



## Balance del Banco Central al 15 de Noviembre

Gracias, fundamentalmente, al sector agropecuario, el gran generador de divisas de nuestro país, este año vamos a tener un superávit de la balanza comercial cercano a los 13.000 millones de dólares, resultado de exportaciones por 70.000 millones e importaciones por 57.000 millones.

De los sectores de la economía de nuestro país, el sector de los granos, subproductos y aceites dejará un saldo superavitario de alrededor de 23.000 millones de dólares. A esta cifra habría que agregar el aporte de otros sectores del agro, combustibles y energía, etc. que dejarán un saldo positivo de otros 3.000 millones, es decir que en total tendríamos una saldo positivo de 26.000 millones de dólares.

Pero, ¿por qué el superávit de la balanza comercial arrojaría solamente un superávit de 13.000 millones? Esto ocurre porque otros sectores (como las industrias MOI) son deficitarios en alrededor de 13.000 millones de dólares (sola la industria del automóvil, con el sector de las autopiezas, arrojaría un déficit cercano a los 7.000 a 8.000 millones de dólares).

Esta última campaña ha sido un muy buen ciclo para el sector agrícola. Buena producción (alrededor de 96 millones de toneladas), buenas exportaciones (que estimamos en 74 millones de toneladas) y muy buenos precios. Pero hay que ser prudentes.

No estamos seguros de cómo se darán las condiciones en el futuro especialmente por el evento Niña que implica una probabilidad estimada de 75% de lluvias por debajo de lo normal en el período noviembre-marzo. De hecho, el evento Niña ya es una realidad según muestran las aguas del Pacífico en la línea del Ecuador desde Perú hasta Indonesia: aguas frías en las costas latinoamericanas, aguas cálidas en las costas de Indonesia. Pero el evento podría ser aminorado por la presencia de otras corrientes en el océano Atlántico.

Por otra parte, a pesar de que a partir del 12 de noviembre comenzó a ser una realidad la inyección de los 600.000 millones de dólares dispuestos por la FED de Estados Unidos, después de una desvalorización de esa moneda y por problemas en la Unión Europea (Irlanda, Portugal, España, etc.), el dólar comenzó un período de revalorización que algunos estiman que llegaría a una relación de u\$s 1,20 = 1 euro. De producirse esta evolución, las materias primas comenzarán una tendencia a la baja, más allá que esto puede aminorarse por los fundamentals particulares de cada grano. De cumplirse estos pronósticos, golpe del evento Niña sobre nuestros cultivos de maíz y soja, y alguna baja de los precios como resultado de la evolución del dólar, las exportaciones argentinas del año próximo podrían ser más débiles que las del corriente año (en esto diferimos de las estimaciones de Carta Económica del mes de noviembre que estima para el año próximo exportaciones por 82.000 millones de dólares).

El otro flanco sobre el cual hay que prestar atención es la evolución del Real de Brasil. Hoy por hoy, no se espera un cambio a este respecto, más si tenemos en cuenta que los descubrimientos de petróleo en el país hermano (reservas que valen 1,5 veces el PBI, es decir 2,3 billones de dólares = 4.800 millones de metros cúbicos) van a ser una fuente de atracción de capitales hacia ese país. Pero hay que ser prudentes.





Como se ha mostrado en anteriores Semanarios, la República Argentina desde la segunda postguerra, salvo contados períodos, tuvo una moneda afectada por la enfermedad de la inflación. Para que

Ésta no se proyecte a mayores tasas es fundamental contar con reservas de divisas que amortigüen esa tendencia inflacionaria. La única política antiinflacionaria efectiva en las últimas décadas, fue el plan de convertibilidad de 1991, con una moneda doméstica atada al dólar. Lamentablemente, el gobierno de esa época no acompañó esto con una política austera y de equilibrio fiscal.

Hoy, los agregados monetarios crecen a una tasa cercana al 34% y esto está motivado por la compra de divisas con emisión monetaria. Para evitar una inflación de alrededor del 25%, dicha compra se tendría que realizar con superávit fiscal y es por ello que después de mostrar la estructura del balance del Banco Central vamos a mostrar algunas estimaciones de las cuentas fiscales para el año próximo.

Veamos primero el balance del BCRA al 15 de noviembre:

a) Las reservas internacionales ascendían a 207.239 millones de pesos. De este total hay que deducir las cuentas corrientes en otras monedas (encaje de los depósitos en dólares en el sistema financiero) por 43.802 millones de pesos, dando un total de 163.437 millones. Teniendo en cuenta que el tipo de cambio, según la misma publicación, era de \$ 3,9662 = u\$s 1, tenemos reservas netas por 41.207 millones de dólares.

b) Los pasivos monetarios estaban compuestos de la base monetaria, por 145.236 millones de pesos, más (+) los títulos emitidos por el BCRA (lebac y nobac) por 85,301 millones de pesos, arrojando un total de 230.537 millones de pesos. Teniendo en cuenta el más arriba mencionado tipo de cambio de \$ 3,9662 = u\$s 1, tenemos pasivos monetarios por 58.125 millones de dólares

c) La diferencia entre las reservas netas por 41.207 millones de dólares y los pasivos monetarios por 58.125 millones, es de - 16.918 millones, con un incremento con respecto a la semana anterior.

Cuando se hace mención al monto de las reservas internacionales sin mencionar los pasivos monetarios que se generan por la compra de esas reservas, se está cometiendo un grave error. La partida doble exige mostrar el activo (reservas internacionales) y el pasivo que lo genera en forma conjunta.

Es cierto que dentro de los activos tenemos, además de las reservas internacionales, otros activos como ser los bonos o títulos del gobierno nacional y estos amortiguan la mencionada diferencia de casi 17.000 millones mencionada más arriba. De todos modos, la cantidad de títulos del gobierno nacional tiene que estar acotada y la única razón para que parte de esos bonos figuren en el activo es porque permiten regular la cantidad de circulante a través de una política de mercado abierto, es decir de compra o venta de esos títulos (las otras políticas, como la regulación de los encajes mínimos, o la alteración de la tasa de redescuento, son más violentas, por eso son menos recomendables).

La deuda del Tesoro nacional al Banco Central se compone de la siguiente manera:

Títulos públicos + Adelantos transitorios al gobierno nacional + Contrapartida del uso del tramo de reservas + Contrapartida de asignaciones de DEG - Depósitos del gobierno y otros - Contrapartida de aportes del gobierno nacional a organismos internacionales.





En pesos:

84.659 millones + 40.180 millones + 3.269 millones + 10.509 millones - 11.924 millones - 3.484 millones = 123.209 millones de pesos, o 31.065 millones de dólares.

Tengamos en cuenta, también, que los llamados títulos públicos en poder del Banco Central son indisponibles en su mayor parte. Por ejemplo son indisponibles los siguientes títulos del gobierno nacional:

- a) Letra intransferible vencimiento 2016 por 37.798 millones de pesos.
- b) Letra intransferible vencimiento 2020-Dec 297/10 por 8.674 millones de pesos.
- c) Letra intransferible vencimiento 2020-Dec 298/10 por 17.380 millones de pesos.
- d) Bono consolidado del Tesoro Nacional 1990 por 4.726 millones de pesos.

Los mencionados títulos y bonos suman 68.578 millones de pesos, el 81% del total de títulos en el activo del BCRA. Restarían títulos por 16.081 millones de pesos, que consideramos que son de libre disponibilidad.

Por otra parte, los adelantos transitorios al gobierno nacional suman 40.180 millones de pesos desde hace bastante tiempo, lo que indica que no hay posibilidad inmediata de ser devueltos por la Tesorería. Si sumamos esta cifra a la de los títulos intransferibles, tenemos 108.758 millones de pesos.

Otras cuentas del balance tienen una importancia menor y no son determinantes.

El activo total del balance al 15 de noviembre asciende a 362.934 millones de pesos. Si le deducimos los 108.758 millones de pesos de títulos y adelantos transitorios que el Banco Central no puede disponer, por lo menos en forma inmediata, tenemos 254.176 millones de pesos.

El pasivo asciende a 325.012 millones de pesos y supera al activo en 70.836 millones de pesos, o 17.860 millones de dólares.

Hay un famoso cuento del danés Andersen que habla de un rey a quien le hicieron un vestido que tenía la capacidad de ser invisible para cualquier estúpido. El rey salió con el vestido a un desfile y toda la gente del pueblo alabó enfáticamente el traje, temerosos de que sus vecinos se dieran cuenta de que no podían verlo. Hasta que un niño afirmó, ante el estupor de los presentes, que 'el rey estaba desnudo'. El mensaje del cuento es: Sólo porque todo el mundo crea que algo es verdad, no significa que lo sea. Algo así nos parece que ocurre con el balance del BCRA. Es cierto que la situación del mismo es mejor que la que existía a fines del 2001, pero eso no quiere decir que muestre una situación de fortaleza como pretenden algunos.

