



**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

Informe  
Especial  
Nº410

*“Una Propuesta  
Alternativa al Fondo  
del Bicentenario”*

*Por Mario Brodersohn*

*Conozca  
nuestro*



[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

**Enero  
2010**

**40** 1970 - 2010  
*años dedicados al  
Análisis Macroeconómico*

---

# **Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: [info@econometrica.com.ar](mailto:info@econometrica.com.ar)

Sitio Web: [www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

Blog: [www.econometrica.com.ar/blog](http://www.econometrica.com.ar/blog)

(Clave de acceso I Trim 2010: 0303 )

---

Copyright © 2003

**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

# “Una Propuesta Alternativa al Fondo del Bicentenario”

Por Mario Brodersohn <sup>1</sup>

El debate actual sobre el Decreto de Necesidad y Urgencia para crear el Fondo del Bicentenario nos dejó la sensación que el Gobierno se está ahogando en un vaso de agua o que se rasca la oreja derecha con la mano izquierda. Ha complicado de tal forma y sin ninguna necesidad ni urgencia una realidad económica que todos los economistas de cualquier tendencia política ya anticipaban y sabían que se iba a presentar en el 2010, esto es, que el Gobierno para pagar la deuda en dólares a fin de no volver a caer en un nuevo “default” no tiene otra fuente de financiamiento que recurrir a las reservas internacionales del Banco Central.

## ❖ El 2009 muestra un cambio estructural en las cuentas fiscales con graves consecuencias para el futuro

El Cuadro 1 nos muestra que el superávit fiscal primario en el 2008 fue de 31.500 millones de pesos, que medido en dólares fue de 10.000 millones (3% del PBI). Este superávit le permitió al gobierno tener recursos financieros para pagar la totalidad de los vencimientos de intereses y de capital de la deuda en pesos del 2008, que fueron de 16.400 millones de pesos. Por lo tanto, luego de pagar la deuda en pesos le quedó un excedente de 15.000 millones de pesos, que como veremos más adelante, se canalizaron a financiar la compra de dólares por el Banco Central.

El gobierno tiene deuda no sólo en pesos sino también en dólares. El gobierno tuvo en el 2008 vencimientos de intereses y de capital por 7.200 millones de dólares. Para financiar estos vencimientos tuvo que recurrir, además del excedente del superávit ya mencionado, a un préstamo del gobierno venezolano por u\$s2.000 millones. En el 2008 el único país que le prestaba a la Argentina era Venezuela. La tasa de interés de ese préstamo fue del 15% anual.

Esta imposibilidad de acceder a los mercados financieros internacionales fue el primer cambio estructural que comienza a gravitar en la Argentina luego de los años virtuosos de los superávits gemelos del 2004 al 2007. En efecto, luego del canje de la deuda para salir del “default” realizada en el 2004 la Argentina tuvo acceso al crédito internacional y ello condujo que el riesgo país a principios del 2007 fuese no sólo muy bajo sino similar al de Brasil.

---

<sup>1</sup> Email: [mbrodersohn@econometrica.com.ar](mailto:mbrodersohn@econometrica.com.ar)



El segundo cambio estructural tiene lugar en el 2009 dado que el superávit fiscal de 31.500 millones de pesos en el 2008 se reduce a 1.600 millones de pesos. En el 2009 los vencimientos de intereses y de capital en pesos sumaron 15.000 millones de pesos. Por lo tanto, el Tesoro Nacional para pagar estos vencimientos recurrió a los excedentes en pesos del ANSES y al Banco Nación por 13.400 millones de pesos.

Pero el tema más delicado paso por los vencimientos de intereses y de capital de la deuda en dólares, que llegaron a 5.500 millones de dólares. Para cubrir estos vencimientos contó con los 2.500 millones de dólares que el Fondo Monetario Internacional le dio en DEG al Gobierno Argentino en concepto de ampliación de capital de ese organismo internacional. El saldo restante de 3.000 millones los financió el Banco Central con sus reservas internacionales. Para ello el Banco Central recurrió a préstamos del Banco de Arreglos Internacionales dando en garantía de esos préstamos las reservas internacionales depositadas en ese banco.

#### ❖ **Las necesidades financieras para el 2010**

En el 2010 no solo desaparece por completo el superávit fiscal sino que por primera vez desde el 2003 hay déficit fiscal primario. En efecto, estimamos un déficit primario de 5.000 millones de pesos, sin contar las potenciales demandas de las provincias. El gobierno tiene que conseguir financiamiento para cubrir ese déficit así como los vencimientos de intereses y capital de la deuda en pesos, que ascienden a 11.600 millones de pesos. Nuevamente, y tal como ocurrió en el 2009, el gobierno para financiar los 16.600 millones de pesos tiene que recurrir a los fondos depositados en el ANSES y en el Banco Nación.

A su vez, el Tesoro en el 2010 tiene vencimientos de intereses y de capital por 5.200 millones de dólares. Su única fuente de financiamiento serían los 1.000 millones de dólares que le prestarían los acreedores una vez que se concrete la operación del canje de la deuda. Como el gobierno no tiene acceso al financiamiento internacional, para hacer frente a los restantes 4.200 millones de dólares, no tiene el gobierno otro camino que recurrir a las reservas del Banco Central si realmente quiere pagar la deuda en dólares.

El gobierno frente a esta necesidad de recurrir a las reservas del Banco Central comete dos errores. Por un lado, lo hace a través de un decreto de necesidad y urgencia y ese decreto no puede ser ratificado por el Congreso Nacional antes de transferir las reservas del Banco Central porque esta en receso. Segundo, supone que sigue vigente la ley de convertibilidad y crea la ficción que de los 48.000 millones de dólares de las reservas internacionales, 18.000 millones son de “libre disponibilidad” porque los otros 30.000 millones de dólares de las reservas internacionales son el respaldo de la base monetaria. Como ya le advirtieron al Gobierno sus asesores legales en Nueva York, la creación del Fondo del Bicentenario puede conducir a un pedido de los fondos buitres al Juez en Nueva York para embargar las reservas que el mismo gobierno nacional definió como de libre disponibilidad.



Alrededor de estos temas muy poco transparentes y muy tecnicistas se generó todo un debate y una comedia de enredos entre el Poder Ejecutivo, el Presidente del Banco Central y la oposición sobre si es o no legalmente viable con un decreto de necesidad y urgencia que el Tesoro se apropie de las reservas del Banco Central sin evaluar jurídicamente sus consecuencias sobre le embargabilidad de las reservas.

### ❖ Una propuesta alternativa al Fondo del Bicentenario

En el 2008 la salida de capitales privados fue de 23.100 millones de dólares. Esta fuga de capitales se financió principalmente con el superávit comercial de 13.100 millones de dólares. En el primer semestre del 2009 la salida de capitales fue de u\$s11.000 millones de dólares. En el tercer trimestre del 2009 disminuyó la salida de capitales a u\$s3.000 millones de dólares. Como el superávit comercial fue superior a esa salida de capitales, el Banco Central pudo aumentar las reservas internacionales en el tercer trimestre en 1.000 millones de dólares comprando en el mercado ese excedente de dólares del sector privado. En el cuarto trimestre del 2009 prácticamente no se observó salida de capitales y ello permitió que el Banco Central aumente sus reservas internacionales en ese trimestre en 3.600 millones de dólares. Este excedente de dólares del sector privado puede seguir operando en el 2010 dado que estimamos un superávit comercial externo de 13.300 millones de dólares.

Hasta ahora el Banco Central compraba el excedente de dólares en el mercado cambiario inyectando pesos y luego emitía títulos públicos denominados Letras del Banco Central (LEBAC) para absorber los pesos emitidos por la compra de dólares. Nuestra propuesta alternativa es muy simple. Que de ahora en adelante el Banco Central compre los dólares y para absorber los pesos emitidos vende Letras de Tesorería (LETES). El Tesoro con los pesos que obtiene de la colocación de las LETES le compra al Banco Central los dólares.

En los últimos tres meses del 2009 las compras de dólares por el Banco Central fueron de 1.000/1.200 millones de dólares mensuales. En esta propuesta sería el Tesoro Nacional el que compraría esos dólares excedentes para hacer frente a los vencimientos de intereses y de capital de la deuda en dólares. Por lo tanto, el Tesoro contaría con los dólares necesarios para pagar la deuda en dólares en tiempo y forma sin ninguna necesidad de recurrir a las reservas internacionales del Banco Central.

En realidad, esta propuesta lo que señala es que el Tesoro Nacional en lugar de endeudarse con el Banco Central colocando un título público por los 6.500 millones de dólares como contrapartida del Fondo del Bicentenario, pasa a endeudarse en pesos con el sector privado colocando LETES. Con esos pesos compra los excedentes de dólares del sector privado, lo cual le permite hacer frente a los servicios de la deuda en dólares.

Vale advertir que nuestra propuesta implica que no sea el BCRA quien financia el déficit del Estado, sino que sea el sector privado mediante la compra de LETES. En otras palabras, pone de manifiesto



el tema no resuelto y central que es el déficit fiscal. Además, esta metodología de financiamiento evita toda posibilidad de embargo hoy actualmente vigente con la creación del Fondo de Bicentenario.

Por último, la imprudencia de la política fiscal los últimos años llevó a que el Gobierno agote el superávit primario y por lo tanto, no disponga de los recursos necesarios para afrontar los vencimientos de la deuda pública en 2010.

Ahora bien, ante esta realidad donde el Gobierno ya no dispone de superávit fiscal como tampoco acceso al crédito, en el debate instalado en la sociedad no puede existir margen para poner en duda el uso de los fondos públicos para el pago de la deuda, a menos que quién lo proponga baraje como alternativa volver a una situación de default como en el 2001. A la irresponsabilidad en el manejo fiscal los últimos años, poner en duda el pago de la deuda cuando el Estado dispone de recursos para evitarlo, sería sumar irresponsabilidades en la gestión pública.

### ❖ **Comentarios finales**

1. El gobierno tiene que hacer frente a los servicios de la deuda en dólares para no volver a caer en un nuevo “*default*”. Como tiene cerrado todo acceso al financiamiento internacional no le queda otra alternativa que recurrir a las reservas internacionales del Banco Central.
2. El Gobierno eligió el camino de un Decreto de Necesidad y Urgencia para crear el Fondo del Bicentenario con las reservas del Banco Central. Pero al hacerlo incurrió en una debilidad jurídica que le fue advertida por los asesores legales del gobierno en Nueva York. Tal como ha sido sancionado el decreto de necesidad y urgencia puede llevar a que prospere en la justicia en Nueva York el pedido de embargo de las reservas internacionales que seguramente pedirán los fondos buitres para cobrar la totalidad de sus acreencias de deuda sin ninguna quita.
3. En el 2010 hay vencimientos netos de deuda por 5.200 millones de dólares. La única perspectiva de financiamiento internacional que cuenta el gobierno es el préstamo de 1.000 millones de dólares que pueden otorgar el conjunto de bancos que esta negociando el canje de la deuda. Quedan pendientes de financiamiento 4.200 millones de dólares.
4. La mitad de los vencimientos del 2010 esta concentrado en el mes de agosto que es cuando vencen 2.500 millones de dólares del Boden 12. Por lo tanto, no hay ninguna urgencia en resolver en forma apresurada las fuentes de vencimiento de la deuda en dólares.
5. A partir de esta realidad y para evitar la trampa de la embargabilidad de las reservas internacionales es que hemos propuesto una alternativa distinta a la creación del Fondo del Bicentenario. Esta propuesta toma en cuenta que en los últimos tres meses del 2009 el Banco Central compró el excedente de dólares del sector privado, lo cual le permitió aumentar en ese trimestre las reservas internacionales en 3.600 millones de dólares.

“Una Propuesta Alternativa al Fondo del Bicentenario ”  
Por Mario Brodersohn



6. Estimamos para el 2010 un superávit comercial externo de 13.300 millones de dólares. Ello nos permite anticipar que en los próximos meses habría un excedente de dólares privados de 1000/1200 millones de dólares mensuales. Las LETES, que pasarían a reemplazar los LEBAC permite al Gobierno tener los pesos para comprar los dólares necesarios para afrontar los servicios de la deuda en dólares sin necesidad de disminuir el actual stock de las reservas internacionales del Banco Central.

# Cuadro 1

## Programa Financiero por monedas 2008 - 2010

### Pagos Deuda pública en pesos

en miles de millones de pesos

	2008	2009	2010
1. Total pagos Deuda en pesos* (cap. e int.)	16,4	15,0	11,6
2. Superávit Primario	31,5	1,6	-5,0
3. Brecha a Financiar (ANSES y Bco. Nación)	15,1	-13,4	-16,6

### Pagos Deuda pública en dólares

en miles de millones de pesos

	2008	2009	2010
1. Total pagos Deuda en dólares* (cap. e Int.)	7,2	5,5	5,2
3. Financiamiento	7,2	5,5	5,2
Remanente Superávit Primario	4,8	-	-
BCRA	0,4	3,0	4,2
Venezuela	2,0	-	-
FMI (DEG's 2009)	-	2,5	-
Canje de la Deuda en 2010	-	-	1,0

\* Excluye toda la Deuda Intra Sector Público (ANSES, BCRA, otros)

Fuente: Econométrica S.A

Econométrica S.A

*economic research and forecasts*