



 Economía

Situación monetaria y balance del BCRA

Guillermo Rossi

El ciclo de la economía argentina encontró un piso y el nivel de actividad transita por una incipiente reactivación, aunque con poca percepción en el público y alta disparidad sectorial. Variables clave de la macro -v.g. tipo de cambio, tasas de interés, reservas internacionales- se han estabilizado en los últimos meses y lucen ahora "bajo control" de los hacedores de política económica. Tampoco parecen percibirse en la calle escenarios de pánico financiero o aceleración inflacionaria. Sin embargo, persiste la incertidumbre y el sentimiento de que ciertos indicadores están lejos de su equilibrio, es decir, de los niveles compatibles con la estabilidad económica.

Es cierto también que la tasa de crecimiento del segundo trimestre de este año es débil y debe en buena parte su concreción a estímulos sobre la demanda que no corrigen las restricciones de oferta agregada -más bien, las agravan- que en el fondo limitan las posibilidades de expansión sostenida a mediano plazo. Gran parte de esos "estímulos" están relacionados con la política monetaria y crediticia llevada adelante en los últimos meses, cuyo sesgo expansivo puede explicarse a partir de los números que arroja el balance del Banco Central.

Los pasivos monetarios del BCRA, conformados por los billetes y monedas, depósitos de los bancos y deudas de corto plazo de la entidad con el sistema financiero, han experimentado en los últimos doce meses una expansión superior al 40%. Buena parte de ese aumento se debe a la necesidad de cubrir los déficits del Tesoro, aunque es creciente la incidencia del efecto expansivo de la "des-esterilización" que implica el vencimiento de las emisiones de letras. A continuación se exploran en detalle algunos números.

La base monetaria, que incluye el circulante más los depósitos de entidades financieras en cuentas corrientes en pesos en el BCRA, llegaba a \$ 462.103 millones al 31 de mayo. Este agregado es de gran importancia porque incluye a las dos variables que definen la política monetaria: la emisión y los encajes. La relación entre ésta y la oferta monetaria, es decir, los medios de pago de los que dispone el público, puede encontrarse a través de lo que los economistas llaman "multiplicadores". A la base monetaria corresponde sumarle los títulos emitidos por el BCRA (fundamentalmente, LEBAC), cuyo monto a la misma fecha era de \$349.277 millones. Es decir, los pasivos monetarios suman un total de \$ 811.380 millones.

Llegado a este punto, cabe recordar que a principios del año pasado el Banco Central incrementó la tasa de interés que otorga a los bancos en títulos a plazo a cambio de sus sobrantes de efectivo. Esto permitió contener el debilitamiento del peso y fue una medida oportuna para restablecer la confianza, especialmente porque la tasa de interés se acercó a las expectativas de depreciación de la moneda local (una proxy de ésta es la tasa anual implícita en las posiciones de futuros de dólar). Sin embargo, ahora se presentan desafíos de cara al vencimiento de casi dos tercios de esos títulos en los próximos cuatro meses, es decir, exigencias por alrededor de \$ 50.000 millones mensuales en el futuro cercano.

Para trazar una posible trayectoria de los pasivos monetarios del BCRA en lo que resta del año es esencial hacer una inspección a sus activos. Estos son los que, en última instancia, dan una impresión de la confianza que puede tener el público en su solidez y capacidad de generar estabilidad.

Pág 1





Al 31 de mayo del corriente las colocaciones realizables en divisas en el activo ascendían a \$299.193 millones, cifra equivalente a u\$s 33.283 millones por su valuación al tipo de cambio del día. Sin embargo, como es sabido, los depósitos en dólares transitoriamente asignados en el sistema financiero local engrosan contablemente las reservas, pero no corresponde imputarlos como divisas genuinas de la entidad. Por lo tanto, deduciendo \$ 65.269 millones por cuentas corrientes en otras monedas se llega a "reservas netas" por alrededor de u\$s 26.023 millones. La cifra se reduce a menos de u\$s 10.000 millones si además se restan otros pasivos, consistentes fundamentalmente en préstamos a corto plazo en moneda dura obtenidos por el BCRA frente a otras entidades del exterior.

Contrastando las cifras analizadas en párrafos anteriores, se destaca que las reservas internacionales brutas solo cubren el 37% de los pasivos monetarios. El guarismo es claramente menor si se calcula a partir de las reservas "genuinas" de la entidad. Este indicador ha estado en permanente descenso en los últimos años, reflejando el grave deterioro patrimonial que viene sufriendo el ente encargado de defender el valor de la moneda que los argentinos utilizan para ahorrar y hacer transacciones.

