Las reservas internacionales y las ganancias del BCRA

En «Indicadores de Coyuntura» (mayo 2010) de FIEL se ha publicado un interesante artículo de Ramiro Moya que analiza el impacto del uso de las reservas internacionales del BCRA sobre el balance de la entidad. También se analizan las transferencias de utilidades por la entidad monetaria al Tesoro.

Por los Decretos de Necesidad y Urgencia (DNU), 297 y 298, emitidos el 1 de marzo, se decidió la cancelación de la totalidad de vencimientos de capital e intereses del año actual con organismos financieros internacionales por un monto de u$s 2.187 millones y con acreedores privados por u$s 4.382 millones respectivamente.

En uno de los cuadros de la publicación se muestran en forma resumida los balances semanales a fin del año pasado, al 28 de febrero (antes del dictado de los mencionados DNU), al 7 de marzo y al 15 de abril del corriente año

Como dice Moya, puede «observarse que las reservas se han reducido sólo en forma moderada desde fin de año aún cuando los mencionados DNU han sido aplicados». La cifra de reservas internacionales que llegaba a 47.967 millones de dólares a fines del 2009 se mantuvo en 47.383 millones al 15 de abril, con una disminución no muy importante de 584 millones de dólares.

¿Pero que ha pasado en otras cuentas del balance?

Según Moya el impacto sobre esas otras cuentas fue el siguiente:

a) Las reservas mantuvieron un nivel casi similar.

b) «Sin embargo, puede observarse que los títulos públicos aumentan en las semanas de fines de febrero y la primera de marzo en u$s 6.942 millones, incremento explicado por la colocación de dos letras intransferibles del Tesoro Nacional por los u$s 6.569 millones de los mencionados decretos. Estos títulos están denominados en dólares, a un plazo de 10 años y pagan una tasa semestral equivalente al rendimiento devengado de las reservas internacionales con un límite equivalente a la tasa Libor anual menos un punto porcentual».

c) Como contrapartida de este aumento del activo, se incrementa en el pasivo la cuenta de Depósitos del Gobierno por un monto equivalente en la misma semana. Pasa de u$s 548 millones a 7.037 millones. Dado que se trata de una acreditación en una cuenta en dólares no hay expansión monetaria.

La Base Monetaria pasa de u$s 30.240 millones a 31.402 millones.

d) «Sin embargo, cuando el gobierno decide usar estos fondos para el pago de los servicios de deuda, los transfiere a una cuenta en el sistema bancario en moneda extranjera. Esto es lo que sucedió entre la semana del 23/03 al 31/03 cuando el Gobierno utiliza u$s 3.500 millones de sus depósitos en el BCRA y los transfiere a una entidad bancaria. En consecuencia, entre el 7/03 y el 15/04 los depósitos del Gobierno se reducen en el mencionado monto y aumentan los Depósitos en Cuenta Corriente en otras monedas debido al mayor encaje sobre los depósitos en dólares en los bancos». Los depósitos del Gobierno Nacional pasan de u$s 7.037 millones al 7 de marzo a 3.577 millones al 15 de abril. Al mismo tiempo, la Cuenta Corriente en otras monedas pasa de u$s 7.213 millones a 10.503 millones.

e) A medida que el Tesoro vaya utilizando los mencionados saldos de depósitos para pagar los servicios de deuda, ambos pasivos se irán reduciendo. Como contrapartida, las reservas internacionales también caerán siguiendo a la declinación de las cuentas del gobierno.

Nos permitimos hacer una aclaración dado que en el artículo no se hace. En realidad, al 28 de febrero las Reservas Internacionales eran u$s 47.865 millones menos la Cuenta Corriente en otras monedas por u$s 7.213 millones, es decir u$s 40.652 millones. El 15 de abril las Reservas Internacionales eran u$s 47.383 millones menos la Cuenta Corriente en otras monedas por u$s 10.503 millones, es decir u$s 36.880 millones.

También hay que hacer notar que hay una cuenta de pasivo constituida por los LEBAC y NOBAC que al 15 de abril llega a u$s 17.303 millones. Como las reservas en su mayor parte se compraron con emisión monetaria, la mencionada cifra hay que deducirla de las Reservas Internacionales, lo que nos determina que al 15 de abril, esas reservas asciendan en forma neta a u$s 19.577 millones.

Posteriormente, Moya critica el argumento utilizado por quienes defienden la práctica de la utilización de las reservas del BCRA para financiar el Tesoro. El argumento, en cortas palabras, es el siguiente: se financia deuda al Tesoro a una tasa de

alrededor del 15% cuando las reservas internacionales rinden muy poco. Pero como muy bien dice el autor del artículo, las reservas tienen un rendimiento muy bajo «porque se ajustan a ciertas políticas de inversión de bajo riesgo y retorno». Esto lleva a inversiones en bonos de deuda de gobiernos con alta calificación, con una duración de cartera media no superior a los 2 años y medio y que la inversión en moneda distinta al dólar no sea mayor al 30%. El uso de derivados está destinado a cubrir la cartera de movimientos en los precios del oro y de otras monedas. Es por eso que el rendimiento de las reservas fue de 3% en el 2008 y de 0,9% el año pasado.

Después se pregunta Moya ¿por qué no es lógicamente correcto comparar las ganancias del BCRA con lo que se paga de deuda? «Básicamente, porque los beneficios de tener reservas (o los costos de no tenerlas) no son tenidos en cuenta en el mencionado rendimiento. El hecho de que han sido adquiridas con el impuesto inflacionario ya puede considerarse un costo hundido».

Posteriormente se analiza el Estado de Resultado del BCRA de los años 2008 y 2009. El primero dio un resultado neto positivo de 4.586 millones de pesos y el segundo de 23.546 millones de pesos. Pero hay que tener en cuenta que la mayor parte de las utilidades se ha producido por las Diferencias Netas de Cotización de las Reservas Internacionales. En el 2008 produjeron una utilidad de 13.974 millones de pesos y el año pasado de 15.128 millones.

También fueron importantes las Diferencias Netas de Cotización por los Títulos Públicos Nacionales, pero aquí tuvimos resultados distintos en el 2008 y en el 2009. En el primer año se produjo una pérdida de 3.608 millones de pesos y en el segundo una ganancia de 13.840 millones de pesos.

De todas maneras cabe hacer un comentario crítico: la utilidad por el mayor valor en las diferencias de cotización de los títulos públicos puede encontrar una justificación pero no creemos justificado que la entidad monetaria encargada de velar por la estabilidad de nuestra moneda hable de utilidades cuando devalúa la mencionada moneda. Aquí hay costos hundidos que no se tienen en cuenta.