

# **Función y relevancia de las reservas del Banco Central de la Argentina**

Por

**Eduardo A. Barreira Delfino<sup>1</sup>**

Las reservas internacionales son los recursos financieros en oro y divisas con los que cuenta un país para garantizar los pagos de los bienes que importa y el servicio de la deuda. El objetivo de contar con reservas internacionales, es el de contribuir a la estabilidad monetaria, financiera y cambiaria mediante la compensación de desequilibrios en la balanza de pagos; esto es, diferencias entre los ingresos y egresos de divisas al país.

Las reservas internacionales coadyuvan a enfrentar contingencias derivadas de crisis causadas por la contracción en la actividad económica, las fluctuaciones o alteraciones en el comercio internacional, las insolvencias bancarias sistémicas, las restricciones en el acceso al crédito y la escasez de liquidez en los mercados financieros; eventos, todos ellos, demostrativos de la existencia de desequilibrios macroeconómicos y financieros de origen interno o externo y que podrían reflejarse en una disminución de los flujos comerciales o de capital de la balanza de pagos con directa repercusión en la distorsión de la economía.

Las reservas cumplen una función de “cobertura” ante esos fenómenos desequilibrantes y están a inmediata disposición del Banco Central para atender desequilibrios de la balanza de pagos. Asimismo, constituyen el “respaldo” de la moneda nacional y la “garantía” que tienen los ahorros de todos los argentinos.

---

<sup>1</sup> Investigador académico del Instituto Argentino de Derecho Contable (IADECO). Profesor de Postgrado y de Maestrías de las asignaturas de “DERECHO BANCARIO Y FINANCIERO” y de “DERECHO EMPRESARIAL” en las Universidades de: Buenos Aires (UBA), Católica Argentina (UCA), Austral (UA), Católica Argentina de Rosario (UCA Rosario), de Rosario (UNR), Belgrano (UB), de La Plata (UNLP), Di Tella (UTDT), Católica de Cuyo (UCC), Santo Tomas de Aquino (UNSTA), Ciencias Empresariales y Sociales (UCES), Tecnológica Nacional (UTN), Nacional del Sur (UNS), del Litoral (UNL). Profesor de las asociaciones bancarias ABA, ABAPRA y ADEBA. Profesor del Banco Central de la República Argentina y del Banco de la Nación Argentina. Miembro del Comité Académico de la Maestría de “Derecho Empresario Económica” - (UCA). Director de la Diplomatura en “Derecho de las Finanzas Corporativas” - (U. Austral). Director de la Revista Digital de “Derecho Bancario y Financiero” de I J Editores. Co-Director con Marcelo A. CAMERINI, de la Colección “Derecho de los Mercados Financieros”, editorial AD-HOC. Autor de varios libros y alrededor de 250 trabajos especializados sobre temas bancarios y empresariales. Consultor y auditor legal de bancos, entidades financieras y empresas.

Desde su dinámica, las reservas se incrementan o disminuyen de acuerdo a los saldos netos del comercio internacional y de los compromisos crediticios y financieros del país.

Las reservas están compuestas por oro, divisas o monedas convertibles (dólar, euro, libras esterlinas, yenes), colocaciones a plazo y por los derechos especiales de giro (DEG), una divisa creada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para que los países paguen deudas que tengan entre sí o con el Fondo o reciban créditos del mismo.<sup>2</sup>

Como podrá apreciarse, las reservas están constituidas por monedas extranjeras de países solventes, no por moneda local, razón por la cual se las denominan "*reservas internacionales*".

Los activos financieros que forman parte de las reservas internacionales tienen que cumplir ciertos atributos que permitan su negociación inmediata y no tener restricciones para liquidar transacciones internacionales. El Art. 33° de la Carta Orgánica del Banco Central aprobada por la Ley 24.144, exige que los componentes de las reservas sean activos de reconocida liquidez y solvencia. Y en consonancia con este principio rector, el Art. 19°-h) le impone al Banco Central la prohibición de colocar sus disponibilidades en moneda nacional o extranjera, en instrumentos que no gocen sustancialmente de inmediata liquidez.

Recuérdese que la liquidez mide la facilidad de conversión de un activo financiero en dinero efectivo sin costos significativos. Un activo tiene mayor liquidez cuanto más fácil sea transformarlo en dinero. Por supuesto, el dinero es el activo más líquido pero también gozan de gran liquidez otros activos financieros como las monedas extranjeras fuertes y los bonos soberanos y los títulos que se hacen dinero en forma inmediata, a través de su negociación en los mercados financieros.

Por ello, en la administración de las reservas internacionales deben respetarse tres criterios ineludibles, a saber:

- *Seguridad*: activos de inmejorable calidad.
- *Liquidez*: activos que se puedan negociar fácilmente.
- *Rentabilidad*: activos que provean de rendimientos adecuados.

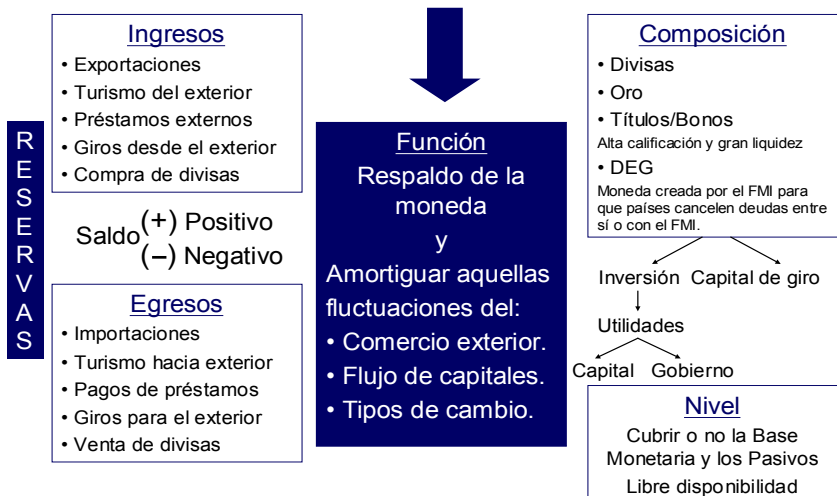
---

<sup>2</sup> REDRADO, Martín "*Sin reservas*", p. 37 y siguientes, editorial PLANETA, Buenos Aires – Año 2010.

Otro aspecto interesante para resaltar es que las reservas internacionales, tienen una estrecha relación con la política cambiaria, pues las operaciones de compra-venta de divisas que realice el Banco Central pueden afectar las condiciones del mercado cambiario, ya que puede erigirse en un oferente o demandante importante en dicho mercado, pudiendo llegar a influir en el tipo de cambio con sus intervenciones.

## ¿Qué son las reservas?

Saldo en el comercio exterior y en el movimiento de capitales



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.

Ambos aspectos están interconectados. Así puede observarse que las existencias de oro y divisas componen un rubro del "Activo" en el balance del Banco Central 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 de garantizar el valor de la moneda nacional, aún a pesar de haberse derogado la misión primordial y fundamental consignada en la anterior Carta Orgánica de "preservar el valor de la moneda". Hay un mandato constitucional que debe cumplirse inexorablemente (Art. 75°-19 de la Constitución Nacional) y es

precisamente todo Banco Central, el organismo idóneo para llevar y garantizar ese cumplimiento.

La finalidad evidente para que la banca central tenga en su poder oro y divisas, parece ser la de que pueda 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>3</sup>

Paralelamente, el Art. 33° de la Carta Orgánica autoriza al Banco Central a mantener una 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 pagaderos en oro o en moneda extranjera.

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 e imprescindibles para el debido ejercicio de las funciones que le competen al Banco Central como regulador monetario.

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 las mismas para obtener un rendimiento lícito en vez de mantenerlas inmovilizadas.

La toma de decisiones por parte del Banco Central dentro de los límites fijados por la Carta Orgánica, goza de un cierto grado de flexibilidad, que debe ejercerse prudentemente; pero tales límites son indispensables para la salud monetaria del país.

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

---

<sup>3</sup> DE KOCK, M. H., "Banca Central", editorial FONDO DE CULTURA ECONÓMICA, México – Año 1970.

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).

Las variaciones 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 Banco Central. Por ello, la ecuación **“reservas - base monetaria”** es fundamental para cimentar la confianza de la población en su moneda.

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

En primer término procede decir que la autarquía asignada al Banco Central, implica la existencia de patrimonio propio y de administración exclusiva de ese patrimonio, por parte de las autoridades legales del Banco Central (Directorio). Por consiguiente, debe llevar estados financieros propios, que reflejen su situación patrimonial, económica y financiera; así lo exigen los Art. 34° y 35° de la Carta Orgánica, cuando regula las cuentas y los estados contables que corresponde llevar el Banco Central y la publicidad de los mismos.<sup>4</sup>

Bajo esta premisa, el Balance de la Institución registra en el ACTIVO, el rubro **“Reservas Internacionales”**, lo que indica que – desde la óptica jurídica - tales reservas pertenecen al Banco Central, correspondiendo a sus autoridades legales el deber de administrarlas correctamente y la facultad de disponer de ellas eficientemente (Art. 33° de la Carta Orgánica).<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Artículo 34 - Ley 24.144. *“El ejercicio financiero del banco durará un (1) año y se cerrará el 31 de diciembre. Los estados contables del banco deberán ser elaborados de acuerdo con normas generalmente aceptadas, teniendo en cuenta su condición de autoridad monetaria”.* **Artículo 35 - Ley 24.144.** *“El banco publicará a más tardar dentro de la semana siguiente, los estados resumidos de su activo y pasivo al cierre de operaciones de los días siete (7), quince (15), veintitrés (23), y último de cada mes.”*

<sup>5</sup> Artículo 33 – Ley 24.144. *“El Banco podrá mantener una 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 pagaderos en oro o en moneda extranjera.”*

COMPONENTES DEL ESTADO DE ACTIVOS Y PASIVOS  
 (Banco Central de la República Argentina)

<b>ACTIVO</b>	<b>PASIVO</b>
RESERVAS INTERNACIONALES - Oro - Divisas - Colocaciones realizables en divisas - Convenios multilaterales de crédito Menos: - Instrumentos derivados sobre internacionales	BASE MONETARIA - Circulación monetaria - Cuentas corrientes en pesos  TÍTULOS EMITIDOS POR EL BCRA - Letras y Notas en pesos

De modo tal que las reservas internacionales pertenecen al Banco Central y sirven para cumplir un rol superlativo, como es preservar el valor de la moneda, misión primordial del Banco Central, debido a que su correcta y eficiente administración, permite atenuar los efectos de las fluctuaciones 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 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 Banco Central con reservas suficientes al cambio de cada billete de moneda nacional por un billete de moneda estadounidense; de esta manera, para sostenerse la paridad referida, debía existir en sus arcas el equivalente en moneda extranjera de la masa circulante.

El Art. 4° de la Ley 23.928, en su versión originaria, contemplaba que *“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.”*

Conforme el texto referenciado, las reservas gozaban de libre disponibilidad pero debían representar por lo menos, el cien por ciento de la base monetaria, condicionamiento que constituía la plataforma de sustentación del régimen monetario de convertibilidad que entró en vigencia en 1991.

Al salirse del esquema de la convertibilidad en el año 2002, con la reforma introducida por la Ley 25.561 de Emergencia Pública que convalidó un nuevo régimen monetario de inconvertibilidad, el Banco Central agravó la obligación y el desafío 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. La acumulación de reservas coadyuva a dar tranquilidad y confianza en el cumplimiento de esos objetivos y a mantener la estabilidad de la moneda.

Recuérdese que OTTO NIEMEYER (mentor de la banca central), dictaminaba en 1933 sobre la fragilidad de nuestra economía frente a las naciones desarrolladas que tenían estructuras más diversificadas y sobre la importancia de un banco central autónomo que desempeñare la función de regulador monetario, conservando la cantidad de reservas suficientes para soportar las variaciones mencionadas.

En este sentido, corresponde señalar que es más complejo y, por ende, de mayor profesionalidad y responsabilidad institucional, administrar las reservas en un régimen monetario de inconvertibilidad que en el diseñado por la Ley 23.928 (vigente en nuestro país entre 1991 y 2001).

Procede refrescar, además, que la salida de la convertibilidad mediante la sanción de la Ley 25.561, facultó al Poder Ejecutivo Nacional a fijar la relación de cambio entre el peso y las divisas extranjeras.<sup>6</sup> Y en ejercicio de esa manda legal, se pasó de un sistema de cambio fijo a un sistema de flotación de paridades cambiarias.

En este orden, téngase presente que en un régimen de "flotación" cambiaria administrada como el instaurado y vigente hoy en día, para una economía como la argentina, se requiere inexorablemente de reservas abundantes para gerenciar la flotación.

En este sentido, la función de las políticas monetaria y cambiaria vuelve a asumir preponderante relevancia, cuestión que durante la convertibilidad ambas políticas estaban aletargadas.

Tan es así, que el concepto de reservas de libre disponibilidad deslizado por la versión originaria de la Ley 23.928, años después fue precisado con mayor rigor técnico creando el concepto de "reservas indisponibles", a fin de resguardar más firmemente el respaldo de la base monetaria.

---

<sup>6</sup> Artículo 2° de la Ley 25.561.- "El Poder Ejecutivo nacional queda facultado, por las razones de emergencia pública definidas en el artículo 1°, para establecer el sistema que determinará la relación de cambio entre el peso y las divisas extranjeras, y dictar regulaciones cambiarias."

*“Sobre el Decreto NyU 1599/2005”*

Efectivamente, en el año 2005 se reformó la citada Ley 23.928, mediante Decreto NU 1599/2005, (ratificado por Ley 26.076), con la finalidad de modificar el Art. 6° de la Ley 23.928, para establecer la diferencia entre reservas indisponibles (destinadas a la protección de la base monetaria) y reservas de libre disponibilidad (para aplicar al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales, siempre que resulte de efecto monetario neutro).<sup>7</sup>

A partir de esa reforma, las reservas pasaron a dividirse en dos categorías, a saber:

- 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, que se encuentra integrada por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el Banco Central, en cuenta corriente o cuentas especiales y esas reservas pasan 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 ello entraña.

De este modo, las reservas indisponibles quedaron bien definidas y su relación con la base monetaria estaba sujeta a una ecuación aritmética cierta y determinada, de fácil verificación y control, sin contemplación de excepción alguna. Constituía un vallado a la tentación de la emisión monetaria desmedida.

Por su parte, las reservas “*disponibles*” serían, entonces, aquellas reservas que excedieran el respaldo de la base monetaria; por lo tanto, quedaron así mejor definidas a los fines de su eventual utilización.

---

<sup>7</sup> **Artículo 1° del Decreto 1599/2005** que sustituyó el Art. 4° de la Ley 23.928 por el siguiente: “Artículo 4° - Las reservas del Banco Central de la República Argentina en oro y divisas extranjeras serán afectadas a respaldar hasta el cien por ciento (100 %) de la base monetaria. Cuando las reservas se inviertan en los depósitos, otras operaciones a interés, o a 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.”



Irrumpió así el prolijo concepto de reservas de libre disponibilidad, ante lo que corresponde 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 que pudiera invocarse o pretenderse.

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 como cambiarias; y
- Las "**facultativas**", que son aquellas que superan esa previsión técnica mencionada anteriormente.

Esta distinción es vital para entender la función monetaria y cambiaria asignada al Banco Central.

Recuérdese 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 transferencias al exterior del sector público como privado (pago deudas, giro de regalías, etc.) y de compras del empresario y de los particulares.

Cada vez que el Banco Central compra dólares para aumentar las reservas, debe hacerlo emitiendo pesos, situación que como regulador monetario, lo compele a 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, por la sencilla razón de que el aumento de la

producción y el empleo son procesos más lentos comparados con aquéllos, el Banco Central recurre a la emisión de deuda, mediante LEBAC (deuda a tasa de interés fija) o NOBAC (deuda a tasa de interés variables), los que implican pasivos que deben afrontarse en el futuro.

Quiero aclarar que, a mi entender, la inflación no es un fenómeno estrictamente monetarista como la considera el neoliberalismo, sino algo de mayor consideración como es la insuficiencia de la estructura productiva del país que no puede satisfacer la demanda de bienes más la deficiente administración de las reservas internacionales y del gasto público. Por ello me atrevo a sostener que los índices de inflación representan "*ratios*" que, principalmente miden y califican la gestión de un gobierno. Los últimos 40 años de vida económica del país que llevaron a la depreciación de la moneda nacional en 13 dígitos, así lo corroboran.

En este juego monetario, el Banco Central tiene que 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 macro económica 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 Banco Central, 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 Banco Central, 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 como cambiario y tutor de la liquidez del sistema, en cumplimiento de los postulados previstos en la Carta Orgánica del propio banco.

Solo en el supuesto de existir reservas facultativas objetivamente verificadas, procederá utilizar esas reservas para los destinos autorizados explícitamente por ley. La administración de las reservas por el Banco Central, es de su exclusiva responsabilidad, para que la política monetaria sea eficiente, a cuyos efectos debe evitarse toda interferencia del Poder Ejecutivo Nacional. De lo contrario, si el Banco Central no es independiente del gobierno de turno (como generalmente ha sucedido), la cantidad de dinero en la sociedad queda sin contralor y esa dificultad en el control de la cantidad de dinero en la economía, generalmente deriva en la monetización del déficit público, lo que subconscientemente alienta a gastar más.

Es evidente que no hay un límite fijo 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**" que pueden utilizarse para otros fines ajenos al respaldo de la base monetaria.

Diferenciación conceptual que tiene que tener en cuenta 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.

En síntesis, el Decreto NyU 1599/2005 cuidaba el respaldo en reservas de la base monetaria, pero también significaba dejar abierta una etapa donde las reservas del ente rector, pudieran constituir una fuente importante para la amortización de la deuda pública, contraída o por contraerse.

En esta tesitura, téngase presente que el mencionado decreto también modificó el Art. 6° de la Ley 23.928, para indicar cual destino podría asignarse a las reservas de libre disponibilidad.<sup>8</sup> El objetivo perseguido con la modificación legal fue el pago realizado al Fondo Monetario Internacional que ascendió a la suma de dólares estadounidenses nueve mil ochocientos diez millones (u\$s.9.810.000.000).

*“Sobre el Decreto NyU 2010/2009”.*

El cambio de autoridades gubernamentales, producto de las elecciones del año 2007, no fue simplemente un cambio formal sino que desafió la continuidad de las políticas existentes para imprimir un sello propio en la gestión de gobierno, que con el tiempo fue desandando lo impulsado desde el 2002 hasta ese momento.

A fines del 2009, se dictó el Decreto NyU 2010/2009, por medio del cual se creó el Fondo del Bicentenario.<sup>9</sup> Mediante este decreto se modificó nuevamente el destino del uso de las reservas disponibles excedentes, agregando al final del Art. 6° de la Ley 23.928 la frase “... y al pago de los servicios de la deuda pública del Estado Nacional”.

Fecho, el citado decreto dispuso que el Fondo se integre con la suma de dólares estadounidenses seis mil quinientos sesenta y nueve millones (u\$s.6.569.000.000), los cuales debían ser transferidos por el Banco Central al Tesoro Nacional, utilizando para ello las reservas de libre disponibilidad sin distinguir entre necesarias y facultativas. Como contraprestación de ello, el Banco Central recibiría un instrumento de deuda emitido por el Tesoro Nacional, consistente en una Letra intransferible denominada en dólares estadounidenses a diez (10) años, con

---

<sup>8</sup> El Artículo 1° del Decreto 1599/2005, sustituyó el Art. 6° de la Ley 23.928 por el siguiente: “**Artículo 6°.** Los bienes que integran las reservas mencionadas en los artículos anteriores son inembargables y pueden aplicarse exclusivamente a los fines previstos en la presente ley. Las reservas, hasta el porcentaje establecido en el artículo 4°, constituyen, además, prenda común de la base monetaria. La base monetaria en pesos esta 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. Siempre que resulte de efecto monetario neutro, las reservas de libre disponibilidad podrán aplicarse al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales.”

<sup>9</sup> El Artículo 1° del Decreto 2010/2009, nuevamente sustituyó el Art. 6° de la Ley N° 23.928 por el siguiente: “**Artículo 6°.-** Los bienes que integran las reservas mencionadas en los artículos anteriores son inembargables, y pueden aplicarse exclusivamente a los fines previstos en la presente ley. Las reservas, hasta el porcentaje establecido en el artículo 4°, constituyen, además, prenda común de la base monetaria. La base monetaria en pesos 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. Las reservas de libre disponibilidad podrán aplicarse al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales y al pago de servicios de la deuda pública del Estado Nacional.”

amortización íntegra al vencimiento (o sea, en el 2020), es decir, nueva violación del Art. 19°-h) de la Carta Orgánica del Banco Central.

Recuérdese que hasta el dictado del mencionado decreto, la ley prescribía que ese destino era el pago de obligaciones con organismos internacionales exclusivamente, por lo que fácil resulta deducir que la reforma reseñada cambió ampliando ese destino, con el solo propósito de convalidar legalmente el pago dispuesto.

Va de suyo que, fácil resulta deducir que el Fondo del Bicentenario era un pretexto, siendo la causa real para llevar adelante la iniciativa, un avance del Poder Ejecutivo Nacional sobre la autarquía y autonomía del Banco Central, incluso a desdén del debilitamiento del patrimonio de la autoridad monetaria.

Entiendo que la juridicidad del mentado decreto es discutible, porque no alcanzó a justificar la imposibilidad de ejercer la función legislativa del Congreso de la Nación, como lo exige el Art. 99°-3) de la Constitución Nacional, máxime cuando se trataba del destino de las reservas internacionales. Y, además, porque violó el Art. 19°-h) de la Carta Orgánica del Banco Central, que impide colocar disponibilidades en instrumentos que no gocen sustancialmente de inmediata liquidez (esto no se modificó en la ocasión).

Nadie discute que las reservas sustentadas en activos fácilmente liquidables, deviene en lo que corresponde técnicamente acertado, para las ciencias de la administración de activos financieros. No sucede lo mismo con los activos difícilmente liquidables o ilíquidos, apotegma que vale, tanto para el ámbito público como el privado por igual.

El Banco Central no tiene discrecionalidad absoluta para usar las reservas de libre disponibilidad, sean necesarias o facultativas. Menos aún el Poder Ejecutivo Nacional, porque jurídicamente no le pertenecen. En última instancia, respecto de las reservas disponibles facultativas, solo es factible una disposición consensuada previamente entre ambas instituciones, conforme corresponde cuando se esta en presencia de dos sujetos de derecho distintos, entre los cuales sus relaciones funcionales son de colaboración y no de subordinación, son inter-administrativas y no inter-orgánicas; son horizontales y no verticales.

Es responsabilidad absoluta del Directorio del Banco Central (colectiva e individualmente), la administración de las reservas "*disponibles*" y la rendición de cuentas pertinentes así como la conducta a seguir, con referencia al dictado del Decreto NyU 2010/2009. Como entidad autárquica e independiente, el Banco Central actúa autónomamente y no recibe instrucciones de nadie; solo recibe órdenes del Congreso de la Nación, por supuesto que a través de la ley

pertinente. Así lo impone categóricamente el dictado de la norma legal bajo análisis.

*“Sobre el Decreto NyU 296/2010”.*

Meses después, a través de este nuevo decreto se abroga el Decreto 2010/2009, para declarar vigente el texto del Art. 6° de la Ley 23.928, conforme versión del Decreto 1599/2005.<sup>10</sup>

Fácil resulta deducir que las reformas aludidas precedentemente, demuestran la inexistencia de política monetaria y cambiaria uniforme, con vocación de proyección como así también la vulneración de la autarquía y autonomía operativa del Banco Central, relegándose a la par de comprometiéndose los intereses generales del país.

*“Sobre la Ley 26.739”.*

La reforma de la Ley 26.739 derogó los Art. 4° y 5° de la Ley 23928.<sup>11</sup> La derogación del artículo 4° implicó dejar sin efecto la relación cuantitativa que condicionaba la afectación de las reservas para el respaldo del cien por ciento (100 %) de la base monetaria. A su vez, la eliminación del artículo 5° tuvo por finalidad dejar sin efecto el límite computable para las reservas de libre disponibilidad.

Paralelamente sustituyó el Art. 6° 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 Banco Central, conforme el texto del nuevo Art. 14-q) de la Carta Orgánica a la par de eliminar el condicionamiento de las reservas constituyen la prenda común de la base monetaria, con lo cual amplió las fronteras de la libre disponibilidad de las mismas.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> El Artículo 1° del Decreto 296/2010, ratifica el Art. 6° de la Ley N° 23.928 en los términos siguientes: **“Artículo 6°.-** Los bienes que integran las reservas mencionadas en los artículos anteriores son inembargables y pueden aplicarse exclusivamente a los fines previstos en la presente ley. Las reservas, hasta el porcentaje establecido en el artículo 4°, constituyen, además, prenda común de la base monetaria. La base monetaria en pesos esta 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. Siempre que resulte de efecto monetario neutro, las reservas de libre disponibilidad podrán aplicarse al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales.”

<sup>11</sup> El Artículo 21° de la Ley 26.739 dice: *“Deróganse los artículos 4° y 5° de la Ley 23.928 y sus modificaciones.”*

<sup>12</sup> El Artículo 22° de la Ley 26.739, sustituyó el Art. 6° de la Ley 23.928, por el siguiente: **“Artículo 6°:** Los bienes que integran las reservas del Banco Central de la República Argentina son ///

En consecuencia, las reservas de respaldo de la base monetaria ahora quedan al criterio discrecional del Directorio del Banco Central como así también las reservas disponibles, que pasan a ser aquéllas que superar ese límite discrecional.

La sustitución de la cuantificación por la discrecionalidad, no es positiva. La historia nacional indica que las facultades regladas son preferibles a las facultades discretionales, aún a pesar de que aquellas son sistemáticas vulneradas por quiénes deben respetarlas. Ahora el dinero circulante corre el riesgo de carecer de adecuado respaldo y las reservas pasar a ser de libre disponibilidad a instancia del Gobierno nacional, previa determinación discrecional del Banco Central acerca del nivel de reservas adecuado para aquellos fines

<u>Régimen anterior a la Ley 26.739</u>		<u>Régimen posterior a la Ley 26.739</u>	
Reservas	50.000	Reservas	50.000
Base Monetaria	35.000	Base Monetaria	35.000
Reservas excedentes a la Base monetaria	15.000	Reservas estimadas Necesarias	40.000
LEBAC – NOBAC (BCRA)	15.000	LEBAC – NOBAC (BCRA)	15.000
Reservas Netas Disponibles	0	Reservas Disponibles (50.000 – 40.000)	10.000

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.

El propósito perseguido, anulando la rigidez del esquema establecido en el año 2005, fue precisamente flexibilizar los mecanismos de utilización de las reservas del Banco Central, de modo de facilitar al Poder Ejecutivo Nacional la utilización de las reservas sin ningún tipo de límite explícito y poder cancelar no solo deuda de los organismos financieros internacionales sino también

*/// inembargables. Hasta el nivel que determine su directorio, se aplicarán exclusivamente al fin contemplado en el inciso q) del artículo 14 de la Carta Orgánica de dicha institución. Las reservas excedentes se denominarán de libre disponibilidad. Siempre que resulte de efecto monetario neutro, las reservas de libre disponibilidad podrán aplicarse al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales o de deuda externa oficial bilateral. Cuando las reservas se inviertan en depósitos u 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”.*

cualquier deuda externa oficial bilateral, sea con acreedores públicos o privados.

Hay evidencias considerables que demuestran que la inflación baja y controlada es una precondition insustituible para el crecimiento económico sostenido, por lo que, el Banco Central al enfocar su gestión en cimentar la estabilidad de la moneda y la solidez financiera, coadyuva enormemente al objetivo de crecimiento y empleo.

Así como el corazón trabaja a modo de bomba aspirante e impelente con la función vital de recoger sangre e impulsarla a todas las redes capilares del organismo, el Banco Central también dinamiza el circulante monetario absorbiendo e inyectando dinero por las arterias de la estructura económica del país.

Resulta que el dinero que circula en una economía ejerce influencia sobre muchas variables económicas, tanto en el sector privado como en el público. Por ello, es imprescindible la existencia de un organismo responsable de resguardarlo (Banco Central), que sea independiente de las autoridades gubernamentales como de las autoridades empresariales privadas.

La política monetaria resulta entonces vital por las decisiones que deben adoptarse para monitorear el equilibrio en el mercado de dinero y evitar la existencia de dinero "fácil" (emisión imprudente) porque ello siempre arroja como resultado la inflación.<sup>13</sup>

Es de pleno conocimiento que la misión del Banco Central es evitar turbulencias o fluctuaciones bruscas en materia de excedencia o escasez de circulante y/o las subas o bajas pronunciadas del tipo de cambio o precio de las monedas extranjeras (particularmente el dólar estadounidense).

La reforma introducida por la Ley 26.739 a la Carta Orgánica del Banco Central ha eliminado un objetivo primordial (preservar el valor de la moneda), violando el Art. 75°-19) de la Constitución Nacional y tres instrumentos de política monetaria (formular y ejecutar la política monetaria y financiera, dar a publicidad su programa monetario para el ejercicio siguiente e informar sobre metas de inflación).

Por todo lo expuesto, fácil resulta deducir que el Banco Central ha sufrido una "*capitis diminutio*" con la reforma y ha quedado sin límites ciertos y precisos

---

<sup>13</sup> FRIEDMAN, Milton "*Historia monetaria de los EEUU 1867/1960*", editorial PRICENTON UNIVERSITY PRESS – Año 1971.



para administrar las reservas en respaldo de la base monetaria. La reforma legal ha implicado un recorte en el poder y la independencia del Banco Central, al asignársele múltiples objetivos difusos pero menos instrumentos de política monetaria y manejo de las reservas.

La evolución descendente de las reservas internacionales desde mediados del año 2012 (u\$s.48.000.000.000) hasta mediados del 2014 (u\$s.27.000.000.000), demuestran que la interferencia en el funcionamiento del Banco Central, por parte del Poder Ejecutivo Nacional, ha debilitado el respaldo de la circulación monetaria y de los pasivos de la entidad, resintiéndose su credibilidad como guardián del poder adquisitivo del signo monetario nacional.

Es preciso tener siempre presente que el dinero carece de valor intrínseco; su valor transaccional es simplemente nominal. Entonces ¿por qué es aceptado o atesorado? Sencillamente, por su respaldo, que es lo que genera confiabilidad en su utilización.

Tal respaldo obedece, a los condicionantes siguientes:

- *“Eficiente administración”* de las reservas internacionales.
- *“Respeto”* por las instituciones consagradas constitucionalmente.
- *“Fortaleza”* de las estructuras productivas y de servicios.
- *“Calidad”* de gestión de las autoridades gubernamentales.

La confiabilidad hace a la competitividad monetaria

Bajo ese respaldo consolidado, la estabilidad monetaria y financiera hace factible jerarquizar el valor de la moneda, lo que a su vez permite al sector privado y al sector público:

- Alentar las posibilidades de proyectarse al futuro.
- Sincronizar los flujos de acreencias y pasivos constituidos.
- Aportar mayor seguridad a las transacciones económicas.
- Profesionalizar la gestión y administración de los recursos.
- Mejorar las expectativas de ahorro, crédito, empleo y consumo.

Todo ello depende del respeto genuino que la sociedad tenga por la autarquía e independencia del Banco Central, a cargo de la administración de las reservas internacionales y de la regulación monetaria para la eficiente defensa del valor de la moneda, tal como lo impone el Art. 75°-19) de la Constitución Nacional. He aquí sintetizado su función primordial y su relevancia institucional para beneficio de toda la sociedad.