria y en activos en australes

1) Cancelación de redescuentos por parte del sistema financiero: Esta operación involucra la disminución de la base monetaria (Depósitos en cuenta corriente) y de un activo en australes (Créditos al sistema financiero del país). Por lo tanto el resultado de esta operación es mejorar el respaldo de la base monetaria, pues esta se contrae sin que disminuyan los activos externos.

Si la demanda de dinero no cambia, la iliquidez producida por la operación anterior provocará una liquidación de activos externos por parte del sector privado, y la correspondiente expansión de la base monetaria, para recomponer el nivel de la Base anterior a la cancelación del redescuento.

2) Otorgamiento de redescuentos: Esta operación es contraria a la anterior y se ve que viola el espíritu de la ley de convertibilidad pues produce expansión de la base monetaria sin el correspondiente respaldo en divisas. Por lo tanto en el nuevo sistema no es aceptable en la forma que se la usó en el pasado.

En cambio, sí son admisibles los redescuentos por situaciones transitorias de iliquidez, aunque los efectos son los mismos. La condición de transitorios los hacen admisibles dentro del sistema. La incautación de fon-

dos de la Reserva de General Roca por parte del gobierno de Río Negro puede asimilarse a esta operación (Ver ejemplo en la sección C).

B.3. Movimientos en activos externos sin afectar la base monetaria

1) Ingreso de capitales originado en la privatización de activos públicos: El producido de las ventas de áreas petroleras, Aerolíneas Argentinas, ENTel, etc. genera aumento en las reservas, reflejado normalmente en la cuenta I.5. Colocaciones a plazo. Esta operación no tiene como contrapartida un aumento de la base monetaria y, por lo tanto, produce una mejora en el respaldo de la existente, reflejado en un aumento en las reservas excedentes.

2) Recuperación de créditos en moneda extranjera al sistema financiero: Esta operación produce una disminución de la cuenta III.3. del rubro "Otros activos", y un aumento en la cuenta (por ejemplo) I.5. Colocaciones a plazo.

Cualquier operación que produce la realización de "Otros activos en moneda extranjera", produce el mismo efecto del ejemplo citado, mejorando la posición de reservas del Banco Central y por lo tanto el respaldo de la base monetaria. Esto es así porque se "cobra un crédito".

Como se ve, estas operaciones no originan movimientos en la base monetaria.

3) Pagos en divisas: Operaciones como el pago de intereses, o la amortización de cualquier deuda en dólares como Bonex, con organismos internacionales, (BIRF, BID, FMI) o con la banca privada internacional produce una disminución de la cantidad de divisas de libre disponibilidad que, en la práctica, equivale a una emisión sin respaldo. En efecto esto se debe a que el Tesoro, titular de esas deudas, no genera el superávit necesario para comprar las divisas que se remiten al exterior, y por lo tanto el Banco Central debe emitir.

4) Manejo del portafolio por parte del BCRA: Como cualquier unidad económica, el BCRA realiza un manejo de su cartera buscando obtener alguna rentabilidad de sus activos externos. La diferencia con otras unidades, en este proceso de optimización, es que el componente seguridad (frente a la rentabilidad), es particularmente importante; pues en este caso no es el objetivo principal del BCRA maximizar el rendimiento de su cartera, sino proveer del mejor respaldo posible a la base monetaria.⁽³⁾

De este examen, no exhaustivo, puede verse que sólo el primer grupo de operaciones (que involucran base monetaria y activos externos) están dentro del "espíritu" de la ley. Las otras dos categorías producen cambios en los pasivos monetarios, o en los activos externos, aparentemente

(3) En el sentido de Tobin podría hablarse de un agente "extremadamente averso al riesgo".

fuera de los postulados de la ley 23.928. En realidad, lo realmente importante a tener en cuenta es que la posición final de respaldo de la base monetaria surge de una multiplicidad de operaciones, siendo lo relevante el saldo neto de las cuentas.

C. Interpretación del esquema de convertibilidad **Cambios en los saldos de las cuentas: un caso práctico**

Una vez conocido el significado y contenido de las cuentas de los activos externos y pasivos monetarios del BCRA, y examinadas algunas operaciones que modifican sus saldos, no quedaría completo este trabajo si no se interpretan las variaciones producidas en este esquema entre dos fechas, tratando de identificar los movimientos que las originaron.

Para ello se analiza la posición de activos externos y pasivos monetarios producidas entre el 30 de junio y el 7 de julio de 1991, destacando los movimientos más importantes.

a) En esa semana se produjo un incremento de 216,6 millones de dólares tanto en las reservas líquidas (rubro I) como en los Pasivos monetarios (rubro IV).

b) El incremento en las reservas líquidas provino (según información del BCRA), de:

- Ingreso de divisas por la privatización de áreas petroleras y, en menor medida, de:

- Un aumento en la cotización del oro que pasó de u\$s 368, el 30 de junio, a u\$s 370 el 7 de julio; y

- Por la cobranza realizada a las entidades financieras por la venta financiada de Bonex 89.

c) Este incremento de las reservas líquidas por las razones señaladas en el punto anterior, es el que explica también el incremento de las reservas excedentes de u\$s 102,7 millones.

d) El incremento de Bonex 89 en el rubro I, de 98,6 millones al valor nominal (65,6 a valor de mercado) surge de operaciones de pasivos activos (Ver punto B.2.)

e) En la circulación monetaria se incluyen u\$s 16,6 millones derivados de la apropiación de fondos del Tesoro Regional de General Roca, sujetos a un proceso de recuperación judicial.

	AL 30/06/91	AL 07/07/91	Valor		Variación		
			Nominal	Mercado			
			Nominal	Mercado			
I Reservas Ley 23928			5650.6	5616.2	5881.3	5832.8	216.6
1. Oro			1593.0	1593.0	1601.7	1601.7	8.7
2. Billetes			18.2	18.2	16.2	16.2	-2
3. Depósitos en Cuenta Corriente			84.1	84.1	92.5	92.5	8.4
4. Colocaciones a la vista			47.4	247.4	309.3	09.3	61.9
5. Colocaciones a plazo fijo			2931.6	2931.6	3116.4	3116.4	184.8
6. ALADI - Neto			530.4	530.4	543.0	543.0	12.6
7. Oblig. en Moneda Extranjera del Gbno. Nac. en cartera			245.9	211.5	202.2	153.7	-57.8
Bonex 1989			0.0	0.0	98.6	65.6	65.6
Bonex 1987			245.7	211.3	103.4	87.9	-123.4
Bonex 1984			0.2	0.2	0.2	0.2	0.0
Bonex 1982			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8. Otros			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
II Reservas Excedentes			162.7	789.7	1287.1	892.4	102.7
1. Oro			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Billetes			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Depósitos en Cuenta Corriente			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4. Colocaciones a la vista			5.0	5.0	5.0	0.0	-5.0
5. Colocaciones a plazo fijo			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6. ALADI - Neto			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
7. Oblig. en Moneda Extranjera del Gbno. Nac. en cartera			1157.7	784.7	1282.1	887.4	102.7
Bonex 1989			1118.8	744.9	1094.0	727.5	-17.4
Bonex 1987			45.9	39.8	188.1	159.9	120.1
Bonex 1984			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bonex 1982			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8. Otros			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
III Otros Activos en Moneda Extranjera			3991.0	2310.9	3993.8	2313.9	3.0
1. Letras de Exportación			698.5	614.4	703.3	619.2	4.8
2. Líneas de Crédito País - País			1832.4	499.7	1830.5	497.8	-1.9
3. Créditos en Moneda Extranjera al Sistema Financiero			240.5	231.0	240.5	231.0	0.0
4. Activos ALADI pendientes de Compensación			253.8	0.0	253.6	0.0	0.0
5. Reservas con afectación específica			965.8	965.8	965.9	965.9	0.1
IV Pasivos Monetarios del Banco Central			5616.2	5616.2	5832.8	5832.8	216.6
1. Circulación Monetaria			4728.6	4728.6	5053.3	5053.3	324.7
2. Depósitos a la vista			879.5	879.5	770.7	770.7	-108.8
3. Depósitos en cuentas especiales			8.1	8.1	6.8	8.8	0.7

D. Efectos macroeconómicos de la ley de convertibilidad

En esta sección se incluyen dos temas importantes desde el punto de vista del análisis económico y de sus implicancias para la política económica.

El primero es la consecuencia que produce el esquema de convertibilidad sobre el financiamiento del gasto público. En base a este análisis se exploran algunas alternativas que se presentan a Argentina en el corto y mediano plazo.

El otro aspecto analizado es el funcionamiento del mercado monetario y del sector externo bajo un sistema de tipo de cambio fijo. Aquí el análisis realizado no es exhaustivo desde el punto de vista del análisis económico. Sólo se presenta un modelo muy simplificado del enfoque monetario del Balance de Pagos, a través del cual se puntualizan los aspectos más destacados.

D.1. Efectos sobre el financiamiento del gasto público

La restricción presupuestaria del sector público establece que el total de gastos debe ser igual a las fuentes de financiamiento (4); es decir:

$$GO_{(spc)} + PDIN_{(spc)} + PDEN_{(spc)} = IG_{(spc)} + \delta B - \delta R \quad [1]$$

Donde:

(spc): Indica que el concepto involucra al sector público consolidado

GO: Es el total de gastos operativos del sector público, es decir el Tesoro Nacional (personal, bienes y servicios y transferencias a las empresas públicas para pagar sueldos), el gasto de seguridad social y las transferencias a las provincias.

PDIN: Es el total de pagos (intereses y amortizaciones) de la deuda interna del sector público. Principalmente pago del BOCE e intereses y avales sobre la deuda en australes. Este concepto es neto del eventual endeudamiento en australes que pueda colocar el gobierno.

PDEN: Incluye el pago de deuda en dólares como Bonex, al FMI, Club de París, banca comercial, etc. Este concepto es neto de ingresos de dólares que no implican emisión monetaria. Por ejemplo: intereses ganados sobre reservas colocadas en el exterior, ingresos de préstamo de organismos internacionales (FMI, BID, BIRF), ingresos por ventas de activos públicos, etc.

(4) Para este análisis se ha partido del realizado en "Carta Económica", Nº 93, abril de 1991.

IG: Son ingresos genuinos que incluyen la recaudación de la DGI, Aduana, Sistema de Seguridad Social y otros (por ej. recuperos de adelantos de coparticipación a provincias, 5% de impuestos a las ventas de empresas públicas, etc.).

B: Es el incremento de la base monetaria, es decir financiamiento de gasto público con emisión monetaria.

R: Es la variación en el stock de reservas, es decir financiamiento a partir del uso de las divisas que se disponen en las reservas.

La ley de convertibilidad establece que las reservas deben respaldar al menos el 100% de la Base monetaria. Esto implica que permanentemente:

$$B/R = 1 ; \quad B = R ; \quad \delta B = \delta R ; \quad \delta B - \delta R = 0 \quad [2]$$

Con lo que la expresión 1 ahora debe reescribirse como

$$GO + PDIN + PDEN = IG \quad [1']$$

(Por comodidad se suprime la notación (spc))

Primera Consecuencia: La expresión [2] implica que el esquema de convertibilidad elimina la posibilidad de financiar gastos del sector público mediante emisión o por medio de la desacumulación de reservas. En forma más explícita:

a) No se puede emitir para pagar gastos operativos, deuda interna, ni deuda externa neta.

b) Sólo se puede emitir para acumular reservas.

c) No se puede disminuir la cantidad de reservas para pagar deuda externa neta.

d) Sólo se puede disminuir la cantidad de reservas para absorber australes.⁽⁵⁾

Ahora, considerando que la diferencia entre los ingresos genuinos y los gastos operativos constituyen el superávit operativo (SO), puede escribirse:

$$SO_{(spc)} = IG_{(spc)} - GO_{(spc)} \quad [3]$$

Con (3), (1'), puede reescribirse de la siguiente manera.

$$PDIN + PDEN = SO \quad [1'']$$

(5) El lector puede interpretar que existe una suerte de contradicción entre los puntos B.2. y B.3. de la sección B, en donde se describen un conjunto de operaciones, y los puntos a y c que se están exponiendo en donde se dice que tales operaciones no pueden realizarse. Tal contradicción se aclara en el último párrafo del punto B.4.: Lo importante es que en el agregado, las operaciones respetan la condición establecida en la expresión (2).

Segunda Consecuencia: Esta expresión dice que el superávit operativo del sector público debe alcanzar para cubrir los pagos de servicios (capital e interés) de la deuda externa neta (de ingresos de dólares por diversos conceptos) y de la deuda neta en australes. A continuación se verá como esta condición puede ser menos restrictiva de lo que parece presentada de esta forma.

Para ello consideremos que el concepto de pago neto tiene tres componentes: a) amortización de capital, b) pago de intereses y c) renovación del crédito. Entonces:

$$PDIN = PIDI + PADI - \delta DI \quad [4]$$

$$PDEN = PIDE + PADE - (\delta DE + VAP) \quad [5]$$

PIDI: Pago de intereses de la deuda interna

PADI: Pago de amortizaciones de la deuda interna

δDI : Incremento de la deuda interna.

PIDE: Pago de intereses de la deuda externa

PADE: Pago de amortizaciones de la deuda externa

δDE : Incremento de la deuda externa.

VAP: Venta de activos públicos

Con [4] y [5], [1'] puede reescribirse como sigue

$$PIDI + PIDE + PADI + PADE = SO + \delta DI + \delta DE + VAP \quad [6]$$

Esta expresión muestra que para hacer frente a los requerimientos financieros por intereses y amortización de la deuda externa e interna, el sector público de Argentina tiene como fuente de financiamiento: el superávit operativo, el incremento de la deuda (interna y externa) y la venta de activos públicos.

Ahora resulta interesante analizar algunas alternativas que surgen de las infinitas combinaciones que podrían hacerse según el comportamiento de las variables de la expresión [6]. Examinemos las que parecen más interesantes.

La expresión [6] puede desagregarse en las dos siguientes

$$PADI + PADE = \delta DI + \delta DE + VAP \quad [6']$$

$$PIDI + PIDE = SO \quad [6'']$$

Esta forma de reexpresar [6] tiene la ventaja de agrupar los términos según características comunes. En efecto, si bien todas son mag-

(6) Aunque el ingreso por venta de activos públicos se incluye aquí, también pueden ser ingresos en australes

nitudes flujos, las de [6'] son cambios en stock (así como la inversión es un cambio en el stock de capital y la tasa de emisión un cambio en el stock de dinero), mientras que las de [6''] son variables flujo que podrían llamarse "puras" (como el consumo o el ingreso).

En términos presupuestarios [6''] muestra el resultado corriente, mientras que [6'] exhibe el financiamiento.

La interpretación de [6'] es que si no se puede mantener un stock de deuda constante (colocando nueva deuda que compense los vencimientos), con ventas de activos debe financiarse la parte del stock que no se renueva. Resulta evidente que esta situación puede darse sólo hasta que los activos sean agotados.

Por su parte la expresión [6''] muestra que, dada la situación anterior, el superávit operativo debe alcanzar para cubrir los intereses de la deuda.

¿Qué ocurre cuando no se da la igualdad en [6'] y [6'']?

$$PADI + PADE > \delta DI + \delta DE + VAP \quad [6''']$$

$$PIDI + PIDE < SO \quad [6''''] (7)$$

Estas expresiones dicen que si el incremento del crédito más los recursos provenientes de las privatizaciones no alcanzan a compensar los vencimientos, el superávit operativo debe ser superior al pago de intereses.

Es una situación en que el esfuerzo fiscal exigido para estabilizar la economía, cumpliendo con la ley de convertibilidad, es realmente extraordinario.

Otra situación interesante para analizar ocurre cuando las desigualdades se dan en sentido inverso y VAP es igual a cero. Esto implica que se puede colocar deuda por un monto superior a la que se vence y esto permite que el superávit no alcance para pagar los intereses de la deuda. Esta situación requiere ciertas condiciones para que no sea explosiva. (8)

Finalmente existe otro caso, el más relevante para interpretar la situación argentina. Es el anterior pero sin eliminar VAP. En efecto el superávit operativo que se dispone no es suficiente para atender los intereses de la deuda, por lo que los ingresos por ventas de activos, más los nuevos créditos, deben ser superiores a los vencimientos.

Tercera consecuencia: El esquema de convertibilidad explícita (no

(7) Se mantiene el nro. 6 en las expresiones para que resulte claro que debe mantenerse la restricción señalada en la expresión (6). Por eso las desigualdades deben darse en sentido inverso.

(8) Blinder y Solow muestran que para que el incremento en el endeudamiento no sea explosivo deben darse determinadas relaciones entre el stock de deuda, tasa de interés y tasa impositiva (en Calvo, G.)

la crea) una condición inherente al equilibrio presupuestario de largo plazo del sector público: los gastos corrientes deben ser cubiertos con ingresos corrientes, cuando no se puede aumentar el stock de deuda. Si no se cumple esta condición, la diferencia se cubre con una desacumulación de activos.

D.2. Efectos sobre el funcionamiento del mercado monetario y del sector externo

A partir de la ley 23.928, la existencia de un tipo de cambio fijo para la relación austral-dólar, asociada a la condición de economía pequeña y abierta al comercio de bienes y al movimiento internacional de capitales, supone un conjunto de condiciones macroeconómicas bajo las cuales opera la economía. Parece conveniente enfatizarlas, particularmente en lo referente al mercado monetario y al comportamiento del Balance de Pagos.

A tal efecto se expone un sencillo modelo perteneciente al enfoque monetario del Balance de Pagos, que resulta adecuado a los fines perseguidos.

Dado el objetivo de este trabajo, básicamente descriptivo en cuanto al esquema de la ley 23.928, el análisis realizado en este punto no es exhaustivo; sólo pretende dotar al trabajo de un marco teórico desde el punto de vista del análisis económico, para resaltar condiciones fundamentales sobre las que actualmente funciona la economía argentina.

El modelo es el siguiente:

$$1) P = e \cdot P^* \quad (\text{Paridad del poder de compra})$$

La expresión establece que el nivel de precios internos del país (P) es igual al nivel de precios del resto del mundo (P^*) multiplicado por el tipo de cambio nominal (e , por ejemplo A/US\$). Esta expresión define la condición de economía pequeña y abierta al comercio internacional. Se trata de un país tomador de precios. Además supone que en la economía hay un sólo bien que se importa y exporta. No existen bienes no transables internacionalmente.

Tomando logaritmos naturales en 1) y derivando respecto al tiempo, queda: 1') $\dot{P} = \hat{e} + \dot{P}^*$

Es decir que la tasa de inflación interna (\dot{P}) es igual a la internacional (\dot{P}^*) más la tasa de devaluación (\hat{e}). Cuando existe tipo de cambio fijo, $\hat{e} = 0$; por lo tanto el país "soporta" la inflación internacional⁽⁹⁾

(9) Una formulación más "realista" llevaría a definir un mercado de bienes no transables en el que la tasa de inflación se determinaría por un exceso de demanda en ese mercado. De manera que la inflación del país es una media ponderada de la que se da en el mercado de no transables y la establecida en 1'.

$$2) m^d = k e^{-\beta i} \quad (\text{Demanda real de dinero})$$

$$2') M^d = k e^{-\beta i} P ; (\text{Demanda nominal de dinero})$$

La demanda de saldos monetarios reales (m^d) depende de un factor de escala (k) (10) y de la tasa de interés (i) con la cual se relaciona en forma negativa a través de la semielasticidad (β).

La ecuación 2' establece una relación similar pero para la demanda nominal que depende, además de las anteriores variables, del nivel de precios.

$$3) r = f(\text{PMgK}) \quad (\text{Determinación de la tasa de interés real})$$

La relación 3 dice que la tasa de interés real (r) está determinada por la productividad marginal del capital. Puede asociarse al concepto de tasa de interés natural.

$$4) i = r + \Pi^e ; (\text{relación entre la tasa de interés nominal y real del mercado})$$

Es la conocida ecuación de Fisher que expresa que la tasa de interés nominal (i) es igual a la tasa de interés real (r) más la tasa de inflación esperada (Π^e)

Las ecuaciones 1 a 4 muestran que tanto la demanda real como la nominal de dinero no pueden ser controladas por la autoridad monetaria.

En efecto, las ecuaciones 1' y 3 muestran que tanto la tasa de inflación como la de interés real del país están dadas para la autoridad monetaria. Una por condiciones externas, la otra por el sector real de la economía. Ambas, a su vez, determinan a través de la ecuación 4 la tasa de interés nominal interna, que es la determinante de la demanda real de dinero según la expresión 2.

Dado que, según 1, el nivel de precios interno está determinado por el internacional, la demanda nominal tampoco puede ser afectada por la autoridad monetaria.

Veamos la determinación de la oferta de dinero.

$$5) M^s = m P ; \text{Siendo}$$

$$6) \quad m = \frac{c+1}{c+r} ; \quad r = \frac{C}{D} ; r = \frac{R_b}{D} \quad y$$

(10) Puede suponerse que este factor de escala incluye el ingreso con elasticidad igual 1. Esta variable se ha omitido por simplicidad.

$$7) B = (CI + R_e) \quad (11)$$

Reemplazando 6) y 7) en 5)

$$5') M^s = (c + 1) / (c + r) \cdot (CI + R_e) ;$$

Es la conocida formulación de la oferta de dinero del país (M^s), igual al multiplicador (m) por la base monetaria (B). Luego de reemplazar por los determinantes de m y B , según las expresiones 6 y 7, surge que la oferta monetaria varía positivamente con el nivel de reservas externas (R_e) y con el crédito interno (CI)(12); y negativamente con el coeficiente de preferencias del público ($c = C/D$) y con la tasa de encaje ($r = R_b/D$). C es el circulante en poder del público, R_b las reservas del sistema bancario y D los depósitos en el sistema bancario.

CI y r son controlados por la autoridad monetaria(13) mientras que c y R_e dependen del comportamiento de los agentes económicos.

Con equilibrio en el mercado monetario cualquier exceso de oferta por vía de la expansión del crédito interno implica una caída similar en reservas (suponiendo que no se compensa a través de cambios en el multiplicador). En efecto con 2' y 5'

$$8) M^d = M^s$$

$$k e^{-\beta i} P = m (CI + R_e)$$

Dado que i y P no cambian, si aumenta CI , (sin que se modifique m), debe producirse necesariamente una disminución en R_e .

Como se mostró en el punto B.1., la ley de convertibilidad establece una relación constante e igual a 1 entre base monetaria (B) y el nivel de activos externos o reservas (R_e). Esto significa, en términos de la ecuación 7, que desaparece el componente CI y la base monetaria es igual al nivel de reservas. Por lo tanto a la autoridad monetaria sólo le queda r para modificar la oferta monetaria.

De la expresión 8 puede deducirse que un aumento en la cantidad nominal y real de dinero se satisface con un aumento en el nivel de reservas, con una disminución en la tasa de encajes o eventualmente, con una disminución en el coeficiente c .

(11) En 6) y en 7) hay dos conceptos muy diferentes aunque con simbología parecida R_b son las reservas de los bancos. Como circulante, o como depósitos en cuenta corriente, son un pasivo para el BCRA. Por su parte R_e (reservas externas) son reservas del BCRA en divisas. y por lo tanto un activo en su balance.

(12) Crédito interno son los activos en moneda local del Banco Central. Por ejemplo: financiamiento al gobierno y redescuentos al sistema financiero. Junto a los activos externos constituyen las fuentes de expansión de la base monetaria, según postula la expresión 7.

(13) Suponemos que la tasa de encaje legal es superior a la voluntaria.

Del sencillo modelo presentado pueden deducirse las siguientes conclusiones relevantes para entender como funciona hoy la economía argentina.

Con tipo de cambio fijo y con respaldo 100% de la base monetaria en activos externos:

- La inflación interna debe converger a la internacional
- La tasa de interés nominal debe reflejar esa inflación más las condiciones de productividad de la economía
- La demanda de dinero (nominal y real) está determinada por variables que no controla la autoridad monetaria
- La cantidad nominal de dinero de la economía es endógena ya que está determinada por la demanda real de dinero (y la nominal dado el nivel de precios)
- Un aumento en la demanda de dinero se satisface con liquidación de divisas (y el consecuente aumento de reservas), o disminución de encajes.⁽¹⁴⁾

E. Algunas preguntas relevantes ...y sus respuestas

Luego de la exposición realizada quedan aún algunas cuestiones por responder que parece pertinente incluirlas en esta sección. Solo algunas, de las muchas que podrían realizarse, se intenta contestar a continuación.

1) ¿La ley impide totalmente el financiamiento del déficit del sector público con emisión monetaria, que crea presiones inflacionarias?

El espíritu de la ley sí, como vimos en el capítulo anterior, pero en la práctica existe una posibilidad que, de todos modos, está acotada. La clasificación de las reservas entre "ley 23.928" (o titulares) y "excedentes" (o suplentes) es, en realidad, una cuestión dialéctica; pues en la práctica es el total de las reservas ("titulares" y "suplentes") el que respalda la base monetaria. Entonces, un aumento de ésta (por ejemplo para financiar pago de intereses del BOCE, sin que gire los fondos el Tesoro) puede compensarse con un pase de reservas "suplentes" a "titulares". En este caso se ha emitido sin violar la ley, pero debe quedar en claro que esto sólo puede hacerse hasta que la base monetaria alcance al 100% del total de reservas (ley 23.928 más las excedentes).

2) ¿Puede el Banco Central aumentar sus reservas en títulos del

(14) La inclusión de los Bonex en las reservas permite al BCRA modificar la oferta monetaria, mediante operaciones de mercado abierto (pases activos, como fueron expuestos en B.1), con lo que el nivel de R_e , al menos en el corto plazo, no es totalmente ajeno al manejo de la autoridad monetaria.

gobierno nacional (Bonex) y emitir contra esas reservas?

Sí. La ley no impide que el gobierno se endeude. Por ejemplo podría el Tesoro emitir Bonex '91 contra australes que le dé el Banco Central y no se violaría la letra de la ley. Lo que ocurriría en este caso es que se estaría fallando al espíritu de la ley, que es evitar artificios para financiar el gasto público en forma no genuina. Nuevamente en este caso debe pensarse en un margen acotado para realizar esta operación, dado por un aumento no demasiado importante en la participación de los títulos en el total de las reservas. Al respecto debe recordarse que (esto es un reaseguro en caso de implementar esta medida) siempre deben valuarse a su valor de mercado, y este valor tiene una relación inversa con el stock.

Asimismo debe recordarse que los pases activos contra Bonex son operaciones que también tienen esta característica y es un típico instrumento de política monetaria, no vinculado al financiamiento del sector público. En conclusión lo que debe observarse es si la operación es de política monetaria, en cuyo caso es inobjetable; o si obedece a política fiscal, caso en que merece un llamado de atención.

3) ¿Qué proporción de las reservas puede estar en Bonex sin que se altere el "espíritu" del esquema de convertibilidad?

La respuesta no es unívoca. Por un lado ya se dijo que el hecho de estar valuados al valor de mercado opera como una suerte de "estabilizador automático". Si el público cree que hay muchos Bonex en las reservas, esto es síntoma de que pierde calidad el respaldo de la moneda; por lo tanto caen las chances de estabilizar la economía y que el Estado pague los títulos. Consecuencia: cae la cotización de los títulos y su participación en los activos externos. Lo que no se puede contestar es cuánto es "muchos Bonex" en las reservas. Puede pensarse que más que un número lo que señalaría esta situación es una tendencia. (15)

4) ¿Qué significa que aumenten los Bonex del rubro I con una disminución simultánea de los Bonex del rubro II? ¿Pueden aumentar o disminuir ambos simultáneamente?

Hay operaciones, como las de pases, que hacen variar el monto de Bonex en las reservas ley 23.928, sin que se modifique el de las reservas excedentes. Pero es común observar movimientos simétricos en ambas cuentas de Bonex. Cuando una sube la otra baja, y viceversa. Eso se debe, por ejemplo, a una entrada de dólares provenientes de la privatización, que permite disminuir la participación de Bonex en las reservas ley 23.928, disminuyendo su saldo y aumentando simultáneamente el de las excedentes.

5) ¿Qué significa respaldar 100 de la base monetaria con divisas de libre disponibilidad? ¿Es suficiente para evitar una corrida contra el austral?

Está claro que los dólares de las reservas sólo se pueden comprar (15) Debe recordarse que la ley de presupuesto 1992 establece un máximo de 10%.

con australes (base monetaria) por lo que no habría forma de desequilibrar el precio establecido por ley, dado que su relación es de 1 a 1. Pero en la economía los medios de pago son más que la base monetaria, son en realidad el M2(16). Ante una eventual corrida, el sistema (por ser de encajes fraccionarios) no podría responder al retiro masivo de depósitos; con lo que existen dos opciones: o quiebra el sistema financiero o el Banco Central acude como prestamista de última instancia, proveyendo la liquidez al sistema, con lo que se viola el esquema de convertibilidad.

Aquí queda claro el efecto psicológico, más que "mecánico", de la ley de convertibilidad.

Apéndice Ley 23928

Título I - De la convertibilidad del austral

Artículo Nº 1 - Declárase la convertibilidad del austral con el dólar de los Estados Unidos de América a partir del 01 de abril de 1991, a una relación de diez mil australes (A 10.000) por cada dólar, para la venta, en las condiciones establecidas por la presente ley.

Artículo Nº 2 - El Banco Central de la República Argentina venderá las divisas que le sean requeridas para operaciones de conversión a la relación establecida en el artículo anterior, debiendo retirar de circulación los australes recibidos en cambio.

Artículo Nº 3 - El Banco Central de la República Argentina podrá comprar divisas a precios de mercado, con sus propios recursos, por cuenta y orden del Gobierno nacional, o emitiendo los Australes necesarios para tal fin.

Artículo Nº 4 - En todo momento, las reservas de libre disponibilidad del Banco Central de la República Argentina en oro y divisas extranjeras, serán equivalentes a por lo menos el ciento por ciento (100%) de la base monetaria. Cuando las reservas se inviertan en depósitos, otras operaciones a interés, o en títulos públicos nacionales o extranjeros pagaderos en oro, metales preciosos, dólares estadounidenses u otras divisas de similar solvencia, su cómputo a los fines de esta ley se efectuará a valores de mercado.

Artículo Nº 5 - El Banco Central de la República Argentina deberá introducir las modificaciones pertinentes en su balance y estados contables

(16) Al mes de octubre la base monetaria promedio fue 6.677 millones de dólares, mientras que M2 (efectivo en poder del público, más depósitos a la vista, en caja de ahorro y a plazo fijo) alcanzó un valor promedio mensual levemente superior a 11.000 millones de dólares.

para reflejar el monto, composición e inversión de las reservas de libre disponibilidad, por un lado, y el monto y composición de la base monetaria, por el otro.

Artículo N° 6 - Los bienes que integran las reservas mencionadas en el artículo anterior constituyen prenda común de la base monetaria, son inembargables, y pueden aplicarse exclusivamente a los fines previstos en la presente ley. La base monetaria en australes está constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el Banco Central de la República Argentina, en cuenta corriente o cuentas especiales.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BCRA, *Comunicados sobre activos externos y pasivos monetarios*, varios números.

CALVO, G. *Curso de actualización en macroeconomía*, CEMA 1984, mimeo.

CARTA ECONOMICA, Nro. 93, abril de 1991.

GARCIA V. y SAIEH, A., *Dinero, precios y política monetaria*, Ed. Macchi, 1983.