



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 35 - Edición N° 755 – 30 de Octubre de 2013

Las Reservas del BCRA en perspectiva histórica y comparada

Marcelo Capello y Néstor Grión

mcapello@ieral.org ngrion@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Resumen Ejecutivo

El año 2013 terminaría con un nivel de reservas cercanos a los u\$s 33.000 millones equivalente a 6,7% del PIB. Si bien no se trata de un nivel crítico en el corto plazo, resulta preocupante principalmente por dos razones. La primera es que la actual dinámica de pérdida en reservas no da aún señales de revertirse. La segunda es que estamos inmersos en uno de los procesos de mayor pérdida de reservas, en términos del PIB, en perspectiva histórica en nuestro país.

¿Resulta relativamente bajo e insostenible un nivel de reservas del 6,7% del PIB como el que se observa hacia el final de 2013? ¿Lo será el 3,6% del PIB que podría darse en 2015 si no se cambia la estrategia con respecto a los pagos de la deuda? Para contestar esta pregunta se compara la situación de Argentina en el mundo, y de nuestro país consigo mismo en los últimos 100 años.

En la relación Reservas – PIB, Argentina ocupaba el lugar 102º en el mundo en el año 2000. Luego avanzó hasta el puesto 80º en el año 2008. Posteriormente nuestro país descendió hasta la posición 136º en 2012. Si se mantiene la dinámica descendente en las reservas de los últimos meses, el ratio Reservas – PIB estimado por IERAL para 2015 ubicaría a nuestro país en el puesto 147º en el concierto mundial (manteniendo valores de 2012 para el resto de países).

Argentina contaba en 2012 con una relación de reservas del 8,4% del PIB en 2012, sólo por arriba de Venezuela y Ecuador, entre los países más importantes de Sudamérica. Bolivia con 43% y Perú con 32% encabezaban la lista.

En la comparación histórica de Argentina, un punto a destacar es la magnitud de la actual pérdida de reservas. Si lo medimos en términos del PIB, el último máximo relativo se alcanzó en el año 2009 (15,6% del PIB), implicando una caída en las reservas de 9 puntos porcentuales hacia fin de 2013.

Cuando se analiza la situación en los últimos 100 años, a través de la evolución del ratio Reservas-PIB desde el año 1913, y se realiza una proyección hasta el año 2015 (supuesto que las reservas siguen cayendo al ritmo de los pagos de la deuda en divisas), se concluye que se llegaría a dicho año con un nivel de reservas de alrededor de 19.600 millones de dólares, equivalentes a un 3,6% del PIB¹. Tal guarismo sería el más bajo desde 1981 y podrían encontrarse guarismos similares sólo en un 23% del

¹ Si se contempla un rollover con los organismos internacionales (u\$s 4.500 millones) el ratio sería de 4,4% del PIB en 2015. Para el cálculo se supone que los compromisos de los gobiernos provinciales y del sector privado son atendidos sin afectar las reservas del BCRA. De hecho, el gobierno nacional busca promover colocaciones de estos actores en el exterior.

tiempo en el período de cien años que va entre 1913 y 2013 (la mayoría de ellos se concentran entre fines de los años cuarenta y comienzos de los ochenta).

Observando los periodos de caída del ratio Reservas-PIB en los últimos 100 años, el proceso actual (2009-2013) se encontraría en el tercer lugar desde un punto de vista histórico, con la mencionada caída de 9 puntos porcentuales. El mayor descenso se habría dado en el periodo 1945-1949, cuando las reservas pasaron de representar un 26,9% del PIB (u\$s 1.615 millones) a un 6,9% (387 u\$s millones), una caída de 20 puntos porcentuales.

Si se produce el escenario antes planteado por IERAL, en el que las reservas del BCRA siguen cayendo hasta 2015, cuando pasarían a representar un 3,6% del PIB, el periodo 2009 – 2015 pasaría a ser el segundo en los últimos cien años en magnitud relativa en la caída en la relación Reservas – PIB, con un deterioro de 12 puntos porcentuales.

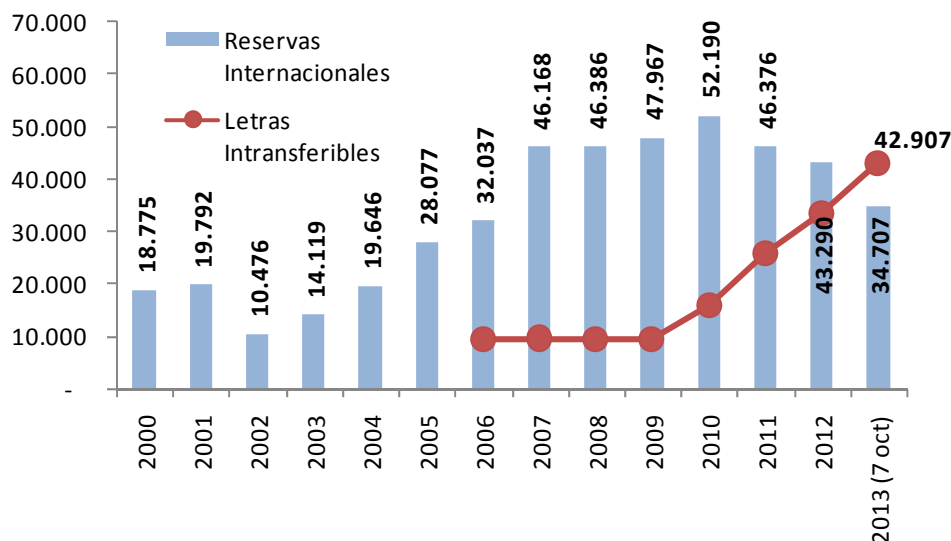
Las reservas del BCRA en perspectiva histórica y comparada

El nivel de reservas internacionales es una variable relevante para la economía de cualquier país, especialmente si cuando se cuenta con una secuela de eventos macroeconómicos desafortunados en el pasado (alta inflación, incumplimientos de la deuda pública, ruptura de contratos, etc.), como puede ser el caso de Argentina. Países con un historial económico caracterizado por la alta volatilidad macro y la ruptura de contratos, deberán contar con mayor respaldo en activos de calidad que otros países cuyas trayectorias han resultado más estables y respetuosas de los contratos.

El nivel de reservas internacionales es una variable seguida con interés por acreedores externos, porque tiene que ver con la capacidad de pago del país, aunque también por los sectores productivos internos, dado que si devienen muy escasas pueden conducir a restricciones al comercio, afectando por esa vía el nivel de actividad. Adicionalmente, la evolución y el nivel de las reservas internacionales resulta determinante también para la evolución de la política cambiaria a futuro.

Por los motivos enunciados, en Argentina se debe seguir con cuidado la evolución de las reservas del BCRA. Resulta conocido que éstas han bajado adicionalmente hasta perforar el nivel de los 34 mil millones de dólares en el final de octubre, y que vienen cayendo desde el año 2010, cuando alcanzaron 52 mil millones de dólares. A la par que las reservas decrecen, sube la participación de Letras Intransferibles en el activo del BCRA, de modo que a octubre éstas sumaron 42.900 millones de dólares, y superan ahora por primera vez en las últimas dos décadas a las reservas internacionales.

Evolución de las Reservas Internacionales y del Stock de Letras

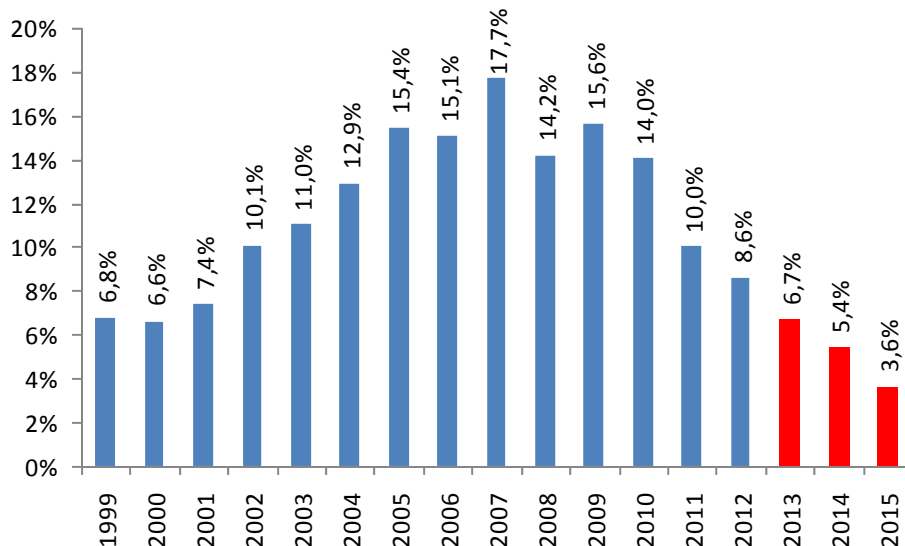


Fuente: Ieral de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Así las cosas, el año 2013 terminaría con un nivel de reservas cercanos a los u\$s 33.000 millones equivalente a 6,7% del PIB. Si bien no se trata de un nivel crítico en el corto plazo, preocupa principalmente por dos razones. La primera es que la actual dinámica de pérdida en reservas no da aún señales de revertirse. La segunda es que estamos inmersos en uno de los procesos de mayor pérdida de reservas, en términos del PIB, en perspectiva histórica de nuestro país. Agravado por el hecho que tal situación se presenta en los últimos dos años de una administración de gobierno cuya máxima autoridad no tiene probabilidad de ser reelegida. En tal contexto, para la administración saliente puede surgir la tentación de preocuparse pero no ocuparse del problema en términos efectivos, y dejar así en 2015 un BCRA con escasos niveles de reservas internacionales, lo cual implicaría una fuerte restricción inicial para la administración entrante de gobierno.

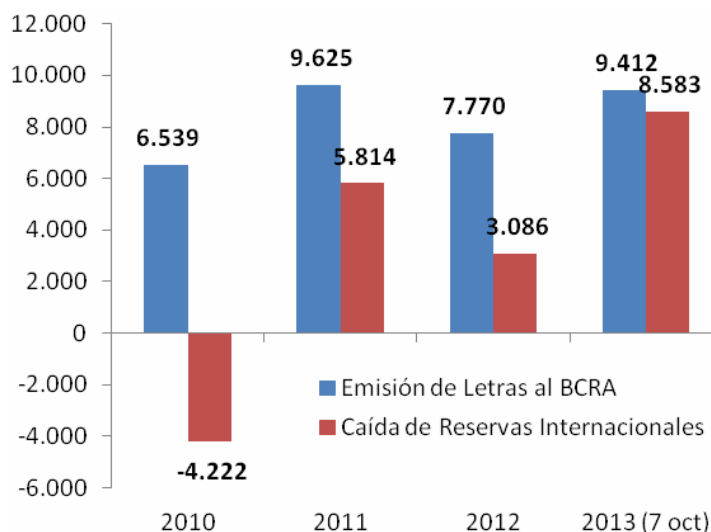
La actual administración central de gobierno ha decidido desde hace varios años pagar vencimientos de deuda externa con el uso de reservas del BCRA. En tal sentido, se debe considerar que el gobierno nacional tiene compromisos en dólares en los próximos dos años por u\$s 15.400 millones (incluye u\$s 4.500 con organismos internacionales, que eventualmente podrían ser reemplazados por nuevo endeudamiento, si progresan tratativas en CIADI y otros. En este marco, si el BCRA sigue perdiendo reservas a la par de los vencimientos de deuda que debe afrontar, llegaría a 2015 con un nivel de reservas equivalentes a 3,6% del PIB.

Evolución de las Reservas Internacionales del BCRA
En % del PIB



Fuente: BCRA y estimación IERAL entre 2013 y 2015

Uso de reservas para pagar deuda
en millones de u\$s



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

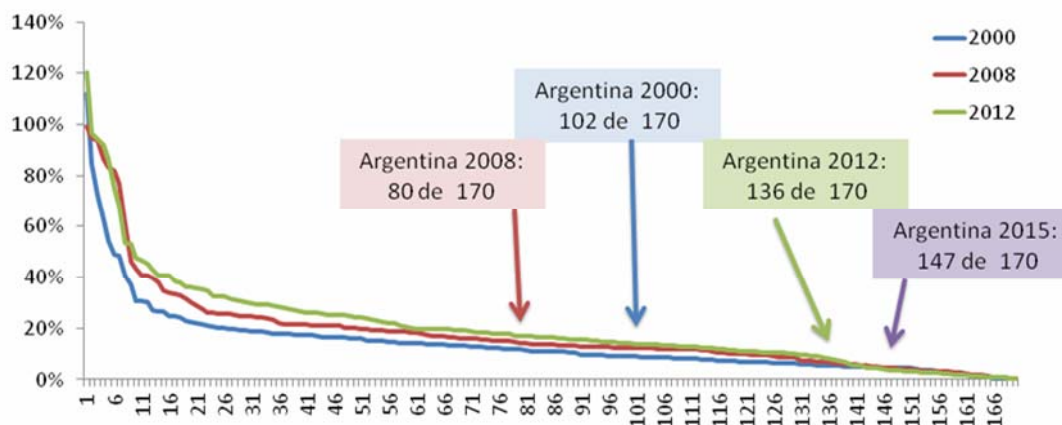
Ahora bien, resulta relativamente bajo e insostenible un nivel de reservas del 6,7% del PIB? Lo será el 3,6% del PIB que podría darse en 2015 si no se cambia la estrategia con respecto a los pagos de la deuda? Para contestar esta pregunta comparemos la situación de Argentina en el mundo, y de nuestro país consigo mismo en los últimos 100 años.

Nivel de reservas en el mundo

Es importante remarcar que los ratios de reservas entre países no resultan directamente comparables, ya que el nivel de reservas óptimo depende de la reputación del país (calidad de la política económica en el pasado) así como de factores de naturaleza más estructural (tamaño de la economía, grado de apertura y composición de su comercio, etc.). Por esta razón resulta más adecuado evaluar los cambios de posición a través del tiempo.

En base a datos del Banco Mundial para 170 países se construyen ordenamientos para los años 2000, 2008 y 2012. Un hecho a destacar es el desplazamiento ascendente de las curvas que reflejan los ratios reservas/PIB, significando que la mayoría de los países aumentaron sus tenencias de reservas en este lapso (el país mediano pasó de un ratio de 11% del PIB en el año 2000 a 16,4% en el año 2012).

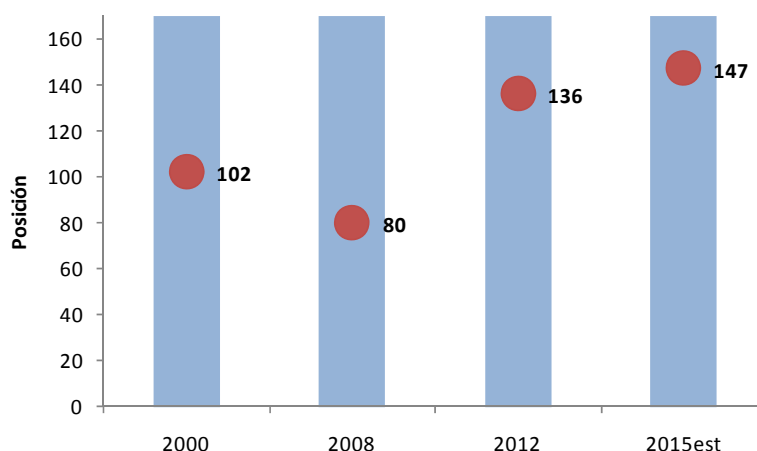
Relación entre Reservas y PIB en 170 países



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Banco Mundial.

Argentina ocupaba el lugar 102º en el mundo en el año 2000. La fuerte acumulación de reservas que tuvo lugar en la primera parte de la década del 2000 hizo avanzar al país hasta el puesto 80º en el año 2008. Luego vinieron los años de crisis internacional que afectaron a la mayoría de los países, pero en términos comparativos Argentina se situó en 2012 en una situación mucho peor, pues descendió hasta la posición 136º. Si se mantiene la dinámica descendente en las reservas ya planteada anteriormente en los próximos años, el ratio reservas/PIB estimado para 2015 ubicará a nuestro país en el puesto 147º (manteniendo valores de 2012 para el resto de países).

Relación entre Reservas y PIB. Posición de Argentina



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Banco Mundial.

Claramente existe una pérdida de calidad en el respaldo con activos en el BCRA, algo que también se verifica si se compara la situación con otros países latinoamericanos en el año 2012. Argentina contaba entonces con una relación de reservas del 8,4% del PIB, sólo por arriba de Venezuela y Ecuador, entre los países importantes del Sudamérica. Bolivia con 43% y Perú con 32% encabezan la lista.

Relación entre Reservas y PIB en 170 países

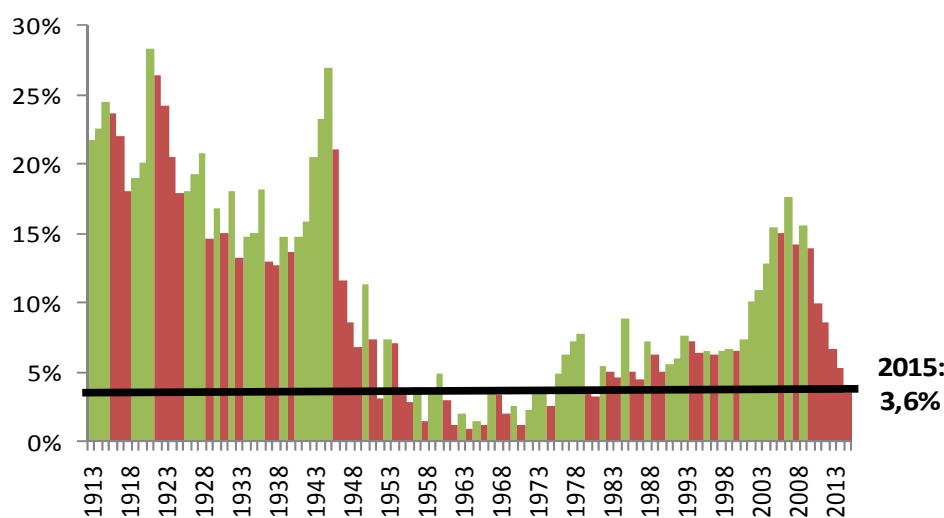
| Pos. | País | Reservas/PIB en 2012 |
|------------|------------------|----------------------|
| 13 | Bolivia | 43,1% |
| 27 | Perú | 31,6% |
| 37 | Uruguay | 27,7% |
| 76 | Paraguay | 17,9% |
| 84 | Brasil | 16,4% |
| 90 | Chile | 15,5% |
| 104 | México | 13,6% |
| 129 | Colombia | 9,9% |
| 136 | Argentina | 8,4% |
| 155 | Venezuela | 2,6% |
| 164 | Ecuador | 1,3% |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Banco Mundial

En la comparación de Argentina consigo misma en el tiempo, un punto a destacar es la magnitud de la pérdida de reservas. Si lo medimos en términos del PIB, el último máximo se alcanzó en el año 2009 (15,6% del PIB), implicando una caída en las reservas de 9 puntos porcentuales estimada para fin de 2013. En términos absolutos,

el máximo histórico fue de u\$s 52.427 millones y se alcanzó en febrero de 2011, implicando una caída desde entonces de cerca de un tercio del total. Cuando se analiza la situación en los últimos 100 años, a través de la evolución del ratio Reservas-PIB desde el año 1913, y se realiza una proyección hasta el año 2015 (supuesto que las reservas siguen cayendo al ritmo de los pagos de la deuda en divisas), se concluye que se llegaría a dicho año con un nivel de reservas de alrededor de 19.600 millones de dólares, equivalentes a un 3,6% del PIB². Tal guarismo sería el más bajo desde 1981 y podrían encontrarse guarismos similares sólo en un 23% del tiempo en el período de cien años que va entre 1913 y 2013 (la mayoría de ellos se concentran entre fines de los años cuarenta y comienzos de los ochenta).

Reservas BCRA / PIB en último siglo



Fuente: IERAL en base a OJF y Asociados y estimaciones propias de PIB nominal desde 2007 y de Reservas BCRA desde 2013.

Observando los periodos de caída del ratio Reservas-PIB en los últimos 100 años, el proceso actual (2009-2013) se encontraría en el tercer lugar desde un punto de vista histórico, con la mencionada caída de 9 puntos porcentuales. El mayor descenso se dio en el periodo 1945-1949, cuando las reservas pasaron de representar un 26,9% del PIB (u\$s 1.615 millones) a un 6,9% (387 u\$s millones), una caída de 20 puntos porcentuales. Si se produce el escenario antes planteado por IERAL, en el que las reservas del BCRA siguen cayendo hasta 2015, cuando pasarían a representar un 3,6% del PIB, el periodo 2009 – 2015 pasaría a ser el segundo en los últimos cien años en caída en la relación Reservas – PIB, con un deterioro de 12 puntos porcentuales.

² Si se contempla un rollover con los organismos internacionales (u\$s 4.500 millones) el ratio sería de 4,4% del PIB en 2015. Para el cálculo se supone que los compromisos de los gobiernos provinciales y del sector privado son atendidos sin afectar las reservas del BCRA. De hecho, el gobierno nacional busca promover colocaciones de estos actores en el exterior.

Períodos de mayores caídas en Reservas / PIB

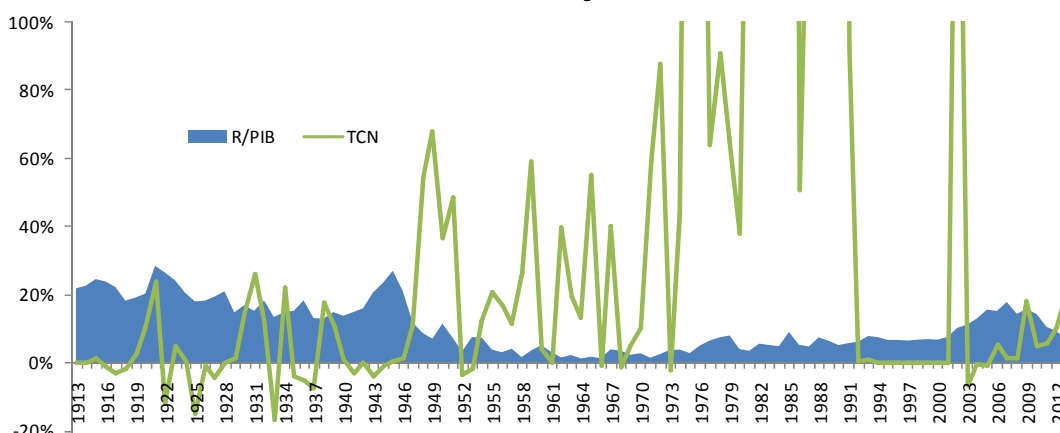
| Periodo | Inicio | Final | Caída |
|-----------|--------|-------|--------|
| 1945-1949 | 26,9% | 6,9% | -20,0% |
| 2009-2015 | 15,6% | 3,6% | 12,0% |
| 1921-1925 | 28,4% | 17,9% | -10,5% |
| 2009-2013 | 15,6% | 6,7% | -9,0% |
| 1950-1952 | 11,3% | 3,1% | -8,2% |
| 1915-1918 | 24,5% | 18,1% | -6,4% |
| 1928-1929 | 20,9% | 14,6% | -6,2% |
| 1936-1938 | 18,2% | 12,7% | -5,4% |

Fuente: IERAL en base a MECON y OJF y Asociados.

Relación entre nivel de reservas, dólar paralelo y devaluaciones en el pasado

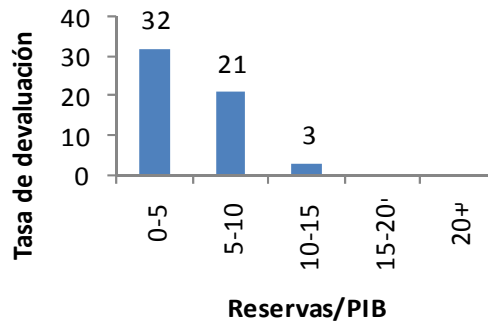
Tras períodos de fuerte caída en las reservas internacionales, aquí medido en términos del PIB, en varias ocasiones pudo observarse en el pasado una devaluación de la moneda local de mayor intensidad. Resulta evidente que los periodos de menor nivel de reservas resultan frágiles desde el punto de vista macro, y las tasas de devaluación han sido muy superiores. En promedio, en los últimos 100 años los niveles de reservas internacionales menores al 5% del PIB han estado asociados a una devaluación "mediana" del 32% (considerando valores medianos)

Casos de caída de Reservas y Devaluaciones



Fuente: IERAL en base a MECON y OJF y Asociados.

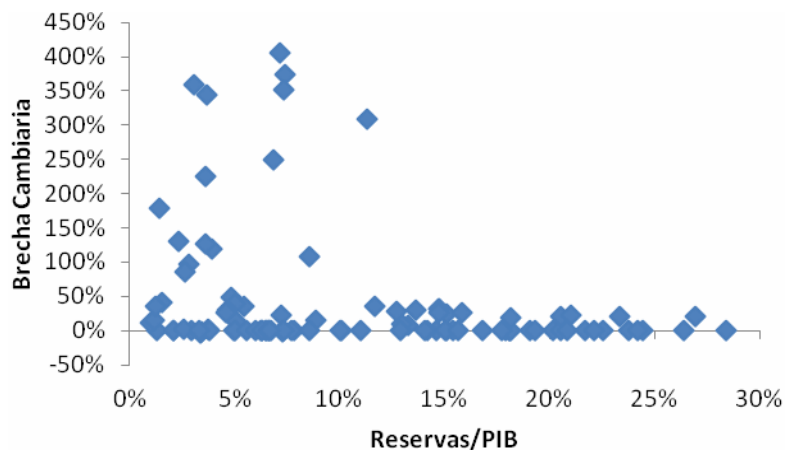
Relación entre nivel de Reservas y tasa de Devaluación



Fuente: IERAL en base a MECON y OJF y Asociados.

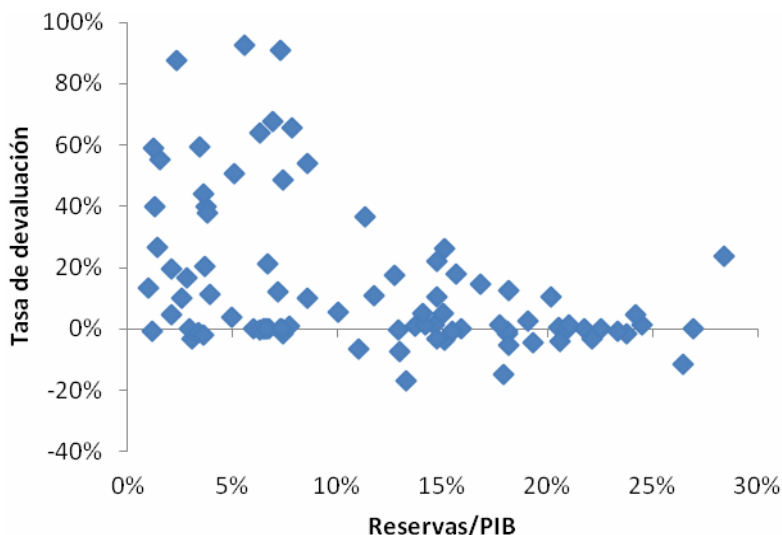
Niveles bajos de reservas, además, han estado en el pasado asociados a elevadas brechas cambiarias, entre tipos de cambio informales y oficiales. Niveles relativos bajos de reservas inducen expectativas de mayor devaluación a futuro, lo que genera subas en el mercado informal de cambios en el presente.

Nivel de reservas y brecha cambiaria



Fuente: IERAL en base a MECON y OJF y Asociados.

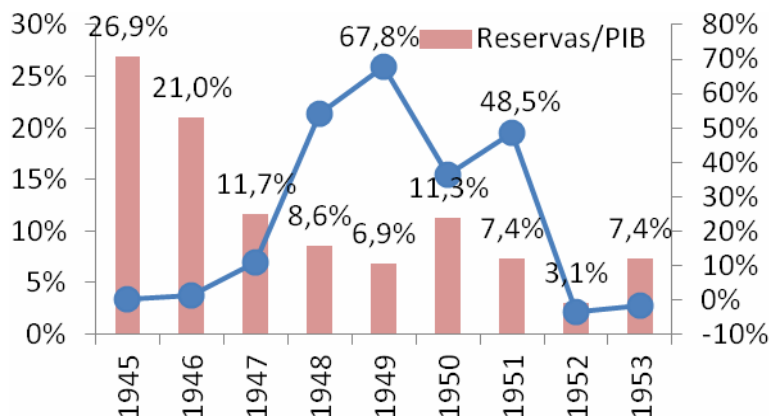
Nivel de reservas y tasa de devaluación



Fuente: IERAL en base a MECON y OJF y Asociados.

A continuación se exponen datos de dos periodos históricos (1945-1953 y 1973-1982) en donde se aprecia cómo la caída en los niveles de reservas (junto a las distorsiones macro que las acompañaron) dieron lugar luego a fuertes devaluaciones. Por ejemplo, tras heredar un nivel de reservas en BCRA del orden del 27% del PIB, el primer gobierno de Juan D. Perón dio lugar a una fuerte expansión económica, pero cuyas características macroeconómicas (preponderancia del mercado interno, sesgo anti exportador, presiones inflacionarias, distorsión de precios relativos, etc.) condujeron a una fuerte caída en el nivel de reservas, hasta un 6,9% en 1949. Ese año la tasa de devaluación nominal de la moneda local alcanzó el 68%.

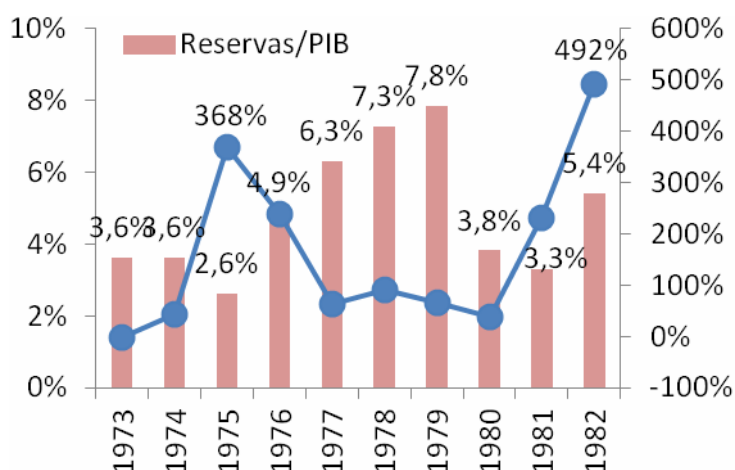
Casos de caída de Reservas y Devaluaciones – Periodo 1945-1953



Fuente: IERAL en base a MECON y OJF y Asociados.

Entre 1973 y 1982, en cambio, pueden visualizarse dos períodos de caída en el nivel de reservas / PIB y posterior devaluación nominal del tipo de cambio, como fue el año 1975 y luego el final de los años Setenta.

Casos de caída de Reservas y Devaluaciones – Periodo 1973-1982



Fuente: IERAL en base a MECON y OJF y Asociados.

Noticias de las últimas semanas con relación al tratamiento a dar a reclamos contra el país en el extranjero, y de negociación con organismos internacionales de crédito, parecen vislumbrar algún cambio de rumbo que buscaría flexibilizar la restricción externa y resulta, en principio, evidencia de una mayor conciencia del problema por parte de las autoridades del gobierno. Si será suficiente, resulta una cuestión todavía abierta. A largo plazo la solución a la restricción externa está dada por la construcción de un país competitivo, que logre una fuerte inserción exportadora en el mundo, de bienes y servicios con mayor valor agregado. Por ahora, en la parte final del mandato de la actual Administración no existen demasiadas perspectivas de que este sea el camino elegido.