

¿Qué hay detrás del balance del BCRA?- La paradoja devaluatoria del Banco Central-Por Amílcar Collante

En los últimos meses, debido al marcado deterioro en el nivel de las reservas internacionales (menos dólares) y el aumento de la base monetaria principalmente para monetizar el déficit fiscal (más pesos circulando). Se ha puesto el foco de la atención de los analistas económicos sobre el balance del Banco Central. Veamos si podemos clarificar la situación del BCRA.

¿Qué es lo que ocurre?

Ante el escenario actual con alta inflación, atraso cambiario y “cepo”, la variable de mayor relevancia del balance del BCRA es el nivel de reservas internacionales. Hoy las reservas internacionales ascienden a 36.801 Millones de Dólares.

¿Para qué se utilizan las reservas?

1. Para importar bienes y servicios del resto del mundo.
2. Para pagar servicios de deuda y amortizaciones de deuda.
3. Para amortiguar shocks externos –crisis internacionales-y para evitar corridas cambiarias.
4. Para defender el tipo de cambio y el valor de la moneda.

Estos cuatro ítems resumen algunos de los motivos por los cuales los Bancos Centrales acumulan reservas. Ahora comparemos nuestro nivel de reservas con distintas variables económicas para ver si la cantidad de reservas es suficiente para lograr los objetivos que enumeramos anteriormente.

Gráfico 1: Evolución de las Reservas Internacionales

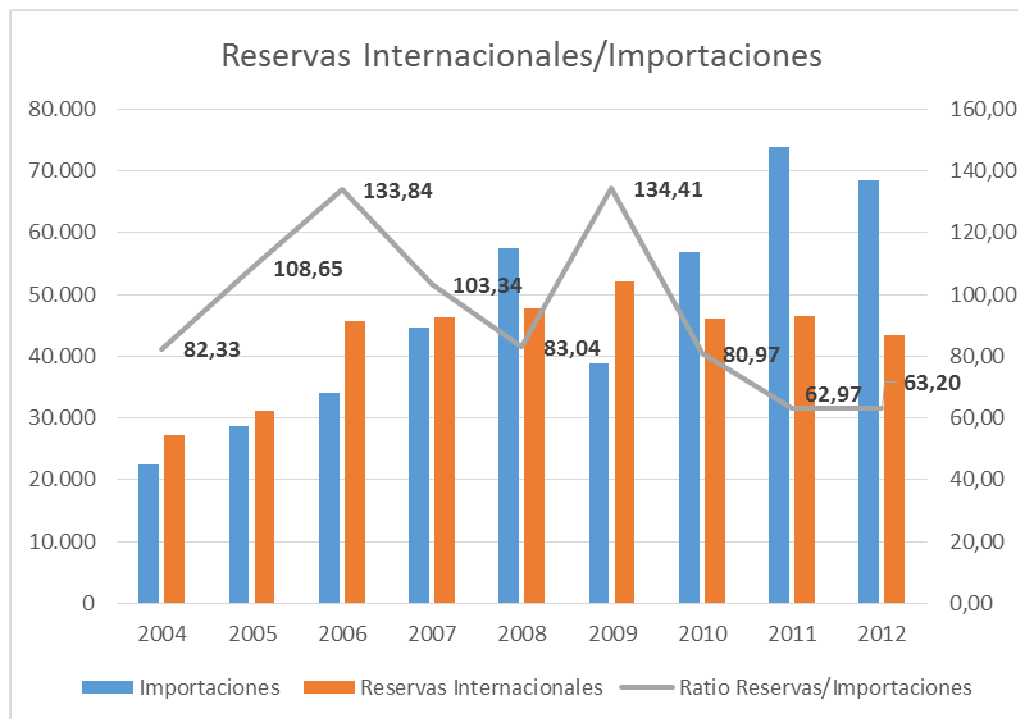


1) Comparemos a las Reservas con las Importaciones

El total de las reservas internacionales ascienden a 36.801 Millones de Dólares, mientras que las importaciones de bienes y servicios durante los primeros seis meses del año fueron de 35.967 Millones de Dólares. Es decir, que el nivel actual de reservas equivale a poco más de 6 meses de importaciones. Lo cual es un número bajo si lo comparamos con los años 2006 y 2009 en los cuales el ratio Reservas/Importaciones era de 134% aproximadamente, equivalente a 16 meses de importaciones.

Cabe aclarar que debido a la política de restricción de importaciones impulsada por la Secretaria de Comercio, parte de las importaciones se encuentran bloqueadas y no ingresan al país. Esto quiere decir que si se liberan las importaciones, el ratio seria mucho menor.

Gráfico 2. Ratio Reservas Internacionales/Importaciones



2) Comparando con vencimientos de Deuda

Según el informe Econométrica Quantum, los servicios de deuda para el año 2014 serán 5.500 Millones de Dólares y para el 2015 serán 8.600 Millones de USD. Es decir, en términos de Servicios de Deuda/Reservas Internacionales (Actuales) equivalen a l 14% -anuales-.

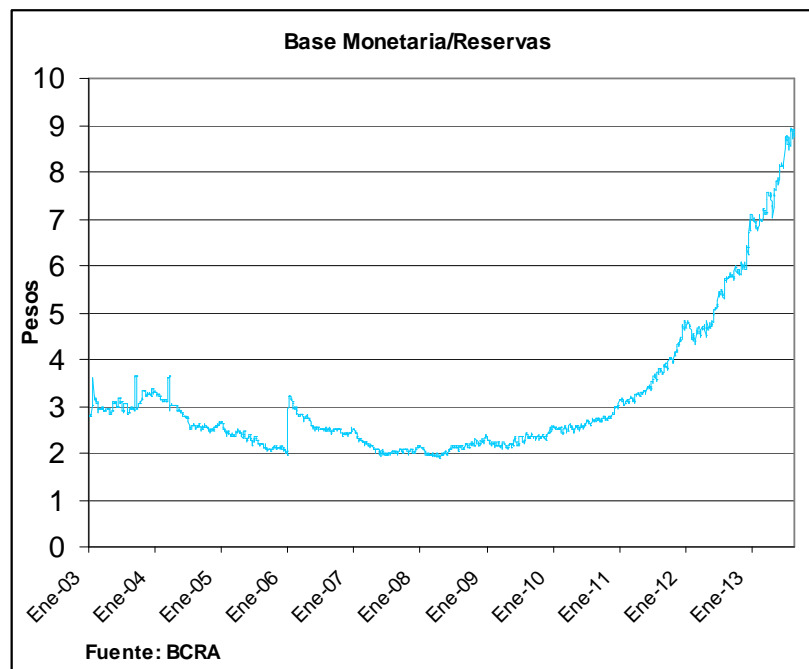


Si comparamos el nivel de reservas actual con los vencimientos de deuda de corto plazo obtenemos un valor que es bajo. Este quizá sea el único ítem en el cual Argentina tiene un poco más de holgura en el nivel de reservas. Igualmente no es un indicador que marca una sobrada capacidad de pago, ya que en 2 años se compromete el 30% de las reservas para afrontar los pagos.

3) Comparación entre Base Monetaria y Reservas

De la época de la convertibilidad ha quedado una cuenta que pretende determinar un valor teórico del tipo de cambio. Para ello, la simplificación consiste en determinar que la cotización del dólar está dada por la cantidad de dólares que respaldan a los pesos en circulación. Es decir, dividiendo la Base Monetaria por la cantidad de Reservas. El resultado de este cálculo (gráfico 3) muestra la evolución de dicho ratio.

Gráfico 3. Evolución de la Base Monetaria/Reservas



Lo que se observa es que desde la implementación del cepo cambiario el **valor teórico del dólar** es muy similar al dólar blue, está cercano a los 9\$ por Dólar en las últimas semanas.



Cabe señalar, que el día 12 de septiembre de este año el Gobierno deberá desembolsar 2.000 Millones de Dólares para el pago del BONAR VII, las reservas disminuirán. Y el valor teórico del dólar subirá aproximadamente a 9,70\$ por Dólar y probablemente el blue acompañe esa cotización.

5) Veamos el Balance del BCRA - ¿Qué son las Letras Intransferibles?

En el activo del BCRA hay Letras intransferibles del Tesoro Nacional por 33.481 Millones de Dólares. Dichas Letras Intransferibles son deuda intra-sector público que el Tesoro Nacional le debe al Banco Central. La primer Letra Intransferible que figura en el balance del BCRA vence en el año 2016 es por 9.530 Millones de Dólares, es la que tomó como deuda el Gobierno de Néstor Kirchner para pagar la deuda con el FMI.

Las Letras Intransferibles son parte del activo del BCRA, pero al ser intransferibles no tienen valor de mercado. Si se tuviesen que valorar según el economista Roberto Cachanosky “su valor sería cero”, lo cual implicaría que el Patrimonio Neto del Banco Central es negativo.

En relación a las Reservas Internacionales la deuda intra-sector público (Letras Intransferibles) dentro del balance del BCRA equivale al 90% de las reservas, lo cual es un número muy elevado.

-Pasivos del BCRA

Por otro lado, en el pasivo del BCRA existen Lebacs y Nobacs que son Letras emitidas por el BCRA para poder absorber los pesos que están circulando.

Cuando el superávit comercial era más amplio el BCRA emitía pesos para comprar los dólares del saldo comercial y mantener el tipo de cambio (en ese momento había presión a la apreciación nominal). Y asimismo, los pesos sobrantes eran esterilizados por estos instrumentos. El stock de Letras del BCRA es también muy elevado ya que llegó en el mes de Agosto a los 22.507 Millones de Dólares, equivalente a 61% de las reservas internacionales. Mientras que en el año 2010 era solo equivalente al 42%.

La paradoja del BCRA: El Organismo público Pro-devaluación

En los últimos tiempos los asesores y funcionarios del gobierno se encargaron de remarcar que el Gobierno “No va a devaluar”. Sin embargo, al mismo tiempo esos dichos no son reafirmados desde los hechos. La tasa de devaluación desde mayo se encuentra en 30% promedio (anualizada) y llega al 36% en las últimas semanas.

¿Cómo se explica que el BCRA es el primer agente pro-devaluación?



El mecanismo es el siguiente, el BCRA para dar adelantos transitorios al Tesoro nacional tiene que tener utilidades. Pero, ¿Cómo logra tener utilidades el BCRA?:

Como los activos del BCRA (Reservas y Letras Intransferibles) se valúan en pesos, cualquier aumento del tipo de cambio, significan un “resultado por tenencia” para el BCRA que esta dado por el diferencial de tipo de cambio por el valor del activo -en moneda extranjera-.

Veamos un ejemplo:

Si las reservas valen 200.000 Millones de Pesos al inicio del año (con una cotización de 5 \$ por Dólar), es decir, 40.000 Millones de Dólares. Supongamos que el tipo de cambio sube a 6\$ a fin de año, por lo que quedara valuado en 240.000 Millones de Pesos los activos. Por ello, en el balance se reflejará un aumento en 40.000 de Pesos. La diferencia se considera utilidad y se puede “distribuir”, es decir, girar al Tesoro Nacional.

En resumen, la **paradoja devaluatoria** del BCRA consiste en que si el Gobierno gasta más de lo que recauda, y se genera un déficit fiscal. El Tesoro Nacional recurrirá al Banco Central para financiarse. Ahora, el BCRA solo podrá girarle fondos si tiene “utilidades” y para ello, requiere un diferencial en el tipo de cambio nominal. En resumen, es necesaria una devaluación para garantizar el giro.

El principal agente que pretende que el tipo de cambio suba es el mismo BCRA. Ya que sin una devaluación, no tendrá utilidades y no podrá asistir al Tesoro Nacional para financiar el déficit fiscal. Asimismo, como el nivel de reservas esta cayendo (en Dólares) en los últimos 2 años, para que el activo aumente (en pesos) se deberá realizar una devaluación aun mayor para poder “mostrar” utilidades en el balance del BCRA y posibilitar el giro de esas utilidades al Tesoro.

Es paradójico tener un BCRA que funcione como garante de una tasa de devaluación elevada cuando su fin debería ser defender el valor de la moneda nacional.

