

24 de Octubre de 2014

El Balance del BCRA

La evolución de los activos y pasivos de los Bancos Centrales suelen ser un buen reflejo de la política económica. En nuestro caso, debido a la absoluta volatilidad macroeconomía, el balance de la autoridad monetaria suele presentar cambios abruptos en plazos inusualmente cortos. Esto genera desconfianza en el valor de la moneda local y fomenta la dolarización.

Historia reciente

A grandes rasgos, la política monetaria y cambiaria atravesó por tres etapas luego de superar el colapso de la convertibilidad y la convulsión posterior a la devaluación. En una primera etapa, el BCRA aprovechó el exceso de divisas en el mercado para recomponer las reservas internacionales. La acumulación de reservas implica (necesariamente) un “ensanchamiento” del balance, ya que al comprar dólares (activos) el Banco Central emite pesos o títulos (ambos pasivos). Durante los primeros meses de intervención, los pesos emitidos para la compra de dólares sirvieron para volver a monetizar una economía que arrastraba un fuerte proceso recesivo, el BCRA esterilizó muy poco. Por lo tanto, la contrapartida del aumento de reservas fue un aumento en los pasivos monetarios. En aquel entonces Prat Gay comandaba la política monetaria.

A partir del 2004, con necesidades de intervención y esterilización en aumento debido al fuerte sobrante de dólares, el BCRA debió optar entre sostener el tipo de cambio o dejarlo apreciar para ir a un esquema de metas de inflación (como en Brasil, Chile, Perú, etc.). El camino elegido fue mantener el dólar en un nivel competitivo como una estrategia de política económica, a mi entender el camino correcto. Esta decisión requirió el cambio de las autoridades

monetarias, asumiendo Martin Redrado como presidente del BCRA.

Durante esta segunda etapa diversos mecanismos fueron utilizados por el BCRA para absorber pesos del mercado, desde la emisión de letras y notas, el crecimiento del mercado de pases, la cancelación anticipada de redescuentos e inclusive la ayuda del Tesoro Nacional. Este último punto es sumamente importante. El Tesoro, en base a su superávit financiero, ayudó al Banco Central en la tarea de esterilizar el excedente de emisión resultante de su intervención en el mercado de cambios. Parte del superávit se utilizó para la compra de dólares contra pesos para hacer frente a las amortizaciones de deuda externa.

Este periodo se extiende aproximadamente hasta el 2008 y conlleva una importante extensión en el balance del Central. Del lado del activo, las reservas crecieron fuertemente. Del lado del pasivo, se incrementaron los monetarios (pesos) por la emisión no esterilizada producto de las compras de divisas, mientras que los no monetarios (Letras y Notas) aumentaron por la porción esterilizada. La depreciación del tipo de cambio también contribuyó, ya que los pasivos están en pesos mientras la mayoría de activos en moneda extranjera. A marzo de 2008, las reservas representaban el 18% del PBI, el 40% del stock de deuda externa y cubrían aproximadamente un año de importaciones. Por otra parte, los pasivos monetarios representaban sólo el 68% de las reservas. Estos números daban respaldo a la estabilidad cambiaria.

Mala praxis

La última etapa se caracteriza por el paulatino pero continuo deterioro del balance del BCRA producto de las desacertadas políticas económicas. El brutal descalabro fiscal generó que todo el esquema de tipo de cambio competitivo se

derrumbe por completo. Desde entonces el BCRA cambió de presidente en 3 ocasiones. En términos de reservas, el mayor costo provino por la fuga de capitales, llevándose nada menos que U\$82.000 millones desde el 2007 a la fecha. En partir del 2010, el daño se hace cada vez más notorio en el balance. La dolarización del sector privado, el pago de deuda con reservas, el financiamiento en pesos al Tesoro (adelantos transitorios) y la menor depreciación del tipo de cambio (hasta el 2013) fueron una combinación letal para el BCRA.

ACTIVO	Oct-14	Sep-13	Mar-08	Dic-03	Nov-01
RESERVAS INTERNACIONALES	27.734	34.741	50.464	14.119	18.530
ORO, DIVISAS Y	2.404	2.638	1.634	4	3
- Oro (Neto de Previsiones)	4.969	1.517	2.575	1.231	1.698
- Divisas	20.341	30.553	46.234	12.919	13.114
- Colocaciones en divisas	48.581	46.750	11.124	2.655	1.675
TÍTULOS PÚBLICOS	1	181	127	745	471
- Títulos bajo Ley Extranjera	48.679	46.715	11.276	2.305	4.735
- Títulos bajo Ley Nacional	554	811	1.496	1.613	4.735
- Bono Consolidación 1990	46.366	42.907	9.595	0	0
- Letras Intransferibles del Tesoro	2.214	3.662	1.403	2.004	0
- Otros	0	0	0	15.767	14.373
COLOCACIONES AL FMI	26.450	26.544	6.739	2.511	0
ADELANTOS TRANSITORIOS	7.713	9.657	9.927	8.330	8.387
OTROS ACTIVOS	110.478	117.693	78.254	43.381	42.965

PASIVO	Oct-14	Sep-13	Mar-08	Dic-03	Nov-01
BASE MONETARIA	48.153	56.537	31.099	15.809	11.018
- Circulación Monetaria	36.568	44.104	22.743	10.331	10.151
- Cuentas Corrientes en Pesos	11.585	12.433	8.355	5.478	867
CTAS. CORR. EN U\$	1.958	5.046	1.814	88	4.062
DEPOSITOS DEL GOBIERNO	197	212	3.306	16.846	15.368
OBLIGACIONES CON ORG INT	28.786	23.332	21.332	3.259	0
LEBAC/NOBAC	2.906	5.425	2.556	0	0
OBLIGACIONES POR PASES	7.145	13.838	4.245	2.803	0
OTROS PASIVOS	96.923	105.398	67.611	40.089	39.374
TOTAL DEL PASIVO	13.555	12.296	10.643	3.293	3.591

millones de U\$S

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Como se puede ver en el cuadro anterior, las reservas en la actualidad representan solamente un 25% del activo, mientras que las letras intransferibles superan el 42%. Dicho en otras palabras, la mayor parte del activo son bonos del Gobierno que no pueden ser negociados. Por otro lado, los pasivos monetarios duplican las reservas internacionales. Más allá de la relevancia o no del famoso “dólar de conversión” (base monetaria/reservas), lo que está claro es que el menor respaldo de los agregados monetarios crea aún más incertidumbre. Por otro lado, las reservas apenas cubren 5 meses de importaciones y menos del 6% del PBI, en la cola de la región junto con Venezuela.

Como contrapartida de financiar al Tesoro, el stock de adelantos transitorios alcanza los \$222.350 millones. En lo que va del 2014, la financiación al fisco superó los \$87.000 millones, convirtiéndose en el único factor explicativo de la expansión monetaria. La monetización del déficit no solamente deterioró el balance y la credibilidad del Central, sino que además provocó que el sector público desplace al sector privado del mercado de crédito.

Reflexión final

Para terminar, una reflexión. En los últimos meses se escuchan muchas advertencias sobre el potencial déficit cuasifiscal del BCRA. Sus resultados positivos hasta el momento son una fuente de financiación para el Gobierno. Pero, dado el crecimiento del stock de LEBACs (más de \$240.000 millones) y el consiguiente pago de intereses, el actual superávit podría transformarse en déficit en el futuro. Con lo cual, el BCRA debería emitir para financiar su propio déficit, creando un círculo vicioso como en los 80.

Sin embargo, administrar la economía en función del balance del BCRA creó que es un error. Este no es el problema, es una de las tantas consecuencias indeseadas de la monetización del déficit fiscal. No hay que devaluar solamente por el hecho de mejorar el balance (licuar pasivos), ni dejar de subir la tasa de interés para que este no empeore. Si interrumpimos la monetización del déficit, dejamos de pagar deuda con reservas, bajamos la inflación y recuperamos credibilidad para frenar el proceso de dolarización, el balance del BCRA mejorará automáticamente. El déficit cuasifiscal siempre es consecuencia de las pésimas decisiones, ordenemos la economía y el BCRA no tendrá ningún problema con su balance.