

# La acumulación de reservas y la inmunidad financiera (o durmiendo con el enemigo)

Por Leonardo Perichinsky

**Cerca del 90% de las reservas internacionales se encuentran colocadas en títulos públicos (fundamentalmente norteamericanos) y depósitos a plazo en los centros financieros internacionales. Resulta bastante inconsistente el argumento de que estas reservas son las que nos resguardan de las perturbaciones financieras en el exterior. Por ello, cabría interrogarse cuales son las razones por las cuales desde agosto del 2007, la crisis de *subprime* en EEUU no han tenido efectos en la economía argentina. En esta nota sostenemos que deben analizarse las principales decisiones de política económica del actual esquema macroeconómico a fin de explicar la relativa solidez de la economía**

Las reservas internacionales del Banco Central de la Argentina se encuentran cercanas a los 50 mil millones de dólares, y en lo que va del año 2008 vienen creciendo a un ritmo de 1500 millones de dólares mensuales.

Durante el año 2007 las reservas obtuvieron una “ganancia” de 2.767 millones de dólares, de los cuales u\$s1983 millones fueron el resultado de la tenencia de bonos y colocaciones a plazo, mientras que u\$s783 millones se explican por las revaluaciones del euro y el oro en relación con el dólar.<sup>1</sup> Según el último informe monetario del BCRA,<sup>2</sup> en enero de este año se mantuvo la misma tendencia en cuanto a las rentas (se obtuvieron 160 millones de dólares) pero se incrementaron sensiblemente las “ganancias”<sup>3</sup> por diferencias positivas de cotización de monedas y oro (380 millones de dólares).

El BCRA se anticipó a las fuertes caídas que registraron las principales bolsas del mundo difundiendo un informe que explicaba algo difícil de conciliar: por un lado, que los altos retornos de las reservas se debían a la fuerte presencia de bonos del tesoro norteamericano en la cartera del BCRA, por el otro, que tal cartera no tenía exposición al riesgo de crédito frente a la crisis de las hipotecas en los Estados Unidos.<sup>4</sup>

En esta nota se planteará la discusión conceptual sobre la vinculación entre las elevadas reservas internacionales y el escaso efecto que tiene sobre la economía argentina la crisis financiera internacional. Comenzamos por discutir en qué medida las reservas internacionales son realmente una fuente de liquidez frente a una eventual profundización de la crisis financiera internacional, para después discutir cuales son, a nuestro criterio, los determinantes de la solidez del esquema macro actual. Finalmente, se analiza en qué medida la composición actual de las reservas presenta la liquidez enunciada, aun ante un escenario de aterrizaje suave de la economía de Estados Unidos.

## Marco teórico

Resulta muy pobre el argumento de que las reservas internacionales, buena parte de las cuales son títulos públicos norteamericanos o depósitos a plazo, puedan funcionar como

1) El BCRA no informa sistemáticamente la composición de las reservas internacionales. Los datos que se muestran en esta nota corresponden a conferencias de prensa realizadas por el presidente del Banco Central, los informes anuales al Congreso de la Nación, los informes monetarios mensuales (que solo informan los resultados obtenidos por las colocaciones) y estimaciones propias del CIEPYC. De todas formas, cuando el BCRA informa sobre las reservas siempre lo hace de manera muy agregada: estructura por tipo de moneda o por instrumento, con lo que no hay posibilidad de realizar un seguimiento de las colocaciones financieras del BCRA en los centros financieros internacionales. Algunos datos concretos que surgen en la presente nota corresponden a declaraciones del Presidente de la entidad, que serán citadas en cada caso.

2) Informe monetario del BCRA del mes de enero de 2008, [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

3) Las comillas se deben a que son ganancias no realizadas.

resguardo de la economía argentina ante posibles perturbaciones externas.

En este sentido, y considerando que buena parte de las reservas son en realidad papeles colocados en los centros financieros internacionales, es necesario evaluar la supuesta fortaleza que implica poseer reservas de estas características en medio de una crisis financiera a escala mundial.

Nuestra visión es que la liquidez es una ilusión colectiva. Todo el mundo no puede encontrarse a la vez con la liquidez (dinero físico) de sus activos financieros. Como dice el economista francés Frederic Lordon, la liquidez es “un paraguas que sólo sirve cuando hay buen tiempo”. Entonces, ¿qué tan líquidas serán nuestras reservas internacionales que obtienen rendimientos en dólares superiores al 7% anual ¿Qué tan inmunes serán frente a los graves problemas financieros que atraviesa el país donde están colocadas?. La liquidez de un activo se define por el costo que debe incurrirse para convertirlo en dinero. En este sentido, la noción de reservas líquidas como reaseguro ante crisis financieras que plantean las autoridades del BCRA es, al menos, endeble.

En medio de una crisis financiera es cuando cobra mayor interés el concepto de liquidez. De hecho, las fuertes caídas en las bolsas del mundo se producen precisamente porque todo el mundo quiere estar líquido en esos momentos. A su vez, los grandes fondos inversores, que tienen de rehén a la gente, presionan a los bancos centrales para que inyecten liquidez, bajen las tasas, etc.

La liquidez de un activo cualquiera puede definirse por el costo que implica convertirlo en dinero. Cuando hay crisis financiera no se sabe qué activo es más líquido. Quizá el costo (pérdida) de desprenderse de un bono sea mayor que el de vender una propiedad. Las reservas del BCRA no son estrictamente líquidas; son, en su mayoría, activos financieros colocados en bancos.

La liquidez entonces es una ilusión colectiva, porque no hay manera de que todo el mundo pueda convertir en dinero sus activos financieros. Keynes diría que lo que es una ilusión es creer que un activo financiero es líquido.<sup>5</sup>

Si alguien desea sentirse líquido, y seguir la regla de poseer más activos líquidos que pasivos líquidos, necesariamente del otro lado debe haber alguien que deba tener más pasivos líquidos que activos líquidos. No hay posibilidad en una economía monetaria de que todo el mundo esté líquido, en el sentido de tener más activos que pasivos financieros líquidos, o de corto plazo. Porque no hay deudor sin acreedor.

La función de compensar el exceso de liquidez de empresas, familias y Estado, la cumplen las entidades financieras. Por eso en una economía monetaria, los bancos son las entidades más frágiles, porque poseen mucha más deuda de corto plazo (supuestamente) que activos de corto plazo. Eso es lo ilusorio de la liquidez.

Resulta evidente que buena parte de las reservas que posee el BCRA también forman parte de esta ilusión.

### El esquema macroeconómico como fuente de solidez

1. La política de flotación administrada del tipo de cambio garantiza que sea el Estado quien maneje el mercado cambiario en la argentina. Dicho de otra manera, si el BCRA no comprara las divisas excedentes, la moneda doméstica se habría apreciado (su valor nominal hubiese caído) o el sector privado sería quien maneje la evolución de su cotización. Si se hubiese optado por una mayor pasividad de la autoridad monetaria, estaríamos nuevamente en presencia de un esquema de atraso cambiario (si los

4) El informe difundido en enero de 2008, a penas 2 días antes de producirse fuertes caídas en las bolsas de todo el mundo, planteaba textualmente que el Central “se posicionó de manera más significativa en la curva de rendimiento de Estados Unidos, lo que determinó la suba de la participación de esta cartera sobre el total de reservas internacionales, como su duración. Ello fue así dado que el Central “no tenía exposición alguna en instrumentos o contrapartes que podían tener algún riesgo de crédito, tanto directo como indirecto, generado por los problemas en el mercado de deuda hipotecaria de ese país”.

5) Keynes rompió con la tradición clásica, entre otras cosas, al separar la decisión de ahorro de la decisión de en qué ahorrar. Los modelos clásicos suponían que todo ahorro generaba un interés, cuando en realidad ahorrar en dinero físico no produce ninguna renta. La liquidez entonces es tener dinero en efectivo. Teoría General de Keynes

exportadores privados hubieran vendido sus dólares) o con un tipo de cambio alto, pero con fuerte presencia del sector privado en el mercado cambiario (si los privados se quedaban con las divisas del comercio exterior), o una combinación de ambas. Hoy el Estado maneja la cotización de la divisa, acorde a un objetivo de tipo de cambio que promueve la producción y las exportaciones, y evita que el mercado cambiario esté manejado por el sector privado, con la volatilidad y generación de rentas que implicaría.

En este sentido, la acumulación de reservas es un subproducto de una política macroeconómica adecuada. Sin embargo, ponderar este esquema no implica necesariamente considerar que la acumulación de reservas genere un reaseguro frente a las perturbaciones financieras del exterior.

### Es el modelo

Las reservas internacionales del BCRA no tienen un rol predominante como causa explicativa del escaso efecto sobre el sistema financiero argentino de los graves sucesos financieros ocurridos en los países centrales. El esquema macroeconómico actual parece explicar la inmunidad, más que un determinado nivel de reservas. De hecho, la Argentina ha sido severamente afectada por crisis financieras o cambiarias en el exterior, en épocas donde los niveles de reservas eran elevados. El anterior record de reservas fue en enero de 2001, cuando a partir de un conjunto de operatorias de créditos con el exterior, que se denominaron blindaje, las reservas se ubicaban en torno a los 38 mil millones de dólares. Antes del denominado efecto Tequila, también las reservas venían creciendo de manera sostenida.

Lo que importa, entonces, es la dinámica que está por detrás de la acumulación de reservas, explicada fundamentalmente por un modelo basado en una política cambiaria y monetaria que aumenta los grados de libertad frente a la crisis. La acumulación de reservas durante la década pasada se explicaba por ingreso de capitales, fundamentalmente asociado al endeudamiento con el exterior, tanto público como privado. En la convertibilidad, la cantidad de dinero y la actividad económica podía expandirse si crecía el ingreso de capitales. Durante la Convertibilidad, y fundamentalmente en su última etapa, el ingreso de capitales dependía ya exclusivamente de la capacidad de endeudamiento en el exterior, y éste de las condiciones financieras internacionales. En una dinámica recesiva las reservas no pueden frenar la caída.

La clave, entonces, es que la política cambiaria actual permite recuperar capacidad de señoreaje de la política monetaria. En un esquema de tipo de cambio fijo la autoridad monetaria pierde la posibilidad de emisión de moneda de manera autónoma, y esto es lo que define la capacidad de un Estado de actuar de manera contracíclica. Los fondos anticíclicos, las reservas, etc. son finitas, se agotan si no hay instrumentos que permitan frenar o revertir las dinámicas viciosas. Este hecho explica en parte también el fracaso del FMI (que es un fondo, y no emite moneda)<sup>6</sup> para asistir a los países con problemas financieros. Dada la magnitud y extensión de las crisis financieras actuales, el objetivo de la intervención actual de los principales bancos centrales del mundo es dotar de liquidez a su sistema financiero con su propia moneda. Las crisis suceden en el seno del sistema financiero, y sus magnitudes son tan desproporcionadas, que desborda cualquier fondo anticíclico o de reservas.

La economía argentina recuperó su capacidad de señoreaje y no depende del ingreso de capitales del exterior, ni del endeudamiento externo. Por su parte, cuanto mayor sea

El FMI tiene posibilidad de emitir derechos especiales de giro, pero son insignificantes en relación con la dimensión de los problemas que enfrenta

la proporción de deuda pública denominada en pesos, mayor será la capacidad del Estado de resolver de manera autónoma cualquier conflicto financiero.

En este contexto, dado el actual esquema macroeconómico y las condiciones internacionales favorables, la transmisión de una crisis internacional a la economía local está asociada a la dependencia de los precios de las materias primas. El tipo de cambio, los precios internacionales, y la estructura de las exportaciones son los determinantes clave del desempeño económico futuro. Adicionalmente, avanzar hacia una composición de la deuda pública denominada principalmente en moneda local también genera robustez.

### Las colocaciones financieras del BCRA

Cerca del 90% de las reservas internacionales que posee el BCRA son bonos externos (fundamentalmente norteamericanos) o depósitos a plazo en bancos de Estados Unidos. En términos de monedas, poco menos del 85% de las reservas se encuentran denominadas en dólares. Según el informe que difundió el BCRA en enero de 2008, el euro, la libra esterlina, el yen y el franco suizo, junto con el oro, representan aproximadamente el 15% de la cartera.

Durante el año 2007, el BCRA duplicó, en montos medidos en dólares, las “ganancias” generadas por las reservas internacionales. El resultado positivo que obtuvo el Banco Central por las inversiones financieras con las reservas internacionales ascendió en el 2007 a 2.767 millones de dólares, un 7% del total de las reservas. Durante el año 2006 el resultado en dólares obtenido por las reservas había sido de 1.400 millones de dólares, un 5% del total.

En relación con estas “ganancias” por colocaciones financieras, resulta necesario realizar varias observaciones. En primer lugar, a estos resultados, el BCRA lo llama rentabilidad, cuando en realidad una parte es renta y la otra es una revalorización por diferencias de cotización no realizada. En el análisis que sigue a continuación quizá quede claro que esta confusión por parte de especialistas en finanzas del BCRA no es casual.

El Banco Central mide la evolución de sus reservas en términos de dólar, que se encuentra en proceso de fuerte devaluación contra las principales monedas. Con lo cual, el sólo hecho de medir la supuesta rentabilidad de la cartera en términos de dólar garantiza obtener un empate o una ganancia de capital, con sólo tener una mínima porción en otras monedas. Durante el 2007 el euro se revalorizó frente al dólar un 15%, en tanto que el oro creció un 30% su valor en dólares. Como el BCRA posee tenencias en euros por poco más de un 10% de su cartera y oro por menos del 5%, resulta evidente que esto generó una leve revalorización de la cartera medida en dólares de un 3% en el año: 1,5% anual de “ganancia” de capital por las tenencias en oro y otro tanto por la posición en euros.

Si toda la cartera estuviese compuesta por euros y oro, la valorización medida en términos de dólar hubiese sido superior al 20%, contra el 3% que ganó la composición actual. Dicho de otra manera, medida en términos de euro, las reservas del Central tuvieron una pérdida del 8%; y medida en términos de oro, una pérdida o descapitalización de aproximadamente un 23%.

Entonces, el BCRA nos cuenta lo brillante que son sus colocaciones: 7% anual en dólares. 3% por euro y oro, cuando en realidad se valorizaron en el año 15% y 30% respectivamente; y 4% de renta, que es el promedio de rendimiento durante el 2007 de

los distintos bonos del tesoro norteamericano. De mínima, no parece una gran hazaña la del team de Redrado, ese supuesto 7%, sobre todo teniendo en cuenta que era bastante evidente la tendencia a la depreciación del dólar, desde hace por lo menos dos años.<sup>7</sup>

Otras formas de medir la evolución de las reservas tampoco reflejan resultados satisfactorios. Por un lado, la inflación doméstica es superior al 7% anual; o dicho de otra manera, la apreciación del peso supera los rendimientos de las reservas. Por otro lado, el BCRA paga tasas del 14% anual para esterilizar parte del incremento de la cantidad de dinero que produce la compra de divisas.

Por otra parte, no surge de la información que brinda el BCRA sobre las colocaciones de las reservas, un rubro de ganancia o pérdida por variación en la cotización de los títulos públicos que posee en cartera. Esto hace suponer que el BCRA contabiliza los títulos públicos a valor nominal, bajo el supuesto de que se los quedará hasta su vencimiento.<sup>8</sup> Esta forma de valuación podría resultar ficticia en un contexto de desvalorización de activos financieros producto de la crisis financiera actual, y por otra parte, resultaría contradictoria con la supuesta realización de ganancias por valorización de las monedas. En éste último caso, el supuesto para considerarlo como ganancia es que ya se vendió.<sup>9</sup>

7) Pero este no es un problema de inteligencia de quienes deciden las inversiones, es un problema eminentemente ideológico. La Gerencia de Administración de Reservas del BCRA sigue manejada por economistas formados entre el CEMA, los principales bancos extranjeros y las universidades monetaristas de los Estados Unidos.

8) Algo similar hacen las AFJP cuando contabilizan, y muestran a sus clientes, las rentas anuales que obtienen por sus inversiones. Compran títulos bajo la par (desvalorizados), los contabilizan a valor nominal, y además de eludir contablemente las pérdidas que pudieran tener por caídas en sus cotizaciones, inflan la rentabilidad de los activos financieros.

9) Hay un principio básico que aplican los contadores que se conoce como principio de prudencia. Plantea que las pérdidas se registran cuando se conocen, y las ganancias cuando se realizan. El BCRA no parece seguir esta norma básica de la contabilidad cuando registra las reservas.