



Economía

Rogelio Pontón y nuestras charlas sobre el balance del Banco Central

Ivo A. Sarjanovic, CEO de Alvean Sugar

Quiero comenzar agradeciendo a la Dirección de Informaciones y Estudios Económicos de la BCR por esta oportunidad de recordar a mi querido maestro Rogelio Pontón.

Y en este caso lo voy a homenajear como Contador. Rogelio es siempre señalado como un gran economista. Pero no nos olvidemos que su formación universitaria y sus primeros trabajos tuvieron mucho que ver con la Contabilidad y la Auditoría.

En estas páginas, Rogelio siempre analizaba en detalle el Balance del Central, como un preámbulo a otros artículos. Principalmente porque estaba convencido que una moneda sana es una institución básica que es condición necesaria para el florecimiento de una economía pujante y dinámica.

En este caso me voy a focalizar sólo en algunos aspectos del Balance del Banco Central, que Rogelio evaluaba semanalmente. El análisis de sus cuentas nos permite apreciar claramente el deterioro patrimonial que ha sufrido esa entidad en los últimos años y nos permite vislumbrar con claridad lo que sucederá con el valor de nuestra moneda (el pasivo por excelencia de todo Banco Central).

Mis reflexiones en este caso se van a limitar a tres aspectos que son muchas veces mal comprendidos o ignorados en debates políticos y económicos, y que hemos conversado largamente con Rogelio:

1 - Reservas brutas versus reservas netas. Leemos diariamente en los medios acerca del nivel de reservas del Banco Central. En estos días existe preocupación porque las reservas han caído por debajo de los 28 mil millones de dólares. Pero este dato es engañoso porque cuando se habla de reservas habitualmente se hace referencia solamente a las reservas que figuran en el activo del Balance pero se ignoran las obligaciones en dólares de corto plazo que figuran en el pasivo. Entre ellas, la de mayor importancia es la deuda que tiene el Central con el sistema financiero por ser el custodio de los encajes legales de los depósitos en dólares. Otros pasivos suelen ser préstamos de corto plazo recibido de otros Bancos Centrales.

O sea, que el nivel de reservas del activo o de reservas brutas es efectivamente de 28 mil millones de dólares, pero una buena parte de ellas de hecho no le pertenece al Banco Central, sino que el Central las está literalmente "cuidando" para garantizar los depósitos en dólares. Esos pasivos están en el orden de los 11 mil millones de dólares, por lo que se concluye que las reservas netas son solamente alrededor de 17 mil millones. Asumir que esas reservas brutas estarían disponibles para pagar deuda o para importaciones implica aceptar que el Banco Central podría llegar a desconocer los pasivos que tiene en la misma moneda. Otra forma de verlo sería imaginarnos qué pasaría si los depósitos en dólares en el sistema financiero fueran retirados por los depositantes. En ese caso las reservas brutas y netas convergerían y se haría evidente que parte de las reservas brutas no son de hecho reservas. Por eso todas las proyecciones de disponibilidad de

Pág 1





divisas que se hacen para los próximos ejercicios no deben comenzar con la cantidad de reservas brutas como punto de partida sino con el nivel de reservas netas, que es lo que realmente posee el Central.

2 - Desendeudamiento. Mucho hemos escuchado acerca del proceso de desendeudamiento que se ha producido en la última década en el sector público, principalmente como consecuencia de la reestructuración de la deuda y como consecuencia del crecimiento del PBI a una tasa más rápida que la de endeudamiento. Sin embargo, esas estadísticas reflejan una visión parcial reportando solamente la deuda del gobierno con acreedores del sector privado u organismos internacionales, ignorando el aumento de la deuda del Tesoro con otros organismos del Estado. La principal víctima de este endeudamiento intra-sector público es el Banco Central (aunque no el único ya que la ANSES también financia al Tesoro). Las reservas del Banco Central son la garantía de sus pasivos, es decir de la moneda que circula en el país. Cuando el Tesoro Nacional no tiene superávit fiscal (recaudación de impuestos mayor que el nivel de gastos e intereses de deuda, excedente que le permitiría comprar divisas con un efecto monetario neutro porque el Central entregará dólares a cambio de pesos) para amortizar deuda y/o intereses de su deuda en dólares, simplemente se apropia de las reservas del Central entregando a cambio una letra indisponible a 10 años de plazo reconociendo una tasa de interés muy debajo de la de mercado. El activo total del Central no cambia pero cambia drásticamente su composición ya que quedan menos divisas y se acumulan títulos del Tesoro que sencillamente nunca serán pagados. Sucede lo mismo cuando el Tesoro necesita pesos en lugar de dólares. La diferencia en ese caso es que los títulos en pesos que obtiene tienen como contrapartida una expansión de la cantidad de pesos. Demás está decir que estos títulos en pesos tampoco nunca serán cobrados al Tesoro. La conclusión entonces es que no nos estamos desendeudando sino que simplemente estamos cambiando de acreedor, convirtiendo al BCRA en el gran acreedor del Tesoro Nacional.

3 - Giro de utilidades. Para intentar cubrir su déficit, en los últimos años el Tesoro reporta como ingreso ciertos dividendos que provienen de ganancias cambiarias en el Balance del Central. Esas "ganancias cambiarias" son básicamente el reflejo de la devaluación del peso contra el precio del dólar oficial. O sea que el Central gira al Tesoro como supuestas utilidades el efecto de la inflación que el mismo Tesoro genera inundando el Activo del Central de títulos públicos en pesos que entrega a cambio de moneda recién emitida. A mayor emisión, mayor inflación; a mayor inflación, mayor devaluación y a mayor devaluación mayores ganancias de origen cambiario que son giradas al Tesoro, lo que genera mayor presión inflacionaria produciendo un círculo vicioso de consecuencias negativas para el valor del peso.

Para concluir digamos que hoy el Banco Central tiene un patrimonio neto negativo porque los títulos públicos de Tesorería que tiene acumulados en su activo tanto en pesos como en dólares, como consecuencia del "proceso de desendeudamiento", nunca serán pagados y por lo tanto deberían valuarse a 0 por carecer de un valor de mercado. Pero ¿qué sucede en una quiebra cuando una empresa no tiene patrimonio neto para afrontar sus pasivos porque se la declara insolvente? Lo más sencillo es renegociar los pasivos ofreciendo una quita a los tenedores de deuda. Pero ¿quiénes son los principales acreedores del Central? Son los tenedores de pesos. ¿Y cómo se licúa la deuda de los tenedores de pesos? Muy sencillo, devaluando la moneda para que el ratio entre reservas netas y pesos vuelva a un cociente que haga a la entidad sustentable. El Balance del Central no nos dice ni cuándo ni cómo se defaulteará a los tenedores de pesos recortando el valor de su moneda, pero sí nos dice que tarde o temprano eso sucederá por la propia dinámica de las actuales políticas fiscales y monetarias.

Este conocimiento básico se lo debemos a Fray Luca Pacioli y a sus escritos de 1494 sobre el sistema de la partida doble. Y le agradecemos a Rogelio Pontón por habérselo enseñado.

