

## DE BANQUEROS CENTRALES Y MINISTROS DE ECONOMÍA

Por Leonardo Perichinsky

**Las gestiones de los ministros de economía con paso previo por el BCRA deberían alcanzar para no repetir tales experiencias. Por las dudas, refrescamos la tarea de los presidentes del Banco Central de la post convertibilidad, algunos de los cuales están en danza como posible ministro de economía de la próxima gestión de gobierno.**

La lista de personajes que circula para ser el próximo ministro de economía parece interminable. Entre los principales candidatos, algunos de ellos han tenido un paso importante por el Banco Central, incluido el actual presidente de la entidad. Ante nuestro temor de que sigan proliferando más ex presidentes del Banco Central, o prosperen los que ya están en danza, para el cargo de ministro de economía, intentaremos en estas líneas refrescar los principales hitos e hiatos de las máximas autoridades del BCRA durante la post convertibilidad.

A decir verdad, las gestiones de los ministros de economía con paso previos por el BCRA deberían alcanzar para no repetir tales experiencias, aunque más no sea por cábala. Cavallo, Roque Fernandez, Machinea, y de nuevo Cavallo, todos ellos ex presidentes del BCRA, manejaron la política económica del país entre 1991 y 2001. La aversión manifiesta del actual gobierno respecto de esa época debería alcanzar para no replicar la práctica de llevar a un banquero central al ministerio de economía.

El cuadro que aparece a continuación nos ilustra sobre algunos de los principales indicadores de la gestión de cada uno de los presidentes del Banco Central desde el ocaso de la convertibilidad hasta la actualidad.

### Principales indicadores de los banqueros centrales de la pos convertibilidad

Nombre y Apellido	Gestión al frente BCRA		Pesos por Dólar	Tasa Lebac máxima	Fuga de capitales
	Desde	Hasta			
Roque Maccarone	26-Apr-01	17-Jan-02	de 1 a 1,95	No había	u\$s 15500 millones
Mario Blejer	21-Jan-02	26-Jun-02	de 1,85 a 3,84	75% anual	u\$s 8282 millones
Aldo Pignanelli	26-Jun-02	9-Dec-02	de 3,84 a 3,53	129% anual	u\$s 4573 millones
Alfonso Prat Gay	10-Dec-02	17-Sep-04	de 3,53 a 2,98	58% anual	u\$s 4938 millones
Martin Redrado	23-Sep-04	Actual	de 2,99 a 3,07	11,5% anual	u\$s 5152 mill de ingreso

Fuente: CIEPyC en base a BCRA

Comenzamos con Roque Maccarone, ex titular de los bancos Río y Nación, cuya gestión en el BCRA podríamos equiparar con la de un director de tránsito, de la virtual autopista financiera que lleva los dineros al exterior. Durante su corta gestión, poco más de ocho meses, posibilitó la fuga de 15.500 millones de dólares al exterior.

Por su parte, otorgó redescuentos (básicamente, plata en efectivo a los bancos) por un monto superior a los 20 mil millones de pesos, sin ningún criterio explícito, y concentrado en pocas entidades. Por ejemplo, el Galicia recibió unos 5 mil millones, y el Río también fue uno de los bancos más beneficiados.

Por último, durante su paso por el Central se instauraron el corralito financiero para las cuentas a la vista y el corralón, que fue el congelamiento de los plazos fijos.

Atravesó la ruptura de la convertibilidad y se fue el 17 de enero con el dólar a casi dos pesos y la tarea cumplida, logró exprimir los pocos dólares que quedaban en la economía y ponerlos a resguardo en el exterior.

El 21 de enero del año 2002 asume Mario Blejer. Su paso por el Central no fue menos productivo que el de su predecesor. El mercado lo recibió bien, es un hombre que hasta ese entonces había dedicado más de 20 años de su vida profesional al FMI, con un dólar de 1,85 pesos, diez centavos menos que la paridad que dejó Maccarone. Su gestión duró 5 meses y alcanzó a más que duplicar el precio del dólar: se fue con la divisa a 3,84 pesos; en el máximo histórico. Su tarea en términos de fuga de capitales le dio pelea a la de Maccarone. Incluso con un dólar de casi 4 pesos, durante su gestión, se fugaron del país unos 8.282 millones de dólares: casi la mitad de dólares que Maccarone, en casi la mitad de tiempo, pero con un dólar sustancialmente más caro.

¿Cómo permitió Blejer semejante fuga de capitales, en un contexto depresivo, con el dólar en los máximos, y con los depósitos acorralados?

Como ocurre con muchas regulaciones del Banco Central, y el corralito no fue una excepción, suelen ser para los perejiles. Bastaba con tener una cuenta en el exterior para eludir tanto el corralito como los controles a la fuga de capitales.

Si bien no se permitía sacar dólares ni físicos ni por cable, estaba abierta la posibilidad para que vuelen al exterior las especies financieras. Si uno compraba una acción o un bono de una empresa que cotizara acá y en el exterior, y tenía una cuenta acá y otra en el exterior, podía comprar incluso con plata acorralada en pesos esas especies acá y las transfería al exterior. Una vez que los activos financieros estaban depositados en el exterior, la cuestión era sencilla, se los podía vender y tener el dinero en moneda extranjera en el exterior.

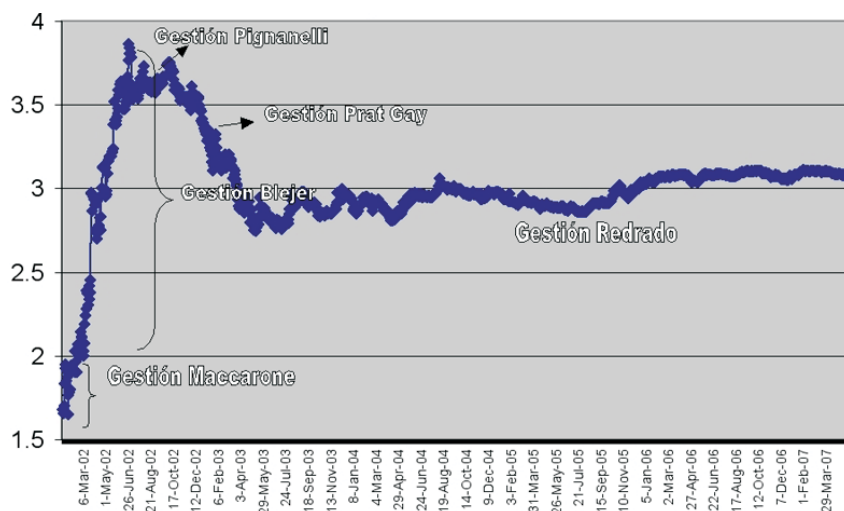
De esa manera el corralito sólo perjudicaba a los pequeños ahorristas que no accedían a este tipo de logística. No es una cuestión de información asimétrica, es un problema de poder económico.

Una operatoria habitual que había proliferado en la época de Mario Blejer era la compra y venta de dólares por "cuenta y orden" del Banco Central, que le generó fabulosas ganancias a toda entidad financiera dedicada al mercado cambiario.

Los bancos y las casas de cambio vendían dólares por cuenta y orden del Banco Central. Dólares más baratos de lo que valían en la calle. El BCRA les daba

una cantidad de dólares, a las casas de cambio y financieras elegidas discrecionalmente, a un precio inferior que la cotización "libre". Por lo general, las casas de cambio se los quedaban, o simulaban venderlo a sus empresas vinculadas, y luego los vendían más caro en el mercado paralelo. Algunos de la City, madrugaban y conseguían algunos dólares de estos baratos, y luego los vendían a la tarde más caro. A esta operatoria le decían *puré* en la City porteña.

### Evolución tipo de cambio nominal



Al igual que con los redescuentos, también los dólares baratos del BCRA se entregaban de manera discrecional, sin ningún criterio explícito de selección.

Extraña manera de jugar de "banca" la del BCRA. Perdía cada día millones de pesos vendiendo reservas siempre atrás de la cotización, de a poco, como si fuese "punto", y más barato que el valor de mercado; propiciando, a su vez, la suba de su cotización. Cualquiera que entiende como funciona el mercado cambiario sabe que la autoridad monetaria debe vender mucho, todo junto, y desde arriba, para frenar una corrida.

También durante la gestión Blejer nacieron las Lebac. El supuesto era que debía haber una tasa lo suficientemente alta a la cual los financistas iban a vender sus dólares y pasarse a pesos. Las Lebac fueron subiendo de tasa para ir torciendo la relación entre activos financieros externos y locales, con el resultado que subía tanto la tasa como el dólar.

Es decir, durante la gestión Blejer el Banco Central hizo agua por todos lados: se fugaban los dólares, volaba su cotización, y las tasas de interés estaban por las nubes. A estos resultados habría que añadir el perjuicio fiscal asociado a la venta de dólares baratos y al exorbitante costo financiero producido por las lebac, que pagaban tasas del orden del 75% anual.

Mario Blejer renuncia el 26 de junio del año 2002 con el dólar y las tasas en los máximos, las reservas en los mínimos históricos, y un costo financiero sideral para el BCRA. Supuestamente, su renuncia se debió a que no tuvo cabida su proyecto de otorgar inmunidad especial a los funcionarios del Banco Central

En el plano económico, su gestión fue concomitante con el ajuste traumático de la economía, cuya principal manifestación fue la megadepreciación del peso frente al dólar. Las consecuencias directas de este fenómeno fueron: el retorno

de la inflación, explicada principalmente por el aumento del precio de los bienes de la canasta básica de alimentos; la profundización de la depresión de la economía; la caída de los ingresos reales de la población; y el fuerte aumento en los niveles de pobreza e indigencia.

Durante su gestión, en un contexto de alta incertidumbre y paralización del sistema financiero, operó un fenómeno, inédito y contrario a la lógica del funcionamiento del sistema bancario, al que denominábamos con el nombre de “desagregación monetaria”. Con la plena vigencia del “corralón”, los depósitos virtualmente congelados fueron comprados con importantes quitas por los grandes deudores pesificados, y así la masa de activos (créditos) y pasivos (depósitos) bancarios se fue contrayendo en el marco de un vigoroso proceso de licuación de deudas.

Por su parte, como planteábamos, el único activo financiero considerado seguro era el dólar y los mecanismos de fuga de capitales vigentes durante el final de la Convertibilidad permanecieron intactos. El stock de riqueza de la economía se había contraído a menos de la mitad medido en dólares. El punto final de este período se situó en torno a la última corrida contra el peso, justamente con la renuncia de Mario Blejer a la presidencia del BCRA.

Aldo Pignanelli asume entonces en el peor momento. Pero durante los meses siguientes se estabilizó el valor del peso respecto del dólar gracias a un programa de control de capitales y restricciones para la compra de divisas, complementado con la generación de un fuerte incentivo de altas tasas de interés para desviar la demanda de dólares.

A pesar de generar instituciones de control al mercado cambiario, y de propiciar también fuertes rentas en pesos a partir de letras del BCRA que llegaron a pagar el 129% anual, durante su gestión se fugaron 4500 millones de dólares, en sólo cinco meses.

Sin embargo se logró el objetivo de frenar la suba del dólar, aunque con un costo financiero sideral para el Estado. Esa era la receta del FMI, subir tasas hasta encontrar el nivel que incentive a los inversores a pasarse a los activos en pesos, con el lógico perjuicio sobre la actividad económica<sup>1</sup>.

Sus constantes enfrentamientos con el ministerio de economía aceleraron su renuncia. En temas clave, como la pesificación de la economía y el pago de deuda a organismos, mantenía una posición muy cercana al FMI: proponía pagar con reservas a los organismos, y entregar un bono compulsivo en caso de que la Corte Suprema fallara en contra de la pesificación. Se va del cargo el 9 de diciembre de 2002.

Prat Gay asume la conducción del Banco Central con un dólar relativamente estabilizado en torno a los 3,6 pesos desde hacía ya tres meses. Pero anuncia que la paridad cambiaria iba a llegar hasta los 2,8 pesos. Efectivamente, el dólar llegó a esos valores casi al final de su gestión.

Si el presidente del Banco Central pauta una apreciación del 20% de la moneda doméstica, en un contexto de tasas muy elevadas, durante su gestión las lebacks promediaron un rendimiento del 30% anual en pesos, lo que en realidad está haciendo es garantizar una renta especulativa medida en dólares superior al 60% anual.

Este esquema se combinó con una gradual y progresiva desregulación de los mercados cambiarios y de capitales, lo cual profundizó el pasaje hacia la especulación en pesos, promoviendo el ingreso de capitales especulativos. Con las instituciones de control cambiario y de capitales creadas durante la gestión Pig-

<sup>1</sup> Como la estabilización cambiaria se logró, en parte, gracias al incentivo que brindaban los activos en pesos con elevadas tasas de interés, resultaba inviable cualquier intento de política crediticia activa por parte del sector público.

<sup>2</sup> Si uno vende un dólar a 3,6 pesos, lo coloca al 30% anual, y luego recompra dólares a la nueva paridad de 2,8 pesos, obtiene una renta medida en dólares del 67%. En otras palabras, al año compra 1,67 dólares con aquel dólar original. Operación garantizada por el presidente del BCRA.

nanelli, se dificultaba la promoción de ingreso de capitales, dada la posible complicación para luego salir del país.

Si bien dejamos para las conclusiones de esta nota los aspectos más estructurales, resulta necesario destacar que más allá de la generación de importantes rentas en dólares, la apreciación del peso jugaba a favor de la fracción de poder vinculada a los grupos financieros.

Los efectos benéficos de una apreciación del peso son contundentes para ese sector; destacamos:

- \* *Mayor capacidad de repago de la deuda externa por parte del Estado Nacional. En el contexto aquel incluso implicó peores condiciones para la renegociación de la deuda en default, dada esta mayor capacidad de pago con un dólar más barato.*
- \* *Mejora la facturación medida en dólares de los servicios en general, y en particular aumentan las tarifas medidas en dólares de las empresas de servicios públicos privatizados.*
- \* *Mejora la ecuación de los bancos extranjeros.*
- \* *Y los mencionados rentistas que, a su turno, volverán al dólar.*

A su vez, la apreciación del peso tiene como contracara una política monetaria menos expansiva y una menor acumulación de reservas internacionales. Como el Banco Central compra dólares con emisión, la menor participación en el mercado cambiario como demandante de divisa se tradujo en una política monetaria restrictiva que no acompañó del todo la expansión de la demanda efectiva doméstica.

Por otro lado, dada la rigidez de los precios a la baja, la apreciación no generó para los asalariados ninguna mejora en el poder de compra de sus ingresos.

Por último, se redujo el margen del Estado para realizar políticas de transferencia de ingresos desde la renta exportadora hacia los sectores más perjudicados por los fuertes incrementos de precios de los bienes de consumo masivo.

La gestión de Prat Gay culmina el 17 de septiembre de 2004 con un dólar estable en torno a los niveles actuales y con tasas de interés muy bajas, en un contexto de fuerte preferencia por la liquidez por parte de los inversores luego de la creciente demanda de activos en pesos producto de la apreciación del peso pre-pautada por el Banco Central.

Martín Redrado asume la conducción del BCRA en un contexto absolutamente diferente al del resto de sus colegas. Las tasas de interés estaban en franco descenso, las letras generaban un rendimiento anual del orden del 6%, el tipo de cambio se encontraba estabilizado en torno a los tres pesos por dólar y la inflación había convergido a niveles del 10% anual.

La política cambiaria del Banco Central no ha mostrado fisuras hasta la actualidad. Prácticamente ha comprado todos los dólares excedentes del mercado cambiario, y ha consolidado un piso para la paridad cambiaria.

Las principales dudas que genera la gestión Redrado vienen por el lado del manejo de las reservas y de la política monetaria. Estos dos rubros se han manejado con una ortodoxia acorde a sus antecedentes.

La política cambiaria produjo un crecimiento impresionante en las reservas internacionales del BCRA. Contabilizando el pago realizado al FMI, las reservas se triplicaron durante su gestión.

Sin embargo llama la atención que casi la totalidad de las reservas se encuentren denominadas en dólares y colocadas en bancos de Estados Unidos, e incluso en la Reserva Federal. Tal estrategia se da en el contexto de una clara tendencia hacia la depreciación del dólar en relación con las demás monedas clave del mundo, y en el marco de la crisis de la mundialización financiera, con eje en Estados Unidos.

En relación con la política monetaria resulta aun más evidente la ortodoxia de la autoridad monetaria. La esterilización de buena parte del dinero emitido para la compra de dólares genera niveles crecientes de tasas de interés, además de la contracción de la base monetaria<sup>3</sup>.

Desde el inicio de su gestión hasta la actualidad, las tasas de las letras del BCRA se han prácticamente duplicado, lo cual propicia niveles crecientes de especulación financiera y el desvío de fondos que podrían utilizarse para inversiones productivas. Por su parte, el costo financiero de la política de esterilización supera en la actualidad los 5 mil millones de pesos anuales.

### Epilogo

La fractura más evidente en el poder económico argentino de los últimos años es la disputa entre el sector financiero y el productivo. O mejor dicho, la división entre los rentistas financieros y los productivos. Los grupos que, en definitiva, podríamos clasificar, a principios de esta década, como dolarizadores (financieros) y devaluadores (productivos). Contamos a los bancos extranjeros, acreedores externos, empresas de servicios públicos privatizadas, entre los principales sectores del grupo que llamamos financiero. Del otro lado, los sectores productivos vinculados al comercio exterior.

Esta fisura prevaleció y produjo la crisis que culminó con la Convertibilidad.

Y esta fisura reabierta hacia fines de los 90 fue la que dominó la relación entre el Banco Central y el Ministerio de Economía durante estos últimos años.

Por supuesto que hubo decisiones de política y resultados que trascienden las propias gestiones de los personajes que analizamos en esta nota. Pero sin dudas todos estos máximos funcionarios de la autoridad monetaria han jugado, dentro de las posibilidades ofrecidas por cada contexto, a favor del sector financiero.

Cuando asumió Prat Gay a la presidencia del BCRA, y se lo criticaba por ser un hombre de la JP Morgan, Emir Yoma respondió con la siguiente pregunta: ¿qué quieren, que vayamos a buscar un presidente de banco central a una unidad básica? Este es un poco el meollo del asunto. El presidente del Banco Central tiene que ser un hombre "del sector". Un banquero que regule y controle a los banqueros. Un banquero central independiente, como plantean los economistas ortodoxos.

Roberto Lavagna, que encarnó un poco la síntesis de los sectores productivo y financiero, y logró equilibrar los intereses de cada lado, siempre mantuvo serias disputas, durante su gestión de ministro, con cada uno de los presidentes del BCRA; precisamente, porque se encontraba en una posición intermedia, o incluso a favor de lo productivo, en relación con esta fractura del poder económico. Dicho rápido, Lavagna siempre estuvo a la izquierda de cualquiera de los presidentes del Banco Central que hemos analizado.

Sería una paradoja que el Gobierno nacional, luego de vencer en octubre a

<sup>3</sup> La compra dólares con emisión por parte de la autoridad monetaria genera, además del aumento de reservas, una expansión en la base monetaria y una contracción en la tasa de interés. Es decir es una política claramente expansiva de la demanda efectiva local. El segundo paso, la esterilización, contrae la cantidad de dinero de la economía y produce aumentos en la tasa de interés. Este segundo paso es claramente contractivo.

uno de los referentes del polo opositor, Roberto Lavagna, culmine poniendo en el ministerio de economía a uno de aquellos a los que Lavagna enfrentaba por defender explícitamente los intereses del grupo que denominamos financiero.