

SUPLEMENTO
128

RePro
REALIDAD PROFESIONAL

INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

**El flujo monetario
en Argentina**



Ciencias Económicas

CONSEJO | BUENOS AIRES



El flujo monetario en Argentina

En informes anteriores hemos abordado la interrelación de los balances básicos (monetario, fiscal y externo). Luego hemos tenido oportunidad de realizar el análisis en particular de los balances fiscal y externo. En esta oportunidad evaluaremos el segmento monetario.

Alrededor de la cuestión monetaria existe una alta sensibilidad en el campo de la teoría económica. Se debe al histórico enfrentamiento entre monetaristas y estructuralistas. Los primeros haciendo de la cuestión monetaria el "sumum" del análisis económico. Los segundos, ignorando los procesos monetarios. Y en economía todo lo que es ignorado termina convirtiéndose en un boomerang. El problema monetario, bajo la forma de emisión (década de los '80), o bien del crédito público (década de los '90), terminó aniquilando las experiencias intentadas en aquellas décadas.

Y no sólo esta puja. También la cuestión acerca de cómo realizar ese análisis monetario. En la búsqueda de metodología no podemos acudir a autores "estructuralistas" pues dejaron del lado este capítulo de la economía. Y el análisis monetario quedó exclusivamente en manos de "monetaristas" donde predominan sus criterios:

- Analizaron la moneda de manera aislada, es decir, sin su interrelación con el resto de flujos financieros (externos y fiscales) y de éstos con el flujo real;
- los efectos analizados sólo fueron los secuenciales y en una misma dirección. No se tuvo en cuenta la mutua retroalimentación entre las variables;
- consideran a los fenómenos macroeconómicos sólo como una mera sumatoria de decisiones microeconómicas, es decir, sin fenómenos autónomos;
- observaron la economía como una "caja negra" donde por un lado ingresa el "input": "emisión monetaria", y por el otro egresa el "output": "inflación", sin conocer el contenido de esa "caja";
- utilizaron modelos matemáticos tomados del cálculo infinitesimal donde todo sucede en un plazo instantáneo y por ende no pueden visualizar efectos diferenciales en los horizontes de corto, mediano y largo plazo.

La problemática monetaria es importante. Pero debemos asumir las limitaciones del análisis convencional. No podemos realizar análisis "monetaristas" de la moneda.

Es por eso que vamos a intentar un análisis estructuralista, institucional e histórico del fenómeno monetario. Su importancia radica en que no se agota en la cuestión monetaria sino que intenta ubicarla en sus interrelaciones con el flujo financiero y real.

Los instrumentos de análisis serán los balances monetarios: balance del banco central, del conjunto de bancos y del sector privado no financiero.

El sistema monetario y el balance del Banco Central

El sistema monetario vigente

Para comprender el funcionamiento del balance de un banco central, partimos de los caracteres básicos del sistema monetario vigente hoy en Argentina.

Los sistemas monetarios tratan de satisfacer las funciones básicas de la moneda: medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor. Alguien podría decir que son muy obvias. Sin embargo, en el largo periodo que va entre junio de 1975 y abril de 1991 con inflación de 3 y 4 dígitos y episodios hiperinflacionarios, la moneda argentina perdió de manera parcial esas funciones, e incluso de manera total cuando, bajo condiciones de hiperinflación, el mercado impuso la dolarización y el trueque.

Estas funciones básicas pueden instrumentarse a través del uso de moneda local

o bien de moneda extranjera. Son pocos los casos de utilización de moneda extranjera (Panamá, Liberia, Ecuador). La mayoría de los países utilizan moneda local que puede ser convertible o no convertible. Esta característica nada tiene que ver con la "convertibilidad" instrumentada en Argentina. Se refiere a exigencias del FMI respecto a la moneda local: debe tener referencia en divisas fuertes y operar sin restricciones en la Cuenta Corriente del Balance de Pagos.

Aunque son una minoría, existen monedas no convertibles. Es el caso del rublo ruso que no tuvo referencia en moneda fuerte ni en la ex-URSS ni en la Rusia actual.

Y por último los casos de moneda convertible que abarcan a 107 países de los 190 que constituyen el FMI. Este criterio es satisfecho por dos sistemas monetarios: moneda autónoma y caja de conversión.

Actualmente Argentina detenta un sistema de moneda autónoma. Estuvo vigente entre 1935 y marzo de 1991, y luego desde inicios del año 2002 hasta la actualidad.

El otro sistema, caja de conversión, es el que corresponde a la "convertibilidad" y que ya había funcionado en el país con aquel nombre, entre 1870 y 1930 salvo algunas interrupciones, y en el periodo 1991-2001.

El Balance Patrimonial de un Banco Central

Veamos como se refleja el sistema de moneda autónoma en el balance de un banco central. Ese nombre deriva de la existencia de canales "autónomos" y diversos para cumplir sus funciones de expansión y absorción monetaria.

Tengamos en cuenta que el atributo fundamental de la moneda autónoma es la existencia de un banco central como "prestamista de última instancia", es decir la capacidad de girar dinero sin que exista un depósito previo. En otros términos: la facultad de emitir moneda. Pero esa facultad de expansión monetaria de nada sirve si al mismo tiempo no posee una fuerte capacidad de absorción monetaria.

La moneda emitida puede canalizarse vía el sistema financiero a quien puede prestar dinero y vía el Gobierno Central a quien puede adelantar fondos. Y la decisión de prestar por esas vías es "autónoma". Por las mismas vías también se realizan las maniobras de absorción cuando esos créditos son devueltos.

También existe un tercer canal de emisión y absorción: las reservas de oro y divisas. El BCRA compra (emisión) y vende (absorción) las divisas en el mercado de cambios. Pero ya no es un canal autónomo. Depende de la decisión de los agentes económicos locales y externos.

Con esto tenemos la composición básica del Activo en el balance patrimonial del BCRA: Reservas, Créditos al Sistema Financiero y Adelantos al Gobierno.

Veamos el pasivo. Por las vías del activo emite y absorbe pesos. El circulante neto que resulta son los billetes en circulación, es decir "títulos de deuda" que emite el BCRA, con caracteres no convencionales: sin plazo de vencimiento y no pagan intereses.

Y esos títulos son moneda de "curso legal" o "forzoso". Sin embargo, requieren para llenar todas las funciones como moneda, del insumo confianza para que sean aceptados por los agentes económicos. Y esto no se consigue con leyes y decretos.

En resumen, los billetes emitidos para adquirir activos conforman el dinero circulante. Si le sumamos los depósitos del sistema financiero en el banco central (encajes) estamos en presencia del principal ítem del pasivo: la base monetaria. En términos económicos convencionales es la denominada oferta monetaria.

Resaltamos la característica diferencial de la base monetaria, es un pasivo no



remunerado. Habíamos dicho que los billetes son títulos que no pagan interés ni tampoco hacen los depósitos del sistema financiero por encajes técnicos.

Pero también existen pasivos remunerados. Supongamos que el Banco Central considera que la oferta monetaria excede la demanda normal de los agentes económicos para liquidez y transacciones. El excedente se canalizaría hacia la especulación, formando burbujas financieras y presionando los precios. Estaría creando tensiones inflacionarias. Y en esas condiciones debería realizarse una absorción monetaria.

Esta absorción la pueden estar realizando los propios agentes económicos a partir de una creciente monetización de la economía. En particular, cuando aumenta la demanda por liquidez (M1). En este caso el costo lo absorbe el propio agente pues aunque la inflación fuese mínima, le recortará una porción de las tenencias líquidas. Es el llamado impuesto inflacionario.

Pero si no existen condiciones para una mayor monetización, el Banco Central realiza su propia maniobra de absorción monetaria, esterilizando dinero. Son operaciones de mercado abierto, colocando títulos de corto plazo (actualmente: Lebac y Nobac) que reducen el circulante (base monetaria), es decir, el pasivo no remunerado. De manera concomitante incrementa el pasivo remunerado. La cuenta representativa en el pasivo del BCRA es "Títulos emitidos".

También forma parte del pasivo remunerado eventuales préstamos de organismos internacionales destinados a objetivos de política monetaria, por ejemplo destinados al incremento de las reservas.

El Balance de Resultados de un Banco Central

Pasamos del balance patrimonial al cuadro de resultados. El Banco Central obtiene ingresos derivados de:

- Colocaciones remuneradas de las reservas en bancos internacionales.
- Intereses cobrados por los préstamos al sistema financiero.
- Intereses cobrados por los adelantos al gobierno.
- Diferencias de cotización de las reservas en oro y divisas (en más y en menos).

Los egresos del cuadro de resultado son:

- Intereses pagados en caso de ordenar suba de encajes de bancos por encima de los niveles técnicos.
- Intereses por títulos remunerados para maniobras de esterilización monetaria.
- Intereses por préstamos internacionales.

Al resultado (neutro/superávit/déficit) se lo suele denominar "resultado cuasi fiscal", ya que la suma algebraica con el resultado fiscal nos puede dar una visión integral del resultado del flujo financiero. Veremos más adelante cómo, en la práctica, se están trasladando resultados fiscales negativos hacia el Banco Central.

La importancia de este resultado conjunto radica en que, en el caso de déficit, habrá que financiarlo con préstamos o emisión adicional. En caso de superávit generará capacidad adicional de financiamiento global de la economía.

El análisis monetario a través de sus balances

El balance actual del BCRA

En los últimos años, los cambios en la economía nacional e internacional se han reflejado en modificaciones de la estructura del balance. Tanto en los activos como en los pasivos.

De acuerdo al Cuadro N° 1, la cuenta "Títulos Públicos" del Activo crece el cuádruplo respecto de la cuentas Reservas. Por ello, la relación "Títulos Públicos / Reservas" pasa de 18,8% al 58,93%. Y es producto del uso de las reservas para el pago de la deuda pública. Los títulos públicos reemplazan a las reservas.

En el Pasivo sucede otro tanto con la cuenta "Títulos Emitidos por el BCRA" respecto a la "Base Monetaria" donde el crecimiento es más de cuatro veces mayor y la relación entre ambos pasa del 20,6% al 73,3%. Es el resultado de las operaciones de esterilización monetaria. Se reemplaza pasivo no remunerado por pasivo remunerado. No en vano la base monetaria en relación al PBI (MO / PBI) se ha mantenido estable en los últimos años, incluso con una leve tendencia al descenso, a pesar de la fuerte emisión por compra de reservas.

El análisis conjunto de estos cambios nos dice que el incremento de reservas,

CUADRO 1

Banco Central de la República Argentina Balance Patrimonial en miles de \$			
CUENTAS	Balance Patrimonial al 31/12/2003 I	Balance Patrimonial 31/05/2011 II	Variación en porcentos II / I
ACTIVO			
Reservas	41.432.605	212.857.507	413,74
Títulos Públicos	7.790.498	125.435.891	1.510,11
Adelantos al Gobierno	7.368.775	46.230.000	527,38
Crédito al Sistema Financiero	17.812.709	1.832.312	-89,71
Aportes a Organismos Internac. (*)	5.268.276	8.822.054	67,46
Créditos FMI al Gobierno (*)	46.266.933	-	-100,00
Resto del Activo	1.362.777	27.793.351	1.939,46
Total del Activo	127.302.573	422.971.115	232,26
PASIVO			
Base Monetaria	46.391.026	172.685.474	272,24
-Circulante	30.315.797	132.481.958	337,01
-Depósitos de bancos	16.075.229	40.203.516	150,10
Títulos emitidos BCRA + Operac. Pases	9.563.330	126.608.133	1.223,89
Obligaciones con Org. Internac. (*)	49.435.592	3.628.514	-92,66
Otros Pasivos	12.250.473	78.034.734	536,99
Total del Pasivo	117.640.421	380.956.855	223,83
Total del Patrimonio Neto	9.662.152	42.014.260	334,83
Total Pasivo + Patrimonio Neto	127.302.573	422.971.115	232,26
*): cuentas de orden			
Relaciones			
Títulos Públicos / Reservas	18,80	58,93	
Títulos BCRA / Base Monetaria	20,61	73,32	

Fuente: BCRA

en lugar de financiarse con base monetaria (pasivo no remunerado), se financia por pasivo remunerado.

Y a la vez, esas reservas que tienden a aumentar el pasivo remunerado son tomadas en préstamo para el pago de deuda pública y reemplazada por títulos del gobierno.

El efecto conjunto nos dice que los títulos del gobierno están siendo financiados por pasivo remunerado. En una operación normal, el gobierno hubiese comprado esas reservas con recursos genuinos que el BCRA utilizaría para disminuir el pasivo remunerado al que hubo de acudir cuando compró las divisas excedentes del mercado. La diferencia consiste en que el gobierno no está comprando divisas, sino tomándolas en préstamo.

Para tener idea de la magnitud del fenómeno realicemos un ejercicio mental. Supongamos que el gobierno, en lugar de tomar en préstamo las reservas, las hubiese adquirido con recursos derivados de superávit fiscal. En ese caso, los pesos ingresados al BCRA hubiesen representado una maniobra de absorción monetaria y la emisión de títulos para esterilización (pasivo remunerado) hubiese sido nula. En resumen, el desendeudamiento del Tesoro se financia con el endeudamiento del BCRA.

Los efectos de estos cambios son notables. Crece el pasivo remunerado y produce mayores egresos en el cuadro de resultados del BCRA. Y ese pasivo del BCRA está sostenido por un activo cada vez más liquado. Una parte muy importante (58,9 % al 31/05/2011) del activo "Reservas" se ha convertido en títulos intransferibles del tesoro, es decir, un activo de menor calidad. No es lo mismo tener en el activo títulos del gobierno estadounidense (billetes dólar) máxima liquidez, que títulos intransferibles a largo plazo firmados por el Tesoro de Argentina.

Mientras tanto, el BCRA debe seguir pagando los intereses por el pasivo remunerado que se formó para esterilizar moneda emitida para la compra de reservas que ya no dispone. El pasivo remunerado que antes financiaba sólo reservas, ahora también financia los préstamos al gobierno en divisas.

Las autoridades han defendido esta posición por el bajísimo costo de las reservas tomadas en préstamo ya que es igual a la tasa de los depósitos de las reservas que el BCRA coloca a nivel internacional.

No se advierte que el verdadero costo radica en las tasas de mercado que el BCRA está pagando por los títulos para esterilización monetaria. Cuando las reservas son tomadas para el pago de deuda, deben seguir financiando el nuevo activo de menor calidad. Está trasladando los costos del Tesoro al BCRA y esto reduce sus utilidades y/o incrementa eventuales pérdidas.

Los interrogantes del Balance del Banco Central

La relación de este flujo monetario con el flujo financiero global lo obtendremos si seguimos la pista del origen y destino de los flujos monetarios analizados a través del balance del BCRA. Para ello nos planteamos tres interrogantes: a) ¿Cómo se financia el pasivo remunerado?; b) ¿Cuál es el impacto de los intereses pagados por el pasivo remunerado?; c) ¿Qué factores determinan la acumulación de reservas?

¿Cómo se financia el pasivo remunerado?

Para explicarlo revisamos el balance monetario del sistema financiero (Cuadro N° 2). A partir del balance consolidado del sector financiero, hemos recreado su flujo de fondos.

Como información complementaria, a la misma fecha, el Balance del BCRA

arrojaba un total de Títulos Emitidos (incluido operaciones de pase) por \$ 138.081,2 millones. Por tanto, la tenencia de los bancos representaba el 68,7 % de ese total.

Del análisis del flujo del sistema financiero surge:

- Bajo nivel de préstamos privados en relación al total de recursos prestables.
- La principal fuente de financiamiento de los títulos que emite el BCRA para la esterilización monetaria radica en el sistema financiero.

Y ambas características están fuertemente relacionadas. La causa fundamental de un bajo nivel de la capacidad prestable derivada al sector privado resulta de su utilización en la compra de títulos del BCRA para esterilizar dinero. Y es la base de las altas utilidades del sector bancario.

Estas condiciones explican porque, cuando las actuales autoridades del BCRA, frente a la necesidad de apuntalar el financiamiento de la esterilización monetaria limitada por un mercado pequeño, propuso como instrumento alternativo aumentar los encajes bancarios. La iniciativa fue "vetada" por el Poder Ejecutivo que de hecho otorga a ese sector prioridad estratégica.

Las colocaciones en títulos del BCRA, junto a la compra de títulos del gobierno y préstamos al sector público conforman el 40,0 % de los depósitos totales del sistema financiero que podrían estar fondeando créditos adicionales al sector privado.

Esta situación sumada a otros factores estructurales (alto nivel de la tasa de interés, política bancaria, etc.) explica la casi ausencia de crédito al sector privado en Argentina. La estadística comparativa de países que anualmente realiza el Banco Mundial arroja para el año 2009 un porcentaje de "Crédito Privado / PBI" para Argentina del 13,5 %. Para el mismo año, países no tan alejados de nuestro nivel de desarrollo, tales como Brasil y Chile arrojan respectivamente el 54,0 % y el 97,5 % para la misma relación. La media de América Latina es del 40,8 %. Con este funcionamiento monetario, una política de expansión crediticia resulta casi imposible.

En resumen, el financiamiento del pasivo remunerado está creando perturbaciones en los resultados del BCRA, en el financiamiento presupuestario que utiliza esos resultados y en el crédito al sector privado.

¿Cuál es el impacto de los intereses pagados por el pasivo remunerado?

CUADRO 2

Origen y destino de la capacidad prestable del sistema financiero | en millones de pesos | Al 31-03-11

Origen de los Fondos	Parcial	Total	Destino de los Fondos	Parcial	Total
Depósitos		399.856	Liquidez		90.589
-Depósitos Privados	272.458		Al Sector Público		160.046
-Depósitos Públicos	124.116		- BCRA (incluye pases)	94.859	
Intermediación Merc. Cap.		70.335	- Otros títulos públicos	39.250	
Otras fuentes		19.499	- Préstamos al S. Público	25.937	
Patrimonio Neto		58.498	Al Sector Privado		212.217
			- Préstamos al S. Privado	213.101	
			- Préstamos al S. Financ.	5.386	
			Previsiones por préstamos	-6.269	
			Coloc. en Merc.Capitales		52.440
			Otros activos		32.896
TOTAL		548.188	TOTAL		548.188

Fuente: BCRA



El alto nivel de esterilización monetaria nos lleva al segundo interrogante: el impacto del cambio en la estructura del pasivo (de pasivo no remunerado a pasivo remunerado) sobre el Cuadro de Resultados. Su importancia deriva de estar financiando el presupuesto nacional en una porción importante, ya que el grueso de las utilidades se traslada a la Tesorería y financian el presupuesto de manera suplementaria.

Algunos analistas han calificado ese financiamiento como un “dibujo” de la ejecución presupuestaria para “ocultar” la tendencia hacia el déficit fiscal. Por nuestra parte entendemos que la calificación resulta incorrecta ya que esos recursos son reales. El verdadero problema radica en la limitación de la fuente. No son recursos genuinos como es el caso de los impuestos pues su flujo no es permanente. Y la tendencia creciente de las erogaciones por intereses para esterilizar moneda no garantiza la continuidad de la fuente. Más aún, el resultado operativo del BCRA se está reduciendo e incluso con el riesgo de transformarse en déficit operativo del BCRA (déficit cuasi fiscal).

Pero no sólo por un incremento en las erogaciones por un alto nivel de pasivo remunerado, sino también por la caída simultánea de los recursos debido a drástica reducción de la tasa de interés internacional y por ende de los intereses ganados por la colocación de las reservas en el sistema financiero internacional.

A partir de 2008 esos intereses se derrumbaron como parte de la política económica de los países desarrollados frente a la crisis financiera mundial. Y la combinación de ambas tendencias generó déficit en el resultado de la actividad principal del BCRA.

Sin embargo el Banco Central ha seguido generando utilidades contables. La cobertura del déficit de su actividad principal y un excedente adicional se produce a partir de las diferencias de cotización de las reservas.

Desde el punto de vista de un balance es irreprochable. Pero ningún profesional en un balance privado se atrevería a considerarlas “utilidades líquidas y realizadas” y pasaría a constituir una reserva. Sin embargo, de hecho así se lo está considerando al transferir una alta porción de esas utilidades, al Tesoro Nacional para reforzar el financiamiento del presupuesto de la Administración Nacional.

Analizamos la evolución de los últimos años a través de un cuadro ya utilizado en un informe anterior. Este cuadro no contiene la información del año 2010 pues a la fecha de cierre de este informe, el BCRA aún no ha publicado en su sitio Web el balance general correspondiente a ese año.

El balance general del BCRA se viene publicando en los primeros días del mes de mayo posterior al cierre. A diferencia de la información del estado patrimonial que se dispone semana a semana, el cuadro de resultados sólo se publica con frecuencia anual como parte del Balance General.

Vemos en el cuadro N° 3 el deterioro del resultado por intereses y el resultado total sostenido por la diferencia de cotización de las reservas. Sin embargo, las tendencias se profundizan. Por un lado, siguió creciendo el pasivo remunerado (y por ende los intereses pagados). Por el otro, la necesidad de un ancla antiinflacionaria y la disponibilidad de reservas hacen posible una variación del tipo de cambio inferior incluso a la inflación medida por el Indec.

El resultado del año 2010, tomado de fuentes periodísticas, muestra compatibilidad con las tendencias antes señaladas. La única información cuantitativa es el resultado global por \$ 8.900 millones de utilidad (Ámbito Financiero 02-05-2011) lo que representa una abrupta reducción respecto al año 2009 del orden del 62 %, afectando seriamente su capacidad para financiar el presupuesto nacional tal como lo viene haciendo.

Sin embargo, las condiciones mediáticas y políticas preelectorales hace necesario

CUADRO 3

Banco Central de la República Argentina		
Estado de Resultados <i>en millones de \$ y en porcentos</i>		
RUBROS	2005	2009
Intereses ganados	5.264,78	3.932,00
Sobre reservas	1.992,85	1.346,89
Sobre títulos públicos	965,05	2.489,08
Otros intereses ganados	2.306,88	96,03
Intereses perdidos	2.629,94	6.880,77
Por Títulos emitidos	2.018,73	5.536,98
Otros intereses perdidos	611,20	1.343,79
Resultado parcial por intereses	2.634,84	-2.948,77
Diferencias de Cotización	1.909,67	24.588,20
Rstdo. Parcial (Intereses + Dif. Cotiz)	4.544,51	21.639,43
Otros resultados netos	533,28	1.906,78
Resultado del Ejercicio	5.077,79	23.546,21
RELACIONES PORCENTUALES		
Intereses / Resultado Final	51,89	-12,52
Diferencia Cotización / Rstdo. Final	37,61	104,43
Variación tipo de cambio (1)	1,78	10,05
Memorandum (en millones de \$)		
Utilidades Dif. de Cotización	1.909,67	24.588,20

Fuente: BCRA

ubicar entre paréntesis estas cifras hasta disponer de la publicación en el sitio Web del BCRA.

Pero si este mecanismo perturba las condiciones económicas futuras, por qué funcionó tantos años sin provocar tensiones. Es que hasta el año 2006 lo hizo de una manera diferente. Y para observarlo debemos recurrir al balance monetario del sector privado no financiero.

Dado el esquema de estadísticas disponible resulta imposible su reconstrucción. Sin embargo existen indicadores que nos pueden dar una aproximación a las tendencias. Para ello realizamos un análisis de la demanda monetaria.

La demanda monetaria tiene tres segmentos posibles: motivo liquidez, transacciones y especulación. El más importante para este caso es el comportamiento de la demanda por liquidez. Representa la inmovilización (promedio) de dinero que realizan los agentes económicos: en el bolsillo de los particulares, en las cajas de las empresas y en las cuentas corrientes (depósitos a la vista).

Para ello el BCRA realiza estimaciones de los billetes y monedas que están fuera del sistema financiero y le suma los depósitos en cuenta corriente privados y públicos (incluye en divisas). Es el indicador conocido como “M sub 1”.

Como la información se consigna en valores nominales y corrientes debemos construir relaciones que permitan conocer su evolución en valores reales, es decir, deflactado por sobre la inflación y el crecimiento. En ese sentido la relación M1 / PBI nos dará una aproximación al objetivo.

La sola exposición de la serie cronológica (Cuadro N° 4) nos ofrece pistas acerca de su papel e importancia. Un notorio descenso en los periodos de crisis (1990 y 2001) y ascenso en periodos de cierta normalidad.

Es que en periodos de crisis con altos intereses, inflación y desconfianza, tienden a reducirse las tenencias líquidas (desvío desde depósitos en cuenta corriente no remunerados hacia depósitos a plazos remunerados), mientras que en los periodos de crecimiento



con baja inflación y manteniendo la confianza en la moneda por parte de los agentes económicos, la tendencia es hacia el aumento de las tenencias líquidas.

Esta liquidez son inmobilizaciones que realizan los agentes económicos a su propio costo: el impuesto inflacionario. Pero esos agentes aceptarán esa carga mientras resulte soportable.

Cuando la inflación traspone cierto nivel, el agente económico tiende a reducir sus tenencias líquidas. En esas condiciones, si el Banco Central debe incrementar la circulación monetaria (por necesidad de compra de divisas, por ejemplo) más allá de la demanda por liquidez y transacciones, se verá obligado a realizar maniobras de esterilización a su propio costo.

En el caso anterior con baja inflación y confianza, la mayor oferta de dinero es absorbida total o parcialmente por el motivo liquidez (aumento de M1/PBI). Es el sector privado el que a su costo reemplaza la maniobra de esterilización monetaria. En lugar de inmobilizar dinero el Banco Central lo hace el propio agente económico.

Si revisamos la estadística vemos cómo en periodos de crisis la demanda por liquidez se reduce y debe ser reemplazada por el BCRA. En los periodos de expansión y credibilidad tiende a producirse la inversa.

Pero nos interesa en particular los últimos años. A partir del año 2002 la demanda por liquidez comienza a crecer y lo hace hasta el año 2006. ¡Y cómo lo hace! Aumenta en términos reales, es decir por sobre la inflación y el crecimiento nada menos que un 84,8%. Casi duplica su nivel anterior.

Esto explica por qué el mecanismo monetario pudo funcionar en ese periodo de manera relativamente normal. Es que la demanda monetaria por liquidez (M1) era creciente y reemplazaba al BCRA en la función de esterilización monetaria y convertía a la emisión monetaria en un recurso adicional del Estado.

Esto se reflejó en una relativamente baja necesidad de esterilización por parte del BCRA y por ende menores erogaciones por intereses y mayores utilidades relativas.

Pero con un mayor nivel de inflación que aún medida por el IPC del INDEC, en últimos años duplica la registrada en el periodo 2003-2006, las tenencias líquidas tienden a reducirse. El BCRA debe reemplazar, y a su costo, la absorción que antes realizaban los agentes económicos privados, no sólo en la porción que se reduce sino respecto a la tendencia ascendente que llevaba para absorber una oferta creciente de circulante. El resultado, un desmadre de

los pasivos remunerados del BCRA con los efectos ya vistos.

¿Qué factores determinan la acumulación de reservas?

Así como existen relaciones del balance monetario con el balance fiscal, este interrogante nos permitirá analizar la relación con el balance externo.

En el esquema actual de funcionamiento de la economía, el BCRA debe comprar las reservas excedentes para evitar la caída de su cotización con las consecuencias derivadas de la emisión monetaria. En el periodo 2003-2010 el grueso de la emisión monetaria no ha sido provocado por los canales autónomos (adelantos al gobierno y préstamos al sistema financiero) sino que es producto de la compra de divisas excedentes. Ya hemos visto su contracara: la necesidad de esterilizar el circulante.

Sin embargo esto no es inevitable y depende de la coyuntura global. Si en condiciones de ingreso de divisas en gran escala hubiese tenido que comprar todas las divisas excedentes, hubiese conducido a un nivel de emisión y necesidad de esterilización que hubiese saturado la capacidad de financiamiento. Y perder la capacidad de financiar la esterilización monetaria en medio de un proceso de expansión por compra de reservas tendría graves efectos inflacionarios.

Debemos tener en cuenta que los episodios hiperinflacionarios de 1989/90 tuvieron su origen en la problemática de una emisión descontrolada orientada al déficit fiscal y cuasi fiscal, frente al bloqueo de su capacidad de esterilización monetaria.

Pero esto no sucede en la actualidad debido a que junto al ingreso de divisas en gran escala, existe en la economía argentina un proceso histórico denominado en la prensa económica como “fuga de capitales”. Un nombre incorrecto como veremos más adelante. Nosotros le llamaremos de manera provisoria “fuga de divisas”.

Existe un ingreso “excedente” de divisas por sobre las necesidades “normales” para cubrir las operaciones reales y financieras. Su destino tiene dos alternativas: o bien es adquirido por razones especulativas por el sector privado (“fuga de divisas”), o bien por el BCRA a través del saldo de la operatoria global en el mercado de cambios (acumulación de reservas).

La información surge del balance de divisas (BCRA) que denomina respectivamente:

- “Formación de activos externos del sector privado no financiero”.
- “Variación de Reservas Internacionales por transacciones”.

CUADRO 4

Liquidez			
PERIODO	M1 / PBI	Periodo	M1 / PBI
1990	2,36	2002	8,20
1991	3,19	2003	10,10
1992	4,50	2004	12,41
1993	5,73	2005	12,81
1994	6,33	2006	13,03
1995	5,96	2007	12,94
1996	6,63	2008	11,89
1997	7,35	2009	12,11
1998	7,70	2010	11,93
1999	7,85		
2000	7,64		
2001	7,05		

Fuente: BCRA y Ministerio de Economía. M1 = Billetes y monedas fuera del sistema financiero + Depósitos en Cta. Cte. (privados y públicos-incluye divisas-)



En la proporción que esas divisas “excedentes” se orientan hacia las reservas, incrementa los recursos monetarios y produce perturbaciones inmediatas en la economía global. Es el fenómeno conocido como “enfermedad holandesa” que ya ha sido analizado en oportunidades anteriores por sus efectos sobre los circuitos reales y financieros. Si se orientan a “fuga de divisas”, los efectos como veremos más abajo, son de mediano y largo plazo.

En el Cuadro Nº 5 vemos como evoluciona el monto bruto de divisas ingresadas, el total de divisas excedentes por sobre las operaciones “normales”, y que porción de ese excedente se convierte, por una parte en reservas y por la otra en “fuga de divisas”. Además puede advertirse en que tipo de coyuntura global se producen las grandes variaciones en su monto y orientación. En dicho cuadro observamos:

1. Existen dos periodos claramente diferenciados por el volumen de divisas brutas ingresadas. En 2003–2006 un promedio de US\$ 61.060 millones que en 2007–2010, se eleva a US\$ 126.464 millones, es decir se duplica por la “burbuja” de los commodities.
2. El total de divisas excedentes que en el periodo 2003–06 se mantiene en niveles estables, más que se duplica en el periodo siguiente pero con neta tendencia a caer desde el alto nivel del año 2007.
3. La distribución de las divisas excedentes se mantiene dentro de similares cánones entre 2003 y 2007 (2005 es un caso especial). La clara excepción está constituida por los años 2008–09 donde la “fuga de divisas” se lleva el grueso de esas divisas. La explicación radica en la coincidencia con una alta perturbación derivada del conflicto con el agro (2008) y el año de mayor impacto de la crisis financiera mundial sobre

Argentina (2009).

Las grandes oscilaciones de la acumulación de reservas nos dice, que no se trata de una política de “acumular” reservas. De hecho la prioridad para tomar las divisas excedentes son del sector privado. Una prohibición a tomar divisas generaría una estampida del tipo de cambio con graves consecuencias inflacionarias y de otro tipo. De hecho, las mayores exigencias para operar en el mercado cambiario ya ha generado un mercado marginal con valores superiores.

El BCRA, a través del saldo de la operatoria global, se limita a absorber las divisas remanentes. Si no lo hace, el tipo de cambio tendería a descender provocando serios problemas en el actual esquema productivo. Debemos tener en cuenta que el tipo de cambio ha sido clave en la fuerte recuperación de la economía argentina.

La cuenta que acusa la compra privada especulativa (“Formación de activos externos del sector privado no financiero”) representa lo que titulares periodísticos llaman “fuga de capitales”. Y le llamamos provisoriamente “fuga de divisas” porque aquella denominación genera una idea distorsionada del fenómeno. Veamos por qué.

Se trata de un cambio de cartera de fondos que ya se encuentran fuera de los circuitos legales, y que en Argentina son muy altos. Es una transformación de cartera en los circuitos extra-financieros y no necesariamente la salida física de divisas del país.

Sin embargo, los activos financieros en moneda extranjera que ya se encuentran en esa posición (fuera del circuito y dolarizados), detentan una alta posibilidad de su posterior salida en términos geográficos.

Es un fenómeno internacional vinculado a operaciones ilícitas (evasión fiscal,

CUADRO 5

Divisas Excedentes (1) | en millones de US\$ y en %

PERIODO	Total Ingreso Bruto de Divisas	Total Divisas Exced.	Div. Exced. a Activos Externos	Div. Exced. a Reservas BCRA
2003	49.647	7.390	3.808	3.581
2004	55.015	8.156	2.837	5.319
2005	65.708	7.641	-1.206	8.847
2006	73.870	6.353	2.939	3.414
2007	100.491	21.957	8.872	13.085
2008	135.829	23.110	23.098	12
2009	133.286	15.499	14.123	1.375
2010	136.250	15.567	11.410	4.158
2011-1er. trim.	27.506	2.516	3.676	-1.160
PERIODO	Div. Exced / Total ingreso Bruto Divisas	Activos Externos / Div. Exced.	Reservas Internac. / Div. Exced.	Total Divisas exced.
2003	14,88	51,53	48,47	100,00
2004	14,83	34,78	65,22	100,00
2005	11,63	-15,79	115,79	100,00
2006	8,60	46,26	53,74	100,00
2007	21,85	40,41	59,59	100,00
2008	17,01	99,95	0,05	100,00
2009	11,63	91,13	8,87	100,00
2010	11,43	73,29	26,71	100,00
2011-1er trim.	9,15	146,09	-46,09	100,00

Fuente: BCRA. 1) Divisas excedentes por sobre las operaciones reales y financieras normales

corrupción, tráfico ilegal, etc.) y adopta similares tendencias que los flujos de capitales legalizados.

En el caso argentino esta "fuga" ha sido endémica en todas las experiencias económicas, es decir una constante en la historia económica argentina. Y tiende a incrementarse en periodos de graves perturbaciones políticas y/o económicas.

Actualmente esa "fuga de divisas" se realiza a través de operaciones de compra de bonos y acciones cotizables y liquidables en el exterior, compra de divisas en el mercado marginal, triangulaciones de comercio exterior, etc.

Lo que distingue a los distintos periodos de "fuga de divisas" es su financiamiento. En algunos periodos de la historia económica argentina este proceso ha provocado un colapso inmediato debido al origen de los fondos. Por ejemplo en el periodo 1979-81 estuvo financiada por el ingreso de capitales especulativos que terminó con un corte abrupto y reversión del flujo de capitales que determinó la crisis de los '80. En los '90, vía el "contagio financiero" (crisis "tequila" y otros) financiado con reservas. Y ya en la crisis de la convertibilidad (1998-2001), estuvo financiada por las reservas del Banco Central y el crédito externo. Frente al corte abrupto del mercado financiero generó, bajo el mecanismo de la convertibilidad, una aguda contracción monetaria en el 2001-02 que llevó a la crisis del modelo.

En la actualidad es diferente. En los periodos de mayor agudización de la "fuga de divisas" (2008-2009) (y de acumulación mínima de reservas), y en un contexto de ausencia de crédito externo, ha sido el propio sector privado el que ha autofinanciado la "fuga de divisas" mediante la obtención de altos saldos comerciales positivos.

Es por eso que ahora no sólo que no genera un impacto negativo inmediato sino que incluso resulta funcional al modelo ya que libera al BCRA del esfuerzo de adquirir todas las divisas remanentes.

De no haberse producido ese fenómeno, el BCRA tendría que haber comprado la totalidad del excedente de divisas para mantener el nivel del tipo de cambio y la acumulación de reservas duplicaría su nivel actual. Esa compra se realizaría con emisión monetaria redundante y la necesidad de su esterilización habría saturado la capacidad de financiamiento del sector privado. Actualmente ya absorbe una cantidad importante de la capacidad prestable de los bancos.

Pero la "fuga de divisas" es sólo funcional en el corto plazo. Debe tenerse en cuenta que es un fenómeno donde los excedentes de la economía, tienden a salir del circuito económico legal y ello aumenta las posibilidades de su transferencia al exterior. Esto implica que la economía interna no logra retener las divisas adicionales que genera la burbuja de commodities.

Así se debilitan los recursos disponibles para incrementar la capacidad de inversión de la economía en el mediano y largo plazo e impide generar recursos presupuestarios que son de tipo progresivo.

Estos efectos también existieron en periodos anteriores, además de provocar colapsos inmediatos. Es una de las causas históricas más importantes que ayuda a explicar la debilidad congénita de la estructura económica argentina.

El gobierno ha estado tomando medidas para evitar la "fuga de divisas". En relación a la tributación, solicita ampliación de datos en DDJJ, información del motivo de la compra/venta de divisas, requerimientos masivos de información de operaciones anteriores, etc.; ha dictado nueva ley donde el "lavado de dinero" es un delito autónomo; realiza vigilancia sobre operaciones con bonos y acciones cotizables en el exterior; el BCRA ha prohibido las operaciones con paraísos fiscales; se controlan las exportaciones trianguladas; realiza cruce de información y controles coordinados de AFIP, UIF, BCRA y CNV.

Sin embargo, este conjunto de medidas no ha podido hacer mella en ese proceso. Más aún, algunos analistas evalúan que lo ha intensificado dado que transmite un mensaje que pre-anuncia futuras restricciones de mayor dureza. Y las dudas se intensifican si lo relaciona-

mos a que sus efectos en el corto plazo resultan funcionales al modelo económico.

La tendencia al aumento en el tipo de cambio del mercado marginal y una aceleración de la "fuga de divisas" en el 2011 basada en la información oficial del primer trimestre y estimaciones privadas del segundo trimestre, ratifican ese análisis.

Estos procesos son complementados por otras vías. La "fuga" también adopta vías legales. Una tendencia al aumento en el giro de utilidades y dividendos por parte de firmas extranjeras refuerza el proceso y esto es visible a través del balance de pagos. Es por ello que el BCRA ahora debe aprobar previamente ese tipo de operaciones, habiendo logrado su reducción relativa en el primer trimestre de 2011.

De manera complementaria se adoptan medidas referidas al ingreso de capitales especulativos que se agregan a la oferta interna del mercado de cambios. En una exposición de la Presidenta del BCRA en una reunión de Bancos Centrales en Basilea, Suiza, expresó:

"La capacidad de esterilización de los bancos centrales no es infinita, por lo que resulta fundamental el control de los fondos de corto plazo." (Ámbito Financiero, 09-03-2011)

En ese sentido, el gobierno, a pesar de las intensas gestiones de la Bolsa de Comercio para eliminar el depósito indisponible del 30 % por un año implementado en el 2005, lo ha mantenido.

A modo de conclusión

Los cambios en la economía mundial y en Argentina han modificado la estructura de funcionamiento del circuito monetario con efectos de retroalimentación entre todos los balances básicos (fiscal, externo y monetario) que representan el flujo financiero. El modelo económico resultante de la explosión del 2001-02 funcionó de manera razonable hasta el año 2006. A partir de allí los cambios mencionados exigen una adaptación del modelo a las nuevas condiciones. No se trata de modificarlo sino de acomodarlo a fin de salvar sus aspectos positivos.

En la medida que el tiempo transcurra sin hacerlo, se profundizarán las deformaciones que hemos revisado en los últimos trabajos y en lugar de una mera adaptación deberemos pasar a realizar un "ajuste".

Por otra parte, un adecuado funcionamiento del flujo financiero y real entre los años 2002 y 2006 no sólo generó crecimiento, sino también una "coraza protectora" adicional derivada de la existencia de superávit gemelos (fiscal y externo), reservas, diferencial en el tipo de cambio, baja inflación y deuda reestructurada. Esa "coraza" hizo posible que la crisis financiera internacional que golpeó la economía argentina en el año 2009 pudiese ser soportada y sus efectos menores a cualquier previsión anterior.

Las actuales deformaciones en los circuitos financieros que venimos señalando, de hecho, debilitan esa "coraza" y una nueva crisis internacional derivada de la situación actual de los países desarrollados tendría un mayor impacto sobre Argentina.

Las condiciones políticas no han sido las óptimas para debatir las adecuaciones que deben realizarse para salvar los aspectos positivos del esquema de funcionamiento de la economía argentina. Entendemos que una vez superadas las tensiones propias de todo proceso pre-eleccionario, y que en el caso de Argentina ha tenido especificidades muy agudas, se recrearán las condiciones para intentar debatir de manera objetiva un análisis de la situación y realizar un replanteo del funcionamiento de la economía argentina.

Consulte Informes de Coyuntura anteriores
en la sección Biblioteca Virtual

WWW.CPBA.COM.AR

