

PROYECTO DE LEY

PROHIBICIÓN AL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA DE FINANCIAR AL TESORO NACIONAL

TÍTULO I

MODIFICACIONES A LA CARTA ORGÁNICA DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Artículo 1º: Sustitúyase el artículo 3º de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“ARTÍCULO 3.- *Es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina (el Banco) preservar la estabilidad de precios. Para su consecución, el Banco no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del PODER EJECUTIVO NACIONAL, ni podrá asumir obligaciones de cualquier naturaleza que impliquen condicionar, restringir o delegar las funciones y facultades dispuestas en el Artículo 4º sin autorización expresa del HONORABLE CONGRESO DE LA NACIÓN.”*

Artículo 2º: Sustitúyase el inciso b) del artículo 4º de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“b) Formular y ejecutar la política monetaria, regulando la cantidad de dinero, de crédito y las tasas de interés;”

Artículo 3º: Derogase el último párrafo del artículo 4º de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones.

Artículo 4º: Derogase los incisos q) y w) del artículo 14 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones.

Artículo 5º: Sustitúyase el inciso r) del artículo 14 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“r) Regular las condiciones del crédito en términos de riesgo, plazos, tasas de interés, comisiones y cargos de cualquier naturaleza;”

Artículo 6º: Derogase el inciso f) del artículo 17 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones.

Artículo 7º: Sustitúyase el inciso a) del artículo 18 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“a) Comprar y vender a precios de mercado, en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria y cambiaria.”

Artículo 8º: Sustitúyase el artículo 19 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“ARTICULO 19.- Queda prohibido al banco:

- a) Conceder préstamos o adelantos al Gobierno Nacional, las Provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y las municipalidades;
- b) Garantizar o endosar letras y otras obligaciones del gobierno nacional, de las provincias, municipalidades y otras instituciones públicas;

- c) Conceder préstamos a personas físicas o jurídicas no autorizadas para operar como entidades financieras;
- d) Efectuar redescuentos, adelantos u otras operaciones de crédito, excepto en los casos previstos en el Artículo 17, incisos b) y c) o los que eventualmente pudieran técnica y transitoriamente originarse en las operaciones de mercado previstas por el Artículo 18 inciso a);
- e) Comprar y vender inmuebles, con la excepción de aquellas operaciones que sean necesarias para el normal funcionamiento del banco;
- f) Comprar acciones salvo las emitidas por organismos financieros internacionales;
- g) Participar directa o indirectamente en cualquier empresa comercial, agrícola, industrial o de otra clase;
- h) Colocar sus disponibilidades en moneda nacional o extranjera en instrumentos que no gocen sustancialmente de inmediata liquidez;
- i) Comprar títulos públicos del Estado Nacional en el mercado primario;
- j) Pagar intereses en cuentas de depósitos superiores a los que se devengan por la colocación de los fondos respectivos, menos el costo de tales operaciones;
- k) Otorgar garantías especiales que directa o indirectamente, implícita o explícitamente, cubran obligaciones de las entidades financieras, incluso las originadas en la captación de depósitos.”

Artículo 9º: Deróguense los artículos 20 y 22 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones.

Artículo 10º: Sustitúyase el artículo 24 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“ARTÍCULO 24.- El Banco cargará a la cuenta del gobierno nacional el importe de los servicios de la deuda pública interna y externa atendida por su cuenta y

orden, así como los gastos que dichos servicios irroguen. El gobierno nacional pondrá a disposición del banco los fondos necesarios para la atención de dichos gastos.”

Artículo 11: Sustitúyase el artículo 33 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1° de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“ARTÍCULO 33.- Los bienes que integran las reservas del BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA son inembargables.

El Banco podrá mantener una parte de sus reservas 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. En estos casos su cómputo se efectuará siempre a valores de mercado.

Las tenencias de Títulos Públicos emitidos por el Estado Nacional nunca podrán sobrepasar la cuarta parte del total del Activo.”

Artículo 12.- Sustitúyese el artículo 34 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1° de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“ARTÍCULO 34.- 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, siguiendo los mismos principios generales que sean establecidos por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias para el conjunto de entidades.”

Artículo 13.- Sustitúyase el artículo 38 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1° de la Ley N° 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“ARTÍCULO 38.- Las utilidades líquidas y realizadas del BCRA serán destinadas, en primer lugar, a la capitalización de modo de mantener, como mínimo, el valor real del capital, pudiendo el Directorio realizar una capitalización mayor.

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

Las utilidades que no sean capitalizadas se utilizarán para el fondo de reserva general y para los fondos de reserva especiales, hasta que los mismos alcancen el CINCUENTA POR CIENTO (50%) del capital del Banco. Una vez alcanzado este límite, las utilidades no capitalizadas o aplicadas en los fondos de reserva, deberán ser transferidas libremente a la cuenta del Gobierno Nacional.

Las pérdidas que experimente el Banco en un ejercicio determinado, se imputarán a las reservas que se hayan constituido en ejercicios precedentes y, si ello no fuera posible o suficiente, afectarán al capital de la Institución. En estos casos, el Directorio del Banco deberá afectar las utilidades que se generen en ejercicios siguientes a la recomposición, en términos reales, de los niveles de capital y reservas anteriores a la pérdida.”

TÍTULO II

OTRAS DISPOSICIONES

Artículo 14.- Deróganse el artículo 6º de la Ley N° 23.928 y sus modificaciones, el artículo 51 de la ley 11672 Complementaria Permanente de Presupuesto (t.o. 2014) y el Decreto N° 298 del 1º de marzo de 2010.

Artículo 15.- Las utilidades realizadas y líquidas del BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA deberán destinarse, una vez cumplidos con los recaudos del Artículo 38 anterior y, antes de ser transferidas libremente a la cuenta del Gobierno Nacional, a cancelar los Adelantos Transitorios vigentes o a rescatar los excesos de Títulos Públicos del Estado Nacional, comenzando por los intransferibles, hasta cumplir con el nuevo límite impuesto en el Artículo 33 de la Carta Orgánica. Una vez cumplidos ambos recaudos, se podrá comenzar a transferir libremente las utilidades líquidas y realizadas al Gobierno Nacional conforme al procedimiento previsto en el Artículo 38.

Artículo 16.- La presente Ley entrará en vigencia a partir de la fecha de su publicación en el Boletín Oficial.

Artículo 17.- Comuníquese al Poder Ejecutivo Nacional

FUNDAMENTOS

Señor presidente:

El presente proyecto de ley pretende restringir las opciones con que cuenta el Sector Público Nacional para financiarse vía Banco Central de la República Argentina (BCRA), que desde el 2006 en adelante han venido creciendo en forma sostenida lo que ha causado una incapacidad casi plena del BCRA para defender el valor de la moneda. Esta situación ha generado niveles de inflación insostenibles y, paralelamente, con la disminución de las reservas, una inestabilidad y debilidad extrema ante la más mínima crisis de confianza.

Este accionar tiene su origen en una serie de leyes elevadas por el Poder Ejecutivo Nacional que fueron abriendo las compuertas de este tipo de financiamiento. Las mismas encontraban fundamento en teorías que le restan importancia a la emisión de dinero del BCRA como causante principal o único del mal que aqueja a nuestro país hace décadas denominado inflación y que no permite salir del estancamiento, y ha dejado a millones de argentinos en la pobreza extrema y sin oportunidades de mejora en el corto y mediano plazo.

Para ilustrar la importancia de la defensa del valor de la moneda, quiero recordar algo muy simbólico pero que refleja claramente cómo evolucionó la legislación en los últimos 30 años: el término “reservas de libre disponibilidad” que, a partir de la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (en adelante, CO del BCRA) y de la Ley de Convertibilidad en la década del 90, se refería a que todas las reservas del BCRA estaban “disponibles” como respaldo de la Base Monetaria, lo que permitía que cualquier ciudadano podía ir al sistema financiero y cambiar sus pesos por dólares en una relación uno a uno. Es decir, el BCRA estaba defendiendo el valor de la moneda lo que permitió mantener en niveles muy bajos la inflación durante toda la convertibilidad.

Desde la salida de la convertibilidad hasta la última Reforma de la CO del BCRA del año 2012, el término “Reservas de Libre disponibilidad” tuvo varios cambios reflejando una relajación sucesiva en la rigidez de la regla de las reservas de la convertibilidad hasta cambiar completamente el sentido. Hoy se refiere a las reservas por encima de las necesarias para la política cambiaria y están definidas discrecionalmente por el Directorio del BCRA y pensadas para poder prestarle al Gobierno Nacional las Reservas necesarias para pagar su deuda, es decir la libre disponibilidad se refiere ya no a los ciudadanos argentinos sino al Gobierno para financiar sus gastos desmedidos. Un cambio diametral de paradigma cuyos efectos seguimos padeciendo.

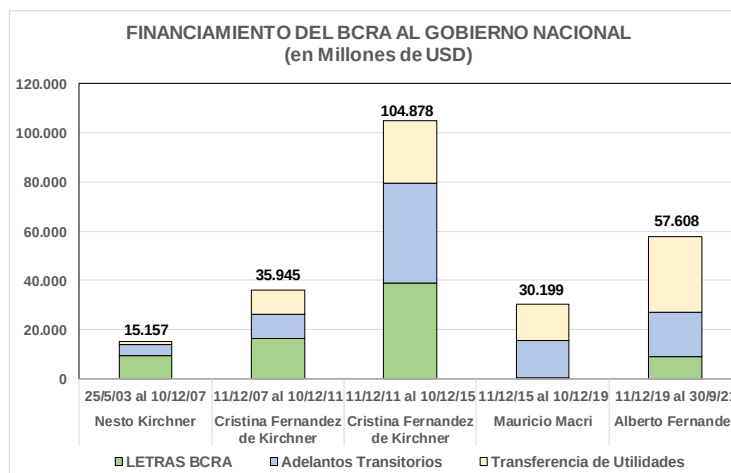
“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

Para mostrar esto podemos ver en el siguiente gráfico, como se han utilizado los distintos gobiernos las alternativas de financiamiento del BCRA al Sector Público. Es necesario hacer dos aclaraciones respecto del gráfico:

- En el caso de los Adelantos Transitorios (AT) y de las Transferencias de Utilidades (TU) que son en pesos, la conversión a dólares se hizo tomando la cotización del dólar oficial en los días que efectivamente se realizaron (obviamente, si tomamos los datos del Estado de Resultados e del BCRA, las cifras en dólares darían menor).
- En el caso de las Letras del BCRA se refiere a las Letras Intransferibles del BCRA dejando sin contabilizar al resto de los Títulos Públicos que el BCRA mantiene en cartera.

FINANCIAMIENTO DEL BCRA AL GOBIERNO NACIONAL
(en millones de USD)

Administración	Duración Mandato	Adelantos Transitorios	Transferencia de Utilidades	LETRAS BCRA	TOTAL
Néstor Kirchner	25/5/03 al 10/12/07	4.539	1.088	9.530	15.157
Cristina Fernández de Kirchner	11/12/07 al 10/12/11	9.950	9.801	16.194	35.945
Cristina Fernández de Kirchner	11/12/11 al 10/12/15	40.851	25.264	38.763	104.878
Mauricio Macri	11/12/15 al 10/12/19	14.962	14.860	376	30.199
Alberto Fernández	11/12/19 al 30/9/21	18.179	30.607	8.821	57.608



Nota: Tanto los Adelantos Transitorios como la Transferencia de Utilidades del BCRA, están convertidas a dólares con la Cotización Oficial (Com. "A" 3500 BCRA) del día de la transferencia. Las Letras Intransferibles del Tesoro Nacional, se emiten en Dólares por lo tanto están expresadas en el Valor Nominal de la emisión.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos del BCRA y del Ministerio de Economía

Como vemos, durante el Gobierno de Néstor Kirchner, el financiamiento del BCRA al Gobierno Nacional llegó a un poco más de USD 15.000 millones (en este punto es necesario aclarar que USD 9.500 millones se explican por la emisión de Letras Intransferibles emitidas por el Tesoro a cambio de Reservas para el pago total al FMI, motivado más por fines políticos que económicos). Durante el primer Gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, si bien el total del período fue de casi USD 36.000 millones, los dos primeros años tuvieron un promedio de casi USD 3.000 millones anuales, mientras que el financiamiento del BCRA en los dos últimos años, el promedio anual fue de casi USD 15.000 millones, evidenciando una fuerte aceleración en el uso de este tipo de financiamiento del déficit.

Ahora bien, el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner, tomo un camino mucho más acentuado en el uso de esta herramienta, llevando el total a casi USD 105.000 millones, con un promedio anual de más de USD 25.000 millones. Los números así expuestos no nos dicen mucho, pero, toman una importancia significativa si los comparamos con los USD 44.000 millones de préstamo del FMI durante el 2018, sobre el que tanto se ha debatido en los últimos 3 años.

Si bien durante el Gobierno de Mauricio Macri se intentó bajar este tipo de financiamiento, en su mandato se transfirieron un poco más de USD 30.000 millones. La llegada de Alberto Fernández aceleró este tipo de financiamiento llevándolo, en solo dos años, a más de USD 67.000 millones, aunque se espera que luego del acuerdo con el FMI, esta cifra se mantenga acotada.

Ahora bien, estas impresionantes cifras que, sin tener en cuenta los diferentes mandatos, en los últimos 10 años analizados asciende a más de USD 200.000 millones, tienen como resultado dos consecuencias directas muy perjudiciales:

- a) Por el lado de los Adelantos Transitorios y de la Transferencia de Utilidades, que, necesariamente son en pesos, la única manera posible para realizarlos siempre fue la emisión, y por más esterilización que se practique, a la larga termina teniendo efecto sobre todos los precios de la economía.
- b) El pago a los acreedores externos con Reservas, cuya contrapartida es la emisión de Letras Intransferibles por parte del Tesoro, que van a parar al activo del BCRA, aunque se argumenta que tienen un efecto monetario neutro, ya que los dólares del BCRA se “vuelan” al exterior, el BCRA previamente tiene que tener esas reservas o reponerlas si su nivel es bajo. Si los mecanismos naturales de obtención de dólares no son suficientes (ej. Exportaciones), se hace necesario la compra de dólares con “nuevos pesitos” emitidos.

Es decir, los tres tipos de financiamiento al Sector Público desde el BCRA, tienen efecto en la cantidad de dinero en la economía ya sea en forma plena o parcial o en forma inmediata o mediata. Al existir un déficit del Sector Público, este se financia mediante AT o TU, que el BCRA no tiene genuinamente en sus activos y tiene que emitir y, al refinanciar la deuda externa cambiando el acreedor, agentes externos por el BCRA, este último también tiene que emitir para comprar los dólares necesarios para recomponer sus Reservas. El proceso genuino sería que el Tesoro le transfiera los pesos al BCRA para que, en caso de necesitarlo, compre los dólares para pagar la deuda (esto realmente tendría un “efecto monetario neutro”).

Para poder analizar un poco más profundamente el desarrollo legal que permitió este tipo de excesos, es necesario ver las sucesivas reformas a las que ha sido sometida la CO del BCRA desde su versión de 1992 (ley 24.144), en especial, en lo que hace a la posibilidad del mismo de financiar al Sector Público Nacional y las restricciones en cuanto a las Reservas que imponía la Ley de Convertibilidad (ley 23.928) de 1991. Dichas leyes sirvieron de base para el Plan de Convertibilidad de Menem.

LA VERSION DE LA CONVERTIBILIDAD

Durante la convertibilidad, la paridad del peso con el dólar estaba respaldada por las Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) del BCRA. Para sostenerse dicha paridad, el BCRA debía tener en sus arcas el equivalente en moneda extranjera de la masa

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

circulante y por ende cuidar de la calidad y disponibilidad de dichas reservas. Esto se aseguró mediante, en marzo de 1991, la sanción de la Ley de Convertibilidad 23.928 que, en sus artículos 4º a 6º, exigía:

- a) Que la relación Reservas de Libre Disponibilidad (RLD) / Base Monetaria (BM) fuera de, por lo menos, el 100 %.
- b) Que el cómputo de los distintos componentes de las RLD, siempre fueran a valor de mercado.
- c) La constitución de las RLD como prenda común de la BM, su inembargabilidad y su función única de respaldo de la BM.

Asimismo, la misma ley, definía la Base Monetaria como la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BCRA.

Ley 23.928 Convertibilidad del A y Dec 2.128/91 de Cambio de Moneda Peso x Austral

TÍTULO I

DE LA CONVERTIBILIDAD DEL AUSTRAL

ARTICULO 1º — Declárase la convertibilidad del Austral con el Dólar de los Estados Unidos de América a partir del 1º 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.

Dec 2128/91 de Cambio de Moneda Peso x Austral

Artículo 3º — El PESO será convertible con el Dólar de los ESTADOS UNIDOS DE AMERICA, a una relación de UN PESO (\$1) por cada Dólar para la venta, en las condiciones establecidas por la **ley 23.928**.

ARTICULO 2º — El BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA 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.

ARTICULO 3º — El BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA 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.

ARTICULO 4º — En todo momento, las reservas de libre disponibilidad del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA 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.

ARTICULO 5º — El BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA deberá introducir las modificaciones pertinentes en su balance y estados contables 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.

ARTICULO 6º — 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 REPUBLICA ARGENTINA, en cuenta corriente o cuentas especiales.

Es de destacar que el término “Libre Disponibilidad” que podríamos considerar “Libre e Inmediata Disponibilidad” se refería a la posibilidad de que en cualquier momento los tenedores de pesos podían canjearlos por los dólares correspondientes, poniendo el foco en las tenencias monetarias del público en general, usuario del dinero cuyo valor se pretendía defender, es decir, en esta definición estaba toda la base teórica del sistema de Convertibilidad que rigió en la Argentina de los años ‘90.

Reforzando el concepto de la Ley de Convertibilidad, un año y medio después, se dictó la ley 24.441 con la nueva versión de la CO del BCRA que le daba plena independencia del Poder Ejecutivo al mismo y le imponía como único objeto el de preservar el valor de la moneda.

Ley 24.144 Carta Orgánica BCRA

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

Artículo 3º: *Es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda.*

El Banco deberá desarrollar una política monetaria y financiera dirigida a salvaguardar las funciones del dinero como reserva de valor, unidad de cuenta e instrumento de pago para cancelar obligaciones monetarias, en un todo de acuerdo con la legislación que dicte el Honorable Congreso de la Nación.

En la formulación y ejecución de la política monetaria y financiera el Banco Central no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del Poder Ejecutivo Nacional.

El Banco no podrá asumir obligaciones de cualquier naturaleza que impliquen condicionar, restringir o delegar sin autorización expresa del Honorable Congreso de la Nación, el ejercicio de sus facultades legales.

Particularmente, en lo que hace al cuidado de sus reservas y, en general, de todo su activo, la CO del BCRA, en el inciso h) del artículo 19, prohibía al BCRA colocar sus “disponibilidades en moneda local o extranjera” en instrumentos que no sean inmediatamente líquidos.

Ley 24.144 Carta Orgánica BCRA

ARTÍCULO 19. — *Queda prohibido al banco:*

...

- h) *Colocar sus disponibilidades en moneda nacional o extranjera en instrumentos que no gocen sustancialmente de inmediata liquidez;*

...

Adicionalmente, en su artículo 33, reforzaba la regulación de las RLD permitiendo que solo hasta un tercio de las mismas se integrara con Títulos Públicos valuados a precios de mercado y que las distintas colocaciones de las reservas (incluidos los Títulos Públicos) tenían que ser de reconocida solvencia y liquidez y pagaderos en oro o moneda extranjera.

Ley 24.144 Carta Orgánica BCRA

Artículo 33: *Hasta una tercera parte de las reservas de libre disponibilidad mantenidas como prenda común, podrán estar integradas con títulos públicos valuados a precio de mercado.*

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.

Vale la pena, en este punto hacer una aclaración adicional, ya que algunos Títulos Públicos emitidos por la Tesorería, formaban parte de las RLD, en particular los llamados Bonos Externos emitidos bajo Legislación Extranjera y en una moneda externa (casi siempre dólares). Esto, si bien era contrario a los criterios aceptados internacionalmente, tenía cierta lógica ya que estaban valuados a valor de mercado y disponibles, mediante su venta en un mercado existente y que gozaba de suficiente liquidez, para responder por la Base Monetaria rápidamente (gozaban de la inmediata liquidez exigida por el inciso h) del artículo 19.

El financiamiento al Sector Público Nacional por parte del BCRA, se regulaba, en la CO BCRA, por el inciso a) de su artículo 19, donde planteaba una prohibición expresa de financiar al Sector Público no solo nacional sino también al Provincial, al Municipal y a los Bancos, con la correspondiente excepción descrita en el Artículo 20.

Ley 24144 Carta Orgánica BCRA

ARTÍCULO 19. — *Queda prohibido al banco:*

- a) *Conceder préstamos al gobierno nacional, a los bancos, provincias y municipalidades, excepto lo prescripto en el artículo 20;*

...

Esta prohibición, inciso a) del artículo 19, que regía respecto del financiamiento del BCRA al Gobierno ha permanecido sin cambios desde su dictado en septiembre de

1992. Contrariamente, la excepción contenida en el artículo 20, si ha sufrido numerosos cambios, relajando en cada oportunidad, un poco más la restricción.

La excepción del artículo 20 original limitaba, la forma del financiamiento del BCRA al Gobierno Nacional, a solo la compra de Títulos Públicos, emitidos por la Tesorería, a precios de mercado y también restringía cuantitativamente la tenencia de dichos Títulos Públicos, de la siguiente forma:

- a) 10% de crecimiento anual máximo de las tenencias de Títulos Públicos (artículo 20), y
- b) Dicha tenencia (el stock) debía ser menor o igual a un tercio de las Reservas de libre disponibilidad (artículo 33 ya visto), aclarando que, como vimos, para esa época las Reservas de Libre Disponibilidad eran aquellas que respaldaban la Base Monetaria (estaban disponibles para ello), es decir todas las reservas.

Ley 24.144 Carta Orgánica BCRA

Artículo 20: *El Banco sólo podrá financiar al gobierno nacional a través de la compra, a precios de mercado, de títulos negociables emitidos por la Tesorería General de la Nación.*

El crecimiento de las tenencias de títulos públicos del banco, a valor nominal, no podrá ser superior al diez por ciento (10 %) por año calendario, ni superar el límite máximo dispuesto en el artículo 33.

Este esquema se mantuvo hasta la finalización de la convertibilidad, con solo un pequeño cambio unos meses antes, en abril del 2001 mediante el Decreto 439/01, se le dió un poco de aire a esta posibilidad de financiamiento excluyendo del máximo permitido (1/3 de las Reservas) a aquellos Títulos Públicos, cuya tenencia en el BCRA estaba originada en operaciones realizadas con fines de regulación monetaria y cambiaria (artículo 18 inc. a) de la CO del BCRA). Esta dispensa estuvo vigente sólo unos pocos meses.

Decreto 439/01 Modificación CO del BCRA

"ARTÍCULO 20. — *El banco sólo podrá financiar al Gobierno Nacional a través de la compra, a precios de mercado, de títulos negociables emitidos por la TESORERÍA GENERAL DE LA NACIÓN.*

El crecimiento de dichas tenencias de títulos públicos del banco, a valor nominal, no podrá ser superior al DIEZ POR CIENTO (10%) por año calendario, ni superar el límite máximo dispuesto en el artículo 33, sin computar para ello las tenencias de títulos públicos que resulten de las operaciones previstas en el artículo 18, inciso a)".

Ley 24.144 Carta Orgánica BCRA

Artículo 18: *El banco podrá:*

- a) *Comprar y vender a precios de mercados, en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria y cambiaria;*

.....

Respecto del financiamiento del Sector Público por la vía de las Utilidades del BCRA, reglado por el artículo 38 de la CO del BCRA aprobada por la ley 24.144, se destaca el hecho de que la versión aprobada por el Congreso en el año 1992, fue vetada parcialmente por el Poder Ejecutivo mediante el Decreto 1680/92, observando el primer párrafo del mencionado artículo evitando que el destino prioritario de las ganancias del BCRA fueran a la capitalización del mismo, con el objeto de permitir una fuente alternativa de financiamiento del Sector Público. En el mismo sentido, el decreto observó las partes pertinentes del artículo 5º (que habla del Capital del BCRA) y del artículo 14 (de atribuciones del Directorio) inciso e). El mismo Decreto también veta en el tercer párrafo del artículo 38, la parte donde obligaba al Gobierno Nacional a restituir el capital del BCRA en el año siguiente de acaecida una pérdida.

Ley 24.144 Carta Orgánica BCRA

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

Artículo 5º: El Capital del banco quedará establecido en el balance inicial que se presentará al momento de promulgarse la presente ley.

Al final de cada ejercicio anual el directorio procederá a su ajuste, capitalizando las ganancias líquidas y realizadas, si las hubiere.

(Segundo párrafo **observado** por art. 2º del Decreto N° 1860/92 B.O. 22/10/1992)

Atribuciones del directorio

Artículo 14: El directorio determina la ejecución de la política monetaria y financiera del banco, atendiendo a lo establecido en el artículo 3º. Corresponde asimismo al directorio:

~~e) Efectuar el ajuste del capital del banco de acuerdo a lo establecido por el artículo 5º;~~
(inciso e) **observado** por art. 6º del Decreto N° 1860/92 B.O. 22/10/1992)

CAPITULO X

Utilidades

~~**Artículo 38:** Las utilidades realizadas y líquidas se afectarán prioritariamente a la capitalización del banco.~~

(Párrafo **observado** por art. 13 del Decreto N° 1860/92 B.O. 22/10/1992)

Las utilidades que no sean capitalizadas se utilizarán para el fondo de reserva general y para los fondos de reserva especiales hasta que los mismos alcancen el cincuenta (50) por ciento del capital del banco. Una vez alcanzado este límite, las utilidades no capitalizadas o aplicadas en los fondos de reserva, deberán ser transferidas libremente a la cuenta del Gobierno Nacional.

Las pérdidas realizadas por el banco en un ejercicio determinado, se imputarán a las reservas que se hayan constituido en ejercicios precedentes y si ello no fuera posible afectarán al capital de la institución, ~~en cuyo caso el gobierno nacional deberá hacer el aporte correspondiente para restituirlo durante el año fiscal siguiente.~~

(Expresión "en cuyo caso el gobierno nacional deberá hacer el aporte correspondiente para restituirlo durante el año fiscal siguiente" **observada** por art. 13 del Decreto N° 1860/92 B.O. 22/10/1992)

Con los cambios introducidos mediante las observaciones, antes de la promulgación de la ley 24.144, el artículo 38 de la CO del BCRA, reguló el destino de las utilidades del BCRA de la siguiente manera:

- a) En caso de Ganancias, las mismas, se utilizan para los Fondos de Reserva General y Especiales hasta alcanzar el 50% del capital del Banco y, si existe un sobrante y no es capitalizado, el mismo deberá transferirse al Gobierno Nacional.
- b) En el caso de Pérdidas, se imputaban a las reservas constituidas y, en caso de insuficiencia de las mismas, se imputaban al capital del Banco.

Es de destacar el sentido de las observaciones del veto del Poder Ejecutivo naturalmente tratando de mantener un ingreso adicional y evitando posibles obligaciones como la de restituir el capital en caso de pérdidas, pero, de no existir este apetito, hubiera dejado vigente el primer párrafo del artículo 38 y el segundo del artículo 5º, ambos observados, evitando el destino no querido de las utilidades del BCRA. El problema es que, en ambos casos, también observó la condición de “realizadas y líquidas” de las utilidades que, como veremos más adelante, hubieran evitado muchos dolores de cabeza en el futuro.

Como vemos, durante la Convertibilidad la única forma permitida para financiar al Sector Público consistía en la compra, por parte del BCRA, de Títulos Públicos a precios de mercado y con suficiente liquidez, además, esta forma tenía restricciones cuantitativas bastante fuertes. La figura de los Adelantos Transitorios no existía y solo quedaba la Transferencia de Utilidades.

FINANCIAMIENTO AL GOBIERNO EN LA POST CONVERTIBILIDAD

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

En enero del 2002 se sale definitivamente de la Convertibilidad, mediante la sanción de dos leyes: Ley de Emergencia Pública y reforma del Régimen Cambiario 25.561 y la Ley modificatoria de la CO del BCRA 25.562.

En la primera de ellas, se transfiere la facultad de fijar el tipo de cambio del Congreso al Poder Ejecutivo. Además, ya no se define a las Reservas como “de Libre Disponibilidad” sino simplemente Reservas y formula una relación con la Base Monetaria solamente de respaldo sin ningún tipo de restricción cuantitativa, no autorizando ningún otro fin que el mencionado. También permanece la obligación de valorar todos los instrumentos que la componen a valor de mercado, la definición de Base Monetaria y la obligación de informar en el Balance del BCRA tanto las Reservas como la Base Monetaria.

Ley 25.561 Emergencia Pública y reforma del Régimen Cambiario

TITULO II

Del régimen cambiario

ARTICULO 2° — 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.

TITULO III

De las modificaciones a la Ley de Convertibilidad

ARTICULO 3° — Deróganse los artículos 1°, 2°, 8°, 9°, 12 y 13 de la Ley N° 23.928 con las modificaciones incorporadas por la Ley N° 25.445.

ARTICULO 4° — Modifícase el texto de los artículos 3°, 4°, 5°, 6°, 7° y 10 de la Ley N° 23.928 y su modificatorio, que quedarán redactados del siguiente modo:

"Artículo 3° — El BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA podrá comprar divisas con sus propios recursos o emitiendo los pesos necesarios para tal fin, y venderlas, al precio establecido conforme al sistema definido por el Poder Ejecutivo nacional, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 1° de la Ley de Emergencia Pública y de Reforma del Régimen Cambiario.

"Artículo 4° — En todo momento, las reservas del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA en oro y divisas extranjeras serán afectadas al respaldo 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.

"Artículo 5° — El BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA deberá reflejar en su balance y estados contables el monto, composición e inversión de las reservas, por un lado, y el monto y composición de la base monetaria, por otro lado.

"Artículo 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 pesos está constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, en cuenta corriente o cuentas especiales.

...

A los pocos días fue sancionada la Ley modificatoria de la CO del BCRA 25.562 que, en su nuevo artículo 3° de la CO del BCRA, si bien con algunos cambios, mantiene la obligación de preservar el valor de la moneda como misión “primaria y fundamental” del BCRA.

Artículo 3° — Es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda.

Las atribuciones del Banco para estos efectos, serán la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en la economía y el dictado de normas en materia monetaria, financiera y cambiaria, conforme a la legislación vigente.

El Banco Central de la República Argentina deberá dar a publicidad, antes del inicio de cada ejercicio anual, su Programa Monetario para el ejercicio siguiente, informando sobre la meta de inflación y la variación total de dinero proyectadas. Con periodicidad trimestral, o cada vez que se prevean desvíos significativos respecto de las metas informadas, deberá hacer público las causas

*“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”
del desvío y la nueva programación. El incumplimiento de esta obligación de informar por parte de los integrantes del directorio del Banco Central de la República Argentina será causal de remoción a los efectos previstos en el artículo 9º.*

En la formulación y ejecución de la política monetaria y financiera el Banco no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del Poder Ejecutivo nacional.

El Banco no podrá asumir obligaciones de cualquier naturaleza que impliquen condicionar, restringir o delegar sin autorización expresa del Honorable Congreso de la Nación, el ejercicio de sus facultades legales.

El Estado nacional garantiza las obligaciones asumidas por el Banco.

Esta ley también generó algunos cambios en las funciones (artículo 4º), facultades (artículo 17) y operaciones permitidas (artículo 18) entre otros.

Como vemos en estos cambios generales de la CO del BCRA y los cambios en la Ley de Convertibilidad, marcaron el camino de todo el período de la salida de la Convertibilidad.

Específicamente, en lo que respecta a las posibilidades de financiamiento del BCRA a la Administración Nacional, de acá en adelante describiremos separadamente la evolución de la legislación de cada una de las formas utilizadas: la *ADQUISICIÓN POR PARTE DEL BCRA DE TÍTULOS PÚBLICOS (TP)*, los *ADELANTOS TRANSITORIOS (AT)* y la *TRANSFERENCIA DE UTILIDADES (TU)*.

I. **ADQUISICIÓN POR PARTE DEL BCRA DE TÍTULOS PÚBLICOS NACIONALES (TP)**

Si bien durante la convertibilidad esta fue una práctica permitida dentro de la excepción al inciso a) del artículo 19 de la CO del BCRA descripta en el artículo 20, la misma estaba bastante acotada en lo cuantitativo (un máximo crecimiento anual del 10%, del mismo artículo 20, y una tenencia no mayor a un tercio de las Reservas, del artículo 33) y en lo cualitativo (la “inmediata liquidez”, del inciso h) del artículo 19 y la “reconocida solvencia y liquidez” del mismo artículo 33).

A principios del 2002, con la salida de la convertibilidad, mediante la sanción de la ley modificatoria de la CO del BCRA 25.562, se cambia el mecanismo de excepción del artículo 20 para poder financiar al Gobierno, con la nueva figura de los Adelantos Transitorios. Esto dejó como única posibilidad de adquirir títulos públicos emitidos por el Gobierno, a aquellas operaciones con “fines de regulación monetaria y cambiaria”, prevista en el inciso a) del artículo 18 de la CO del BCRA.

En agosto del 2003, se sanciona la ley 25.780 modificando nuevamente el artículo 20 para aumentar el límite de Adelantos Transitorios permitidos y para excluir expresamente de este límite a “aquellos que se destinen exclusivamente al pago de obligaciones con los organismos multilaterales de crédito”.

Luego de que Lula, en Brasil, cancelara con Reservas su deuda con el FMI, en Argentina se quiso hacer lo mismo y se dictó el DNU 1599/05 en diciembre del 2005, que rápidamente fue ratificado por la ley 26.076, de modo de permitir el uso de las Reservas del BCRA para el pago de la deuda con Organismos Oficiales. Dicho decreto modificaba nuevamente la ley 23.928 de Convertibilidad, mediante un cambio en los artículos 4º, 5º y 6º en lo referido a la definición de las Reservas.

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

DNU 1599 Modifica la Ley de Convertibilidad 23.928

Artículo 1º — Sustitúyense los Artículos 4º, 5º y 6º de la Ley Nº 23.928 y sus modificatorias, los que quedarán redactados del siguiente modo:

ARTICULO 4º.- Las reservas del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA en oro y divisas extranjeras serán afectadas a respaldar hasta el CIENTO 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.

ARTICULO 5º.- El BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA deberá reflejar en su balance y estados contables el monto, composición e inversión de las reservas, por un lado, y el monto y composición de la base monetaria, por otro lado. Las reservas que excedan del porcentaje establecido en el artículo 4º, se denominarán reservas de libre disponibilidad.

ARTICULO 6º.- 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 4º, 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 REPUBLICA 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.

Resumiendo, el DNU 1599/05, volvió a utilizar el término Reservas de Libre Disponibilidad, pero esta vez definiéndolas como, el excedente de reservas una vez cubierto el respaldo del 100% de la Base Monetaria (se vuelve a respaldar cuantificadamente la Base Monetaria). Estas Reservas de Libre Disponibilidad, se podían usar para el pago de las obligaciones contraídas con Organismos Financieros Internacionales, en la medida que tuviera un efecto monetario neutro.

Mediante el Decreto 1601/05 y la Res 49/05 del Ministerio de Economía y Producción, y la Resolución Conjunta 4 de la Secretaría de Hacienda y 1 de la Secretaría de Finanzas del 3 de enero del 2006, el BCRA efectivizó el pago y cancelación total al FMI por USD 9.530 millones de dólares, y como contrapartida, el Gobierno Nacional emitió por el mismo monto, una Letra Intransferible a favor del BCRA, iniciando así el nefasto mecanismo de pago de deuda del Tesoro Nacional, con Reservas del BCRA, que continúa en la actualidad.

A fines del 2008, preparando el terreno para el pago de la deuda externa con Reservas, mediante el artículo 72 de la ley 26.422 de Presupuesto 2009, se extendió la exclusión anterior a los préstamos destinados al pago de obligaciones con Organismos Multilaterales de Crédito agregando el “pago de obligaciones en moneda extranjera”, abriendo el camino al mecanismo de pago con reservas sin ningún tipo de restricción por tipo de acreedor externo y separando completamente los dos mecanismos de financiamiento por parte del BCRA al Gobierno Nacional.

Ley 26.422 Presupuesto 2009

ARTICULO 72. — Modifícase el artículo 20 de la Ley 24.144, sustituido por el artículo 15 de la Ley 25.780, por el siguiente:

Artículo 20: El Banco podrá hacer adelantos transitorios al Gobierno nacional hasta una cantidad equivalente al DOCE POR CIENTO (12 %) de la base monetaria, constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, en cuentas corrientes o en cuentas especiales.

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

Podrá, además, otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el DIEZ POR CIENTO (10 %) de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos DOCE (12) meses.

En ningún momento el monto de adelantos transitorios otorgados, excluidos aquellos que se destinen exclusivamente al pago de obligaciones con los organismos multilaterales de crédito y al pago de obligaciones en moneda extranjera, podrá exceder el DOCE POR CIENTO (12 %) de la base monetaria, definida precedentemente.

Todos los adelantos concedidos en el marco de este artículo deberán ser reembolsados dentro de los DOCE (12) meses de efectuados. Si cualquiera de estos adelantos quedase impago después de vencido aquel plazo, no podrá volver a usarse esta facultad hasta que las cantidades adeudadas hayan sido reintegradas.

En diciembre del 2009, se dictó el DNU 2010/09 creando el FONDO DEL BICENTENARIO y permitiendo el pago de los servicios de la deuda, ya no solo con Organismos Financieros Internacionales, sino que se generalizó la dispensa a TODA la deuda pública del Estado Nacional. Además, se eliminó el requisito del efecto monetario neutro. En menos de tres meses fue derogado por el Decreto 296/10, debido a las presentaciones judiciales realizadas en su contra.

Luego de más de cuatro años sin pagar deuda del Gobierno Nacional con Reservas del BCRA, en marzo del 2010, el mismo día que se derogaba el controversial Decreto 2010/09 anterior, se emitieron dos nuevos decretos abriendo nuevamente las compuertas para el drenaje de reservas:

- a) Decreto 297/10, siendo un decreto común que utilizaba el mismo bagaje legal que permitió pagarle al FMI a principios del 2006, autorizó el pago de la totalidad de los vencimientos de capital e intereses con Organismos Financieros Internacionales del año 2010, que se fijaron en USD 2.187 millones. El mecanismo consistía en que, el BCRA entregaba el monto especificado, detrayéndolo de sus Reservas de Libre Disponibilidad (según el DNU 1599/05, excedente de las Reservas que respaldan el 100% de la Base Monetaria), al Tesoro Nacional y, este último, como contraprestación emitía Letras Intransferibles a favor del BCRA por el mismo monto en dólares.
- b) Decreto 298/10, en este caso de Necesidad y Urgencia, para pagar la totalidad de los vencimientos de capital e intereses con Tenedores Privados, del año 2010, que se fijaron en USD 4.382 millones. El mecanismo fue similar al anterior con algunas salvedades:
 - i) Crea el **FONDO DEL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO (FODA)**, que es el destino primario de la Transferencia del BCRA de sus reservas en moneda extranjera, para luego afrontar los vencimientos de capital e intereses con Tenedores Privados durante todo el año. El mismo fue administrado por el MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS.
 - ii) Expresamente, considera a las LETRAS en cuestión, comprendidas en las previsiones del artículo 33 de la CO del BCRA (donde se establecen las condiciones rigurosas que tendrán que tener los Activos del BCRA, en especial la de “papeles de reconocida solvencia y liquidez”), salvando una de las principales críticas que tenía el derogado DNU 2010/19 que creaba el FONDO DEL BICENTENARIO. No es mi especialidad, pero si bien aparentemente queda salvado el problema desde un punto de vista legal, nada más alejado de la realidad considerar a estas LETRAS INTRANSFERIBLES como “papeles de reconocida solvencia y liquidez”, ya que las emite un estado al

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

borde de la insolvencia y, como su nombre lo indica, carecen completamente de la más mínima liquidez.

- iii) Además, excluye a esta operatoria de las prohibiciones del inciso a) del artículo 19 de la CO del BCRA (que prohíbe al BCRA realizar préstamos al Sector Público, nacional, provincial y municipal, con la única excepción de los Adelantos Transitorios reglados por el artículo 20 de la misma Carta Orgánica). Es decir, una excepción a la excepción.

DNU 298/10 Fondo Desendeudamiento Argentino

Art. 4º — El instrumento referido en el artículo anterior se considerará comprendido en las previsiones del artículo 33 de la Carta Orgánica del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA y no se encuentra comprendido por la prohibición de los artículos 19 inciso a) y 20 todos de esa norma.

- iv) Crea la Comisión Bicameral Permanente de Seguimiento de los Pagos de la Deuda compuesta por ocho (8) diputados y ocho (8) senadores, con la función de seguimiento, verificación y control de los pagos que se realizan con el FONDO DEL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO.

En el 2011, se usó el mismo mecanismo que en el año anterior y, mediante el Decreto 2054/10 que prorrogaba el Presupuesto 2010, por intermedio del artículo 22 de su Anexo se integran, al FONDO DEL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO (FODA), USD 7.504 millones (nuevamente usando las Reservas del BCRA) para atender los servicios de la deuda con tenedores privados durante el ejercicio 2011. Este mismo artículo realiza las aclaraciones respecto del artículo 19 inciso a) y del artículo 33 de la CO del BCRA. La Resolución 1/11 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, formaliza esta operatoria y dispone la emisión de las Letras Intransferibles respectivas.

El Decreto 276/11, junto con la Resolución 64/11 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas autorizan el pago de la totalidad de los vencimientos de capital e intereses con Organismos Financieros Internacionales del año 2011, que alcanzaban los USD 2.174 millones. Dado el remanente no utilizado el año anterior, la autorización para la transferencia de Reservas y la emisión de Letras Intransferibles fue de solo USD 2.121 millones. El mecanismo fue el mismo que el utilizado en el 2006, es decir el del Decreto 1599/05, pagando con las Reservas de Libre Disponibilidad siempre que tuviera un efecto monetario neutro.

Como consecuencia de la utilización del mecanismo de pago de deuda con reservas, entre el 2006 y el 2011, se habían evaporado casi USD 26.000 millones de las reservas del BCRA y, dada la restricción vigente de que las mismas debían respaldar al 100% de la Base Monetaria se hizo necesaria una nueva legislación para continuar con el drenaje de reservas.

A principios del 2012, se realiza la reforma global de la CO del BCRA mediante la ley 26.739 que, además, modifica la Ley de Convertibilidad 23.928 en cuanto a la definición y usos de las Reservas. Particularmente, en este punto, realiza dos cambios sustanciales:

- a) Las Reservas del BCRA ya no respaldan en un 100% a la Base Monetaria. Los cambios introducidos establecen un nivel mínimo de Reservas, a determinar por el Directorio del BCRA (inciso q) artículo 14 de la CO del BCRA), necesario para

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

“la ejecución de la política cambiaria, tomando en consideración la evolución de las cuentas externas”.

- b) El exceso de Reservas sobre el nivel mínimo, determinado por el Directorio del BCRA, se denomina Reservas de Libre Disponibilidad y pueden usarse para el pago de obligaciones contraídas con Organismos Financieros Internacionales o de deuda externa oficial bilateral. Para que esto sea posible sigue vigente el requisito de “efecto monetario neutro”.

Ley 26.739 Modificaciones CO BCRA y a la Ley 23928 de Convertibilidad

ARTÍCULO 7º — Sustitúyese el artículo 14 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

Artículo 14: Corresponde al directorio:

...

- q) *Determinar el nivel de reservas de oro, divisas y otros activos externos necesarios para la ejecución de la política cambiaria, tomando en consideración la evolución de las cuentas externas;*

...

Modificaciones a la Ley de Convertibilidad 23.928

ARTICULO 21. — *Deróganse* los artículos 4º y 5º de la Ley 23.928 y sus modificaciones.

ARTICULO 22. — Sustitúyese el artículo 6º de la Ley 23.928 y sus modificaciones, por el siguiente:

Artículo 6º: Los bienes que integran las reservas del Banco Central de la República Argentina son 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.

ARTICULO 23. — Disposición transitoria. El Fondo del Desendeudamiento Argentino, creado por el artículo 1º del Decreto 298 del 1º de marzo de 2010, subsistirá hasta cumplir con el objeto para el cual fuera instituido.

La misma ley 26.739 dispone transitoriamente que, el Fondo del Desendeudamiento Argentino creado por el DNU 298/10, “subsistirá hasta cumplir con el objeto para el cual fuera instituido”.

Las modificaciones expuestas facilitaron el financiamiento del Tesoro Nacional con Reservas del BCRA en los años siguientes, ya que el nivel de reservas mínimo y, por ende, el excedente denominado Reservas de Libre Disponibilidad, lo determina el Directorio del BCRA con la única limitación genérica, de la ejecución de la Política Cambiaria.

Para ello se distinguen dos caminos en función del tipo de acreedor del Gobierno Nacional:

- a) Organismos Financieros Internacionales: Con la sanción de la ley de 26.739, solo quedan dos restricciones para el pago de deuda con Organismos Financieros Internacionales con Reservas del BCRA, que son en sí mismas muy endeblas pero que existen: Las Reservas de Libre Disponibilidad (que ahora las determina el Directorio) y el efecto monetario neutro.
- b) Tenedores Privados: mediante el mecanismo usado en el DNU 298/10, pero incluido en un artículo específico de la Ley de Presupuesto de cada año, que

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

contiene la autorización y el monto para el pago de los servicios de la deuda con acreedores privados mediante el FODA. Este artículo también incluye la autorización para la emisión de LETRAS INTRANSFERIBLES al BCRA con imputación a la planilla anexa del tradicional artículo de autorización general a las operaciones de crédito público de todos los entes del Sector Público Nacional. También limita el uso para este fin, a las reservas de libre disponibilidad y salva las restricciones contenidas en los artículos 19 inc a), 20 y 33 de la Nueva CO del BCRA.

De este modo las emisiones de Letras Intransferibles y en la mayoría de los casos (excluidos aquellos casos en los que se emite una nueva letra para cancelar una anterior, como ocurre en el 2021), el uso de las reservas para pagar deuda externa del Gobierno Nacional, que en el período 2006 al 2021, totaliza la sorprendente cifra de casi USD 74.000 millones, según el siguiente detalle:

USO DE RESERVAS PARA EL PAGO DE LA DEUDA EXTERNA

Emisión	Fecha de Colocación	Vencimiento	Letra Intransferible	Marco Legal	Normativa Especifica	Monto de Colocación (1)
3/1/2006	3/1/2006	3/1/2016	Vto 2016 FOI	DNU 1599/05 Ratif. Ley 26.076	Dec 1601/05 y Res 49/05 del MinEco y Prod - ResC 4/06 y 1/06 SecHac y SecFin	9.530
1/3/2010	1/3/2010	1/3/2020	Vto 2020 FOI	DNU 1599/05 Ratif. Ley 26.076	Dec 297/10 - Res 104/10 MEyFP	2.187
1/3/2010	1/3/2010	1/3/2020	Vto 2020 FODA	DNU 298/10	Res 105/10 MEyFP	4.382
7/1/2011	12/1/2011	7/1/2021	Vto 2021 FODA	DNU 2054/10 Prorroga Presupuesto 2010 - Art 22 Anexo	Res 1/11 MEyFP	7.504
14/3/2011	23/3/2011	14/3/2021	Vto 2021 FOI	DNU 1599/05 Ratif. Ley 26.076	Dec 276/11 - Res 64/11 MEyFP	2.121
20/4/2012	27/4/2012	20/4/2022	Vto 2022 FODA	Ley Nº 26.728 Presupuesto 2012 Art 42 y 43	Res 131/12 MEyFP	2.180
20/4/2012	16/7/2012	20/4/2022	Vto 2022 FODA	Ley Nº 26.728 Presupuesto 2012 Art 42 y 43	Res 131/12 MEyFP	2.568
20/4/2012	30/10/2012	20/4/2022	Vto 2022 FODA	Ley Nº 26.728 Presupuesto 2012 Art 42 y 43	Res 131/12 MEyFP	926
28/6/2012	16/7/2012	28/6/2022	Vto 2022 FOI	DNU 1599/05 Ratif. Ley 26.076	Dec 928/12 - ResC 171/12 y 53/12 SHac y SFin	1.597
28/6/2012	30/10/2012	28/6/2022	Vto 2022 FOI	DNU 1599/05 Ratif. Ley 26.076	Dec 928/12 - ResC 171/12 y 53/12 SHac y SFin	487
16/1/2013	29/8/2013	16/1/2023	Vto 2023 FODA	Ley Nº 26.784 Presupuesto 2013 Art 33 y 32	Res 8/13 MEyFP	7.133
16/8/2013	27/8/2013	16/8/2023	Vto 2023 FOI	DNU 1599/05 Ratif. Ley 26.076	Dec 309/13 - ResC 251/13 y 45/13 SecHac y SecFin	2.292
30/1/2014	1/10/2014	30/01/2024	Vto 2024 FODA	Ley Nº 26.895 Presupuesto 2014 Art 49 y 50	Res 30/14 MEyFP	3.459
30/1/2014	27/11/2014	30/01/2024	Vto 2024 FODA	Ley Nº 26.895 Presupuesto 2014 Art 49 y 50	Res 30/14 MEyFP	2.027
30/1/2014	22/12/2014	30/01/2024	Vto 2024 FODA	Ley Nº 26.895 Presupuesto 2014 Art 49 y 50	Res 30/14 MEyFP	2.231
30/1/2014	29/12/2014	30/01/2024	Vto 2024 FODA	Ley Nº 26.895 Presupuesto 2014 Art 49 y 50	Res 30/14 MEyFP	180
25/8/2014	27/11/2014	25/8/2024	Vto 2024 FOI	DNU 1599/05 Ratif. Ley 26.076	Dec 1311/14 - ResC 190/14 y 52/14 SecHac y SecFin	1.200
25/8/2014	22/12/2014	25/8/2024	Vto 2024 FOI	DNU 1599/05 Ratif. Ley 26.076	Dec 1311/14 - ResC 190/14 y 52/14 SecHac y SecFin	1.843
1/6/2015	1/6/2015	1/6/2025	Vto 2025 FODA	Ley Nº 27.008 Presupuesto 2015 Art 37 y 38	Res 406/15 MEyFP	1.955
1/6/2015	30/9/2015	1/6/2025	Vto 2025 FODA	Ley Nº 27.008 Presupuesto 2015 Art 37 y 38	Res 406/15 MEyFP	8.685
31/8/2025		31/8/2025	Vto 2025 FOI	DNU 1599/05 Ratif. Ley 26.076	Dec 1503/15 - ResC 230/15 y 56/15 SecHac y SecFin	0
29/4/2016	23/8/2016	29/4/2026	Vto 2026 Cuota FMI	Ley 26.849 Art 5º	Res 159/16 y 262/16 MEyFP	376
30/12/2019	30/12/2019	30/12/2029	Vto 2029 Art 61 Ley 27541	Ley 27.541 - Título IX	ResC Nº 5/19 Sec.Hac y SecFin	1.327
30/12/2019	28 fechasVarías	30/12/2029	Vto 2029 Art 61 Ley 27541	Ley 27.541 - Título IX	ResC Nº 1/20 SHac y SFin	3.244
20/4/2020	11 fechasVarías	20/4/2030	Vto 2030 Art 4º DNU 346/20	DNU 346/20	ResC 28/20 SHac y SFin	114
25/8/2020	18/1/2021	20/4/2030	Vto 2030 Art 4º DNU 346/20	DNU 346/20 Prorrogado	ResC 4/21 SHac y SFin	5
7/1/2021	7/1/2021	7/1/2031	Vto 2031 Refin. Vto 2021 FODA	Ley Nº 27.591 Presupuesto 2021 Art 42 y 86	DNU 346/20 Prorrogado - ResC 3/21 SHac y Sfin	7.506
7/1/2021	15/3/2021	7/1/2031	Vto 2031 Refin. Vto 2021 FOI	Ley Nº 27.591 Presupuesto 2021 Art 42 y 86	DNU 346/20 Prorrogado - ResC 11/21 SHac y Sfin	2.121
20/9/2021	20/9/2021	21/9/2031	Vto 2031 Asignación DEG FMI	DNU 622/21	ResC 41/21 SHac y SFin	1.888
20/9/2021	4/11/2021	21/9/2031	Vto 2031 Asignación DEG FMI	DNU 622/21	ResC 41/21 SHac y SFin	388
20/9/2021	22/12/2021	21/9/2031	Vto 2031 Asignación DEG FMI	DNU 622/21	ResC 41/21 SHac y SFin	1.855
TOTAL EMISIONES DE LETRAS INTRANSFERIBLES						83.312
Emisiones x Refinanciación (no se usaron reservas)						9.628
TOTAL USO DE RESERVAS BCRA						73.684

A fines del 2015, el nuevo gobierno decidió derogar, mediante el Decreto 211/15, el artículo 52 de la ley 27.198 de Presupuesto 2016, que habilitaba al Poder Ejecutivo y al BCRA para pagar los vencimientos de deuda del año 2016 con tenedores privados con Reservas de Libre Disponibilidad. El mismo Decreto habilitó un Canje de Letras Intransferibles en poder del BCRA emitidas en el 2006 y en el 2010, por un monto nominal de casi USD16.100 millones, por BONAR Vto 2022, 2025 y 2027 por un valor nominal total de casi USD 13.700 millones, todos ellos perfectamente negociables, con la intención de aumentar la liquidez del Activo del BCRA.

Una única operación del Gobierno de Macri, usando las Reservas del BCRA, fue en abril del 2016, para pagar la integración de un aumento de la cuota de Argentina en el FMI, aprobada por la ley 26.849 y la emisión de la Letra se hizo mediante la Resolución 159/16 del MHyFP (modificada por la Resolución 262/16). En definitiva, durante la Administración de Mauricio Macri, se disminuyó el stock de Letras Intransferibles en poder del BCRA mediante la Operación de CANJE y salvo la comentada, no se volvieron a usar las reservas con esos fines.

Con el Gobierno de Alberto Fernández, comenzó nuevamente la práctica de pagar Deuda con Reservas del BCRA, con la sanción de la ley 27.541 de Solidaridad Social y Reactivación Productiva que, en su artículo 61, autorizaba la emisión de Letras Intransferibles al BCRA por un monto de USD 4.571 millones, con algunas diferencias respecto de los artículos similares que autorizaban en el pasado este tipo de mecanismos:

- Para el pago de deuda denominada en moneda extranjera sin distinguir por tipo de acreedor entre Organismos Financieros Internacionales y tenedores privados.
- No salvaba las restricciones a este tipo de mecanismo contenidas en la CO del BCRA (art 19 inc a), 20 y 33).

Otra operación importante de Letras Intransferibles fue la de los pagos de los vencimientos con el FMI realizados con Reservas autorizados por el DNU 622/21, que se habían engrosado por la asignación extraordinaria de DEGs realizada por el FMI a todos los países miembros.



II. ADELANTOS TRANSITORIOS

En febrero del 2002, se publica la ley 25.562 que modificó la CO del BCRA, y como ya vimos, respecto del financiamiento del BCRA al Gobierno Nacional, se cambió totalmente el artículo 20, incorporando la figura del Adelanto Transitorio para financiar al Tesoro a corto plazo. Los cambios fueron los siguientes:

- a) Una nueva forma de excepción a la prohibición de financiar al sector público planteada en el inciso a) del artículo 19, introduciendo, en el artículo 20, la figura del Adelanto Transitorio (AT) que consiste en préstamos a corto plazo (12 meses) al Gobierno Nacional. El límite máximo impuesto en esta primera versión fue que no exceda del 10% de los recursos en efectivo que el Gobierno haya obtenido en los 12 últimos meses.

Ley 25.562 Modificación de la CO BCRA y LEF

ARTICULO 8º — Sustitúyese el artículo 20 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley Nº 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

“Artículo 20 — El Banco podrá hacer adelantos transitorios al Gobierno nacional hasta una cantidad que no exceda del 10% de los recursos en efectivo que éste haya obtenido en los 12 últimos meses. Todos los adelantos hechos por este concepto deberán ser reembolsados dentro de los 12 meses de efectuados. Si cualquier adelanto de esta naturaleza quedase impago después de aquel plazo, no podrá volver a usarse esta facultad del Banco hasta que las cantidades adeudadas hayan sido reintegradas.”

- b) La nueva redacción del artículo 20 anterior deja a los AT como la única manera que tiene el BCRA de financiar al Sector Público, por ello ya no es necesaria la limitación del artículo 33 (mantener no más de un tercio de las RLD en la forma de Títulos Públicos valuados a precio de mercado).

Ley 25562 Modificación de la CO BCRA y LEF

ARTICULO 12. — Sustitúyese el artículo 33 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1º de la Ley Nº 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

Artículo 33 — 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.’

En agosto del 2003 se dicta la ley 25.780 que, en el caso del financiamiento al Gobierno Nacional, mediante su artículo 15, modifica el artículo 20 de la CO del BCRA, extendiendo el límite del financiamiento, ya que, en los dos primeros párrafos, habilita Adelantos Transitorios por:

- a) Hasta una cantidad equivalente al 12% de la Base Monetaria.
- b) Además, un límite máximo del 10% de “los recursos en efectivo” obtenidos por el Gobierno Nacional en los últimos 12 meses, usado anteriormente.

Y en el siguiente párrafo, limita nuevamente el monto total de Adelantos Transitorios, al 12% de la Base Monetaria y excluye de la limitación a “aquellos préstamos destinados al pago de obligaciones con Organismos Multilaterales de Crédito” (todavía no se aplicaban las Letras Intransferibles).

Ley 25.780 Reformas LEF y CO BCRA

ARTICULO 15. — Sustitúyese el artículo 20 de la Carta Orgánica del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, aprobada por el artículo 1º de la Ley Nº 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente:

Artículo 20: El Banco podrá hacer adelantos transitorios al Gobierno Nacional hasta una cantidad equivalente al DOCE POR CIENTO (12%) de la base monetaria, constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, en cuenta corriente o en cuentas especiales.

"2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA"

Podrá, además, otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el DIEZ POR CIENTO (10%) de los recursos en efectivo que el Gobierno Nacional haya obtenido en los últimos doce meses.

En ningún momento el monto de adelantos transitorios otorgados, excluidos aquellos que se destinen exclusivamente al pago de obligaciones con los organismos multilaterales de crédito, podrá exceder el DOCE POR CIENTO (12%) de la base monetaria, tal cual se la define más arriba.

Todos los adelantos concedidos en el marco de este artículo deberán ser reembolsados dentro de los doce meses de efectuados. Si cualquiera de estos adelantos quedase impago después de vencido aquel plazo, no podrá volver a usarse esta facultad hasta que las cantidades adeudadas hayan sido reintegradas."

El esquema de límites a los Adelantos Transitorios, nuevamente se agotó y fue necesario MÁS, por ello, en marzo del 2012, se sancionó la ley 26.739 con una modificación amplia de la CO del BCRA que en su artículo 11 modifica el artículo 20, dándole más aire a la posibilidad de financiar con Adelantos Transitorios.

Esa posibilidad consiste en sumar otro 10% de los recursos en efectivo obtenidos por el Gobierno Nacional en los últimos 12 meses, con la diferencia de que este límite es para préstamos a 18 meses y que pueden ser otorgados con carácter excepcional ("si la situación o las perspectivas de la economía nacional o internacional así lo justificara"). Al día de hoy ya no hace falta justificarlos ya que vivimos en crisis permanente hace varios años.

ARTICULO 20. — *El banco podrá hacer adelantos transitorios al Gobierno nacional hasta una cantidad equivalente al doce por ciento (12%) de la base monetaria, constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el Banco Central de la República Argentina, en cuentas corrientes o en cuentas especiales. Podrá, además, otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el diez por ciento (10%) de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos doce (12) meses.*

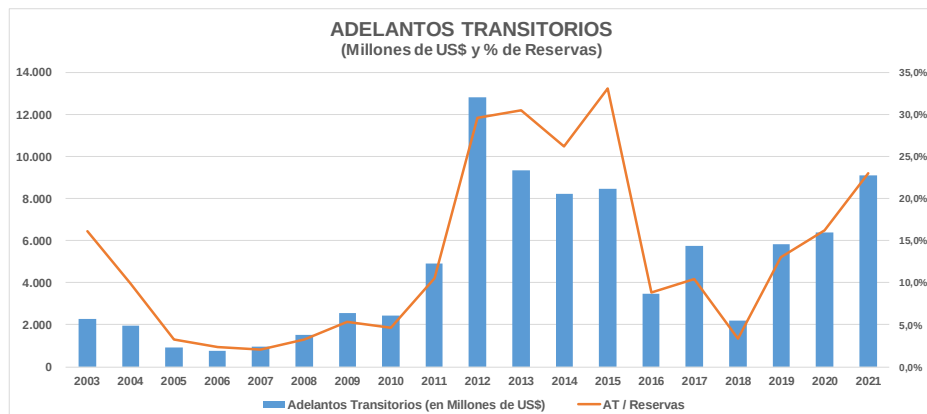
Los adelantos a que se refiere el párrafo anterior deberán ser reembolsados dentro de los doce (12) meses de efectuados. Si cualquiera de estos adelantos quedase impago después de vencido aquel plazo, no podrá volver a usarse esta facultad hasta que las cantidades adeudadas hayan sido reintegradas.

Con carácter de excepcional y si la situación o las perspectivas de la economía nacional o internacional así lo justificara, podrán otorgarse adelantos transitorios por una suma adicional equivalente a, como máximo, el diez por ciento (10%) de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos doce (12) meses. Esta facultad excepcional podrá ejercerse durante un plazo máximo de dieciocho (18) meses. Cumplido ese plazo el Banco Central de la República Argentina no podrá otorgar al Gobierno nacional adelantos que incrementen este último concepto.

Los adelantos a que se refiere el párrafo anterior deberán ser reembolsados dentro de los dieciocho (18) meses de efectuados. Si estos adelantos quedaran impagos después de vencido aquel plazo, no podrá volver a emplearse esta facultad hasta que las cantidades adeudadas por este concepto hayan sido reintegradas.

Con todas las modificaciones del artículo 20 de la CO del BCRA, los Adelantos Transitorios que se otorgan en pesos (para el siguiente gráfico han sido transformados a dólares con la cotización del dólar oficial del día de cada transferencia), han tenido el siguiente comportamiento:

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”



(1) Los AT están pasados a dólares con la cotización del día de la transferencia del BCRA al Gobierno Nacional.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos diarios del BCRA.

III. TRANSFERENCIA DE UTILIDADES

Como vimos, la versión original del artículo 38 de la CO del BCRA según la ley 24.144 de 1992 establecía como destino de las utilidades del BCRA:

- En caso de Ganancias, las mismas, se utilizan para los Fondos de Reserva General y Especiales hasta alcanzar el 50% del Capital del Banco y, si existe un sobrante y no es capitalizado, el mismo deberá transferirse al Gobierno Nacional.
- En el caso de Pérdidas, se imputan a las reservas constituidas y en caso de insuficiencia de las mismas se imputarán al Capital del Banco.

La reforma de la CO del BCRA, ocurrida en el 2002 mediante la ley 25.562, agregó que con utilidades futuras **se podrán** reconstituir las Reservas y el Capital (es decir... nada).

Ley 25.562 Modificación de la CO BCRA y LEF

Artículo 38 — Las utilidades que no sean capitalizadas se utilizarán para el fondo de reserva general y para los fondos de reserva especiales, hasta que los mismos alcancen el CINCUENTA POR CIENTO (50%) del capital del Banco. Una vez alcanzado este límite, las utilidades no capitalizadas o aplicadas en los fondos de reserva, deberán ser transferidas libremente a la cuenta del Gobierno nacional.

Las pérdidas realizadas por el Banco en un ejercicio determinado, se imputarán a las reservas que se hayan constituido en ejercicios precedentes y si ello no fuera posible afectarán al capital de la Institución. En estos casos, el Directorio del Banco podrá afectar las utilidades que se generen en ejercicios siguientes a la recomposición de los niveles de capital y reservas anteriores a la pérdida.

Diez años más tarde nuevamente fue modificado el artículo 38 por la Ley 26.739, que contenía la última reforma general de la CO del BCRA, pero en el caso de este artículo, solo sustituyó el segundo párrafo, pero por cuestiones puramente de forma.

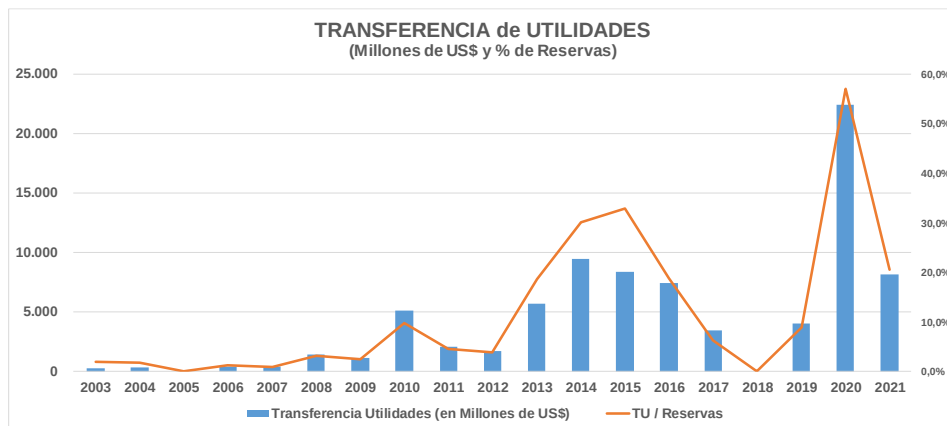
Ley 26.739 Modificaciones CO BCRA

ARTICULO 16. — Modifícase el segundo párrafo del artículo 38 de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, aprobada por el artículo 1° de la Ley 24.144 y sus modificaciones, por el siguiente texto:

“Las pérdidas que experimente el banco, en un ejercicio determinado se imputarán a las reservas que se hayan constituido en ejercicios precedentes y, si ello no fuera posible, afectarán al capital de la institución. En estos casos, el directorio del banco podrá afectar las utilidades que se generen en ejercicios siguientes a la recomposición de los niveles de capital y reservas anteriores a la pérdida.”

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

Como vemos en el gráfico siguiente, el uso de esta herramienta como manera de financiar al Sector Público, se mantuvo dentro de parámetros “normales” hasta el 2009. A partir de ahí comenzó a crecer hasta alcanzar en el 2020 más de USD 22.000 millones de transferencia de utilidades del BCRA (un 57% de las Reservas del BCRA) en un año.



(1) Las TU están pasadas a dólares con la cotización del día de la transferencia del BCRA al Gobierno Nacional.

Fuente: Elaboración Propia en base a datos diarios del BCRA.

Con una legislación en cuanto a destino de las utilidades, sin cambios significativos desde 1992, como es posible que este tipo de financiamiento haya tenido una influencia tan cambiante a lo largo de los últimos 20 años, en lo que hace a su capacidad como fuente de financiamiento del Gobierno. La respuesta se encuentra en la metodología de valuación de los activos del BCRA y particularmente de las ya vistas **LETRAS INTRANSFERIBLES**

Los métodos en pugna para valorar los Títulos Públicos disponibles en el activo del BCRA, son básicamente dos:

- Valor Técnico:** Para los títulos públicos, el valor nominal de emisión menos las amortizaciones de capital realizadas se denomina Valor Residual. En el caso de las LETRAS INTRANSFERIBLES, el valor residual es igual al valor nominal ya que la amortización del capital es íntegra al vencimiento (“bullet”). Para obtener el Valor Técnico se le suma al Valor Residual los intereses corridos desde el vencimiento del último cupón.

En el caso de las LETRAS INTRANSFERIBLES, en poder del BCRA, que son en dólares, “bullet” y pagan intereses semestralmente (el rendimiento de las Reservas internacionales que obtiene el BCRA), cuando las valuamos en dólares a Valor Técnico cada fin de año (cierre de balance) tendrán el mismo valor (con pequeñas diferencias por el interés variable que obtienen las reservas), es decir, no darán origen a una ganancia significativa por su tenencia. En el caso de valuación en pesos, como la realizada para la contabilidad del BCRA, al valor en dólares se lo transforma a pesos mediante el Tipo de Cambio Oficial (TCO) y esto da origen a ganancias por tenencia solamente explicadas por la devaluación reflejada en la variación del TCO entre los cierres de ejercicio de un año respecto al anterior.

- Valor de Mercado:** Es el verdadero valor que tiene un título en determinado momento, ya que es lo que el mercado está dispuesto a pagar por el mismo. Nuevamente en el caso particular de las LETRAS INTRANSFERIBLES, en poder

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

del BCRA, como su nombre lo indica son intransferibles y por ende no cotizan en el mercado y no tienen un valor de mercado directo. Para solucionar este problema, se usa el método del VALOR PRESENTE, para el cual se toman títulos similares con su precio de mercado y su tasa de interés implícita (a mayor precio, menor rendimiento esperado), esa tasa de interés se aplica a las LETRAS INTRANSFERIBLES y se obtiene un precio del Título que, podemos llamar Valor de Mercado Equivalente. Al momento de comparar con el cierre de ejercicio anterior al ser la comparación en pesos, y al producirse un aumento del TCO, se produce una ganancia por tenencia, pero su valuación original en dólares, en general es en sentido contrario ya que una importante devaluación refleja turbulencias financieras y por lo tanto aumentos del riesgo país (que no es otra cosa que un aumento de la tasa de interés implícita de los títulos nacionales).

En definitiva, la diferencia fundamental entre ambos métodos consiste en que ante un aumento del TCO, valuando los Títulos mediante el Valor Técnico, la valuación al final del ejercicio va a tener un aumento que refleja casi plenamente el aumento del TCO, mientras que, a valor de mercado, la diferencia de valuación es incierta, pudiendo ser mayor, igual o menor que en el caso anterior.

Ahora bien, esta diferencia de valuación fue tomando más importancia a medida que fue creciendo el stock de LETRAS INTRANSFERIBLES, en poder del BCRA, fundamentalmente en lo que hace a su relación con el resto de los Activos del BCRA.

Esto ha dado lugar a grandes ganancias ficticias del BCRA que permiten que el Gobierno se financie por esta vía, que no tiene otra manera de efectivizarse que no sea la emisión de dinero por parte del BCRA. Sin un detalle preciso, esta ganancia por tenencia de títulos se refleja en el Balance del BCRA en el rubro de resultados Diferencias Netas de Cotización.

Para no dejar ninguna duda respecto de la posibilidad de obtener estas ganancias ficticias también se modificó el artículo 34 de la CO del BCRA que en su versión original obligaba al BCRA a seguir las mismas normas y principios contables que aquellos aplicados a sus controladas entidades financieras.

Ley 24.144 Carta Orgánica BCRA

Artículo 34: *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 a normas generalmente aceptadas, siguiendo los mismos principios generales, que sean establecidos por la superintendencia de entidades financieras y cambiarias para el conjunto de entidades.*

Mediante el artículo 14 de la ley 26.739 del año 2012, se modificó el artículo 34 de la CO del BCRA por el cual se anulaba dicha obligación y se pasaba a tener en cuenta su condición de “Autoridad Monetaria”.

Ley 26.739 Modificaciones CO BCRA

ARTICULO 34. — *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.*

En definitiva, se le prohíbe dibujar activos a las Entidades Financieras de modo de proteger a los ahorristas, mientras que el BCRA puede expresar su arte, dado su carácter de autoridad monetaria, ya que no queda claro a quien se perjudica directamente, pero todos sabemos que con otras causas o sin ellas, la emisión de billetes para transferirle al Gobierno Nacional, dichas ganancias dibujadas, tarde o

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

temprano generarán inflación y, también todos sabemos, que la inflación perjudica fundamentalmente a los sectores más desprotegidos de la sociedad.

Como vemos, cada una de las herramientas disponibles en el BCRA se han usado en forma abusiva, llegando a cifras escandalosas, a pesar del principio de prohibición general expresado en el inciso a) del artículo 19 de la CO del BCRA.

ARTICULADO

En primer lugar, se modifica el artículo 3º de la CO del BCRA, que explicita la misión del BCRA, proponiendo un mandato único y fundamental que es el de preservar el valor de la moneda.

Además, se agrega lo que hoy es el último párrafo del artículo 4º de la misma, como una manera de reforzar la importancia de la independencia del BCRA. Si bien este cambio es de forma, resulta primordial para la credibilidad del banco y para asegurar que su comportamiento atiende fundamentalmente a la misión de mismo y no a las definiciones políticas del Poder Ejecutivo de turno.

Por el lado de las funciones del BCRA descriptas en el artículo 4º de su CO, se cambia el inciso b), evitando el rol de “orientador” del crédito ya que, si bien se pueden tener excelentes, loables y estratégicas intenciones, necesariamente repercute en el patrimonio del BCRA o en la salud del sistema financiero. El Estado Nacional tiene otras herramientas para lograr la “orientación del crédito” como son los Bancos Estatales (BNA, BICE, etc.), las provincias cuentan con sus Bancos Provinciales y las que no, pueden generar, con recursos presupuestarios, mecanismos para lograr dicha orientación. En este sentido podemos poner como ejemplo a Mendoza, que tiene una institución llamada Fondo de Transformación, que canaliza los recursos del Presupuesto hacia aquellos sectores que el Poder Ejecutivo Provincial quiere “alentar” y, si los recursos no son suficientes o parece más conveniente, mediante convenios con las entidades financieras privadas o públicas, se generan programas de subsidios de tasa para créditos a los sectores “alentados”, siempre con recursos perfectamente presupuestados y transparentes.

En el caso de la orientación del crédito por parte del BCRA, el problema consiste en que sus costos jamás se explicitan y, en general se terminan pagando con emisión y, como consecuencia, ya sea directa o indirectamente, lo terminan pagando aquellos que no tienen como defenderse de la inflación que es la población de menores recursos. Ahora bien, dado que esta explicitación y asignación de costos no es tan directa, es más bien confusa para la ciudadanía en general y hasta para algunos funcionarios y legisladores, se considera erróneamente que este direccionar del crédito no tiene costos, por lo tanto: “démosle noma!!”. Por todo esto es que se trata de evitar el rol orientador del crédito del BCRA.

Entrando de lleno en las distintas alternativas que permiten la provisión de fondos al Gobierno Nacional por parte del BCRA, se elimina el inciso q) del artículo 14 de la CO del BCRA, que establece la obligación al Directorio de determinar el nivel de reservas mínimos para la ejecución de la política cambiaria y, como consecuencia, determinar su exceso por sobre ese mínimo denominado Reserva de Libre Disponibilidad para poder pagar las obligaciones externas del Tesoro con Reservas del BCRA. Paralelamente, se

elimina el inciso w) y se modifica el inciso s) para adecuarlo a los cambios propuestos en el artículo 4º de la CO del BCRA.

Como consecuencia de los cambios propuestos en los artículos 3º y 4º, se deroga el inciso f) del artículo 17 de la Carta Orgánica ya que en este caso es “orientar el crédito” hacia el Estado Nacional y hacia las empresas que, como ya vimos con los cambios del inciso b), es algo que queremos evitar.

En el mismo sentido, debido a los cambios en la misión del BCRA, se propone el cambio del inciso a) del artículo 18 de la CO del BCRA, donde se permite al Banco realizar operaciones de mercado de activos financieros sólo con fines de regulación monetaria y cambiaria, que es lo único necesario para lograr la muy necesaria ESTABILIDAD DE PRECIOS.

En lo que hace a las actividades prohibidas al Banco, enumeradas en el artículo 19 de la CO del BCRA, se propone el cambio del inciso a) para evitar cualquier tipo de artilugio o excepción a la regla de NO FINANCIAR AL ESTADO. Además, y con el mismo objetivo se propone la incorporación del inciso i), con el cual se termina definitivamente con el pernicioso mecanismo de las Letras Intransferibles.

Respecto del artículo 33 de la CO del BCRA, se agregan dos aspectos:

- a) La inembargabilidad de las reservas del BCRA, prevista en el artículo 6º de la Ley de Convertibilidad 23.928 que en esta misma propuesta se deroga (artículo 14).
- b) Se le pone un límite a la tenencia de Títulos Públicos del Estado Nacional en un cuarto del total de los Activos. En el Balance del 2020 esta relación estaba en el 38% casi lo mismo que en 2019, mientras que en el 2018 esta relación representaba un 30% (recordemos que en el 2018 se utilizó la valuación de mercado mientras que, en el 2019 en adelante, se utilizó el Valor Técnico descripto anteriormente).

En el artículo 12 del presente Proyecto de Ley se modifica el artículo 34 de la CO del BCRA, de modo de proteger el valor de los activos del BCRA y por ende proteger el respaldo de la base monetaria y el valor del dinero y por lo tanto el interés de todos los ciudadanos de la Nación que tienen un peso en el bolsillo, evitando prácticas contables extrañas. El modo previsto para evitar esas prácticas contables es aplicar a los estados contables del BCRA, los mismos principios generales que impone la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias a las entidades financieras bajo su control, con el objetivo de proteger el interés de los depositantes que confían sus ahorros a las mismas.

La última modificación a la CO del BCRA propuesta es la de su 38, donde se exige al Directorio del BCRA considerar solamente Utilidades a aquellas “liquidas y realizadas” y, además, establecer capitalizaciones obligatorias de las mismas de modo de mantener por lo menos su valor real. De este modo se evitan comportamientos como el observado entre el 2010 y el 2015 que, en un contexto de inflación al 25-30% anual, se transfirieron utilidades por casi USD 30.000 millones, mientras que el capital de BCRA se mantuvo constante en pesos, evidenciando un significativo deterioro patrimonial que no hace otra cosa que confirmar la desconfianza generalizada hacia la moneda que emite el BCRA. Otro de los cambios consiste en obligar al Directorio (en lugar de permitir), a recomponer en términos reales, el capital y los fondos de reserva, con las ganancias obtenidas en

“2025 – AÑO DE LA RECONSTRUCCION DE LA NACION ARGENTINA”

los años siguientes de producida una pérdida y su consecuente imputación a los fondos de reserva y al capital (en el artículo vigente esta posibilidad existe, pero es opcional).

Complementariamente, el artículo 13 del proyecto de Ley Propuesto deroga, el artículo 6º de la Ley de Convertibilidad 23.928. También deroga el Decreto 298/10 que fue la base del mecanismo utilizado para pagar deuda con acreedores privados del Gobierno Nacional con Reservas del BCRA a cambio de las LETRAS INTRANSFERIBLES, creando el Fondo del Desendeudamiento Argentino. Por una cuestión de forma, dada la nueva prohibición sin excepciones del inciso a) del artículo 18, se deroga el artículo 51 de la ley 11.672 Complementaria Permanente de Presupuesto (t.o. 2014)

Por último y transitoriamente, se impone la obligación de cancelar los Adelantos Transitorios existentes y/o rescatar los excesos de títulos públicos nacionales en función del nuevo artículo 33 de la CO del BCRA. Esta obligación se efectuará con las utilidades una vez completadas las condiciones establecidas en el artículo 38 y antes de proceder a su libre transferencia a la Tesorería.

CONCLUSIONES

Cuando se debate la inflación en Argentina aparecen varias teorías que, si bien son bastante diferentes, tienen en común que atribuyen a la emisión de dinero para financiar los déficits del Sector Público alguna importancia dentro de las causas de la inflación. La diferencia existente es el grado de importancia que se le da a dicho comportamiento: algunos la tildan de única y fundamental causa y otros como una más de las causas de inflación.

Sin entrar en el debate podemos asegurar que la emisión de dinero causa inflación (ya sea como única causa o junto con otras) y por ello, pretendemos acotar al máximo posible el uso de esta herramienta para financiar al Gobierno.

Argentina viene enfrentando largos períodos de estancamiento y alta inflación, lo que atenta contra el crecimiento de la economía, provocando un nivel de pobreza estructural cada vez mayor, que ha llegado a niveles alarmantes. Si bien la gestión actual del presidente Milei ha logrado importantes resultados en materia inflacionaria con su política de eliminación del déficit fiscal crónico de la Administración Nacional, los resultados obtenidos deben consolidarse. Es por esto que proponemos reformar definitivamente la Carta Orgánica del BCRA para consolidar como su única misión preservar la estabilidad de precios.

Declamar la lucha sin cuartel a la inflación se transforma en palabras vacías cuando paralelamente, mediante sucesivas transformaciones legales elaboradas en este Honorable Congreso, se debilita significativamente el patrimonio y las facultades de la principal institución existente para ello.

Es por todo lo expuesto que pido a mis pares que me acompañen en el presente proyecto.

Miguel Lisandro Nieri