

## Reservas internacionales, deuda y pobreza en la Argentina Una experiencia dramática

*Jorge Schvarzer  
Hernán Finkelstein  
Octubre de 2002*

La declaración argentina de *default* se efectuó cuando las reservas internacionales del BCRA estaban en el orden de 15.000 millones de dólares (una cifra que no incluye otras asignaciones contables de dudosa validez). Desde entonces, y pese a la suspensión formal de pagos de la deuda externa, las reservas fueron cayendo de manera continuada hasta un mínimo de 8.832 millones de dólares a comienzos del mes de agosto. Como se ve en el *Gráfico 1*, a partir de ese momento hubo un cambio de tendencia y el alza de las reservas permitió cerrar el mes de setiembre con valores cercanos a los 9.500 millones de dólares.

La prolongada caída de esos activos se debe a una serie de factores que conviene analizar. En primer lugar, a que en los primeros meses del año, a partir de la apertura del mercado cambiario se permitió a los exportadores liquidar sus divisas en el sector privado, de modo que, en general, el BCRA actuó como oferente de dólares y tuvo escasa presencia como comprador de divisas. Esa situación comenzó a modificarse el 3 de junio de 2002, momento a partir del cual el BCRA exigió que se liquiden en ese organismo las divisas provenientes de exportaciones superiores al millón de dólares. Sucesivos ajustes incorporaron ventas de menor magnitud al mismo sistema, mientras que otras regulaciones restringían la venta de divisas del BCRA a casas de cambio y otros agentes locales. Esas medidas de control del sistema fortalecieron la capacidad de regulación del BCRA y conforman el escenario que posibilitó una recuperación gradual de las reservas internacionales.

El mejor control de la oferta local de divisas era necesario pero no fue suficiente para sostener las reservas. La demanda de divisas que actúa sobre



**Universidad de Buenos Aires**  
**Facultad de Ciencias Económicas**

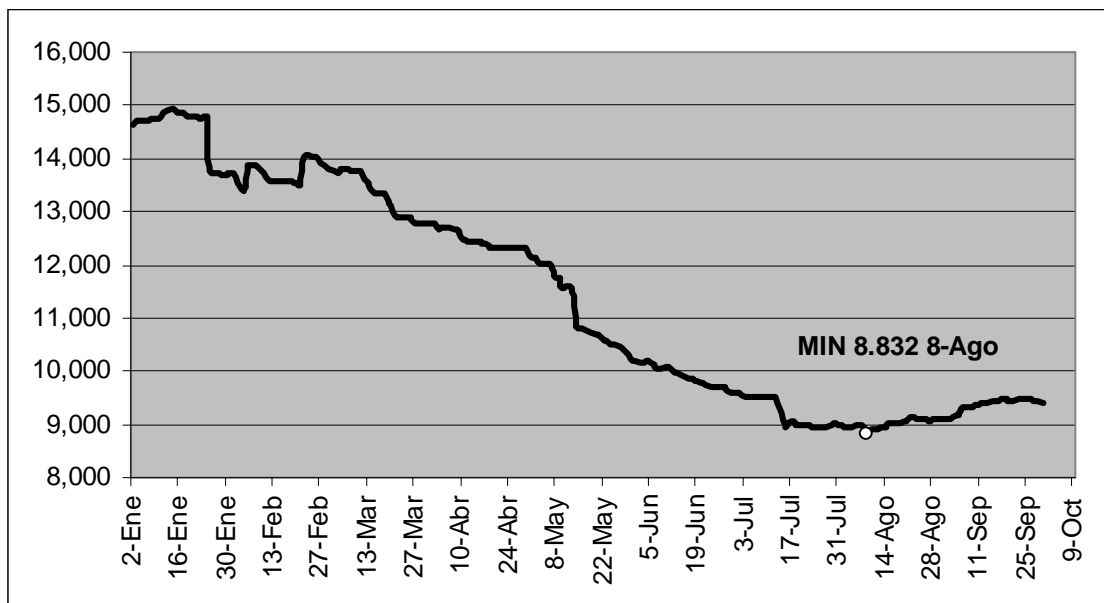


Av. Córdoba 2122 (C 1120 AAQ) Ciudad de Buenos Aires  
Tel./Fax: 54-11-4370-6130 – E-mail: [cespa@econ.uba.ar](mailto:cespa@econ.uba.ar),  
<http://www.econ.uba.ar/cespa.htm>

### **Gráfico 1. Evolución de las reservas del BCRA<sup>1</sup>.**

Valores diarios desde el 2 de Enero hasta el 30 de Septiembre de 2002.

En millones de dólares.



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del BCRA.

el BCRA proviene de los importadores (demanda que incluye importaciones efectuadas a fines del 2001 y no pagadas al contado) así como de los agentes locales que mantienen su interés por la tenencia de dólares. Los montos relativos de estas demandas no pueden ser separados con las informaciones disponibles pero, como se verá, más abajo, siguen siendo significativas.

Además, el BCRA hizo frente a algunos pagos a los organismos multilaterales de crédito (el FMI, el Banco Mundial y el BID, que llamaremos OMC en conjunto) para atender vencimientos de capital e intereses. Estos pagos resultan importantes no sólo porque son los únicos servicios de la deuda externa que se hicieron efectivos en 2002 sino porque sus magnitudes reales fueron considerables. Para visualizar su importancia cuantitativa y cualitativa es necesario efectuar algunas estimaciones que se realizan a continuación.

### **Origen y destino de las reservas del BCRA**

No hay información oficial sobre compras y ventas de divisas por el BCRA desde el comienzo del año hasta el 31 de mayo (jornada anterior a la aplicación del nuevo régimen de compraventa de divisas ya mencionado). En ese período, como se ve en el *Gráfico 1*, las reservas cayeron de cerca de 15.000 millones de dólares a poco más de 10.000 millones. Esa significativa caída coincidió con el alza abrupta del tipo de cambio nominal y las bien recordadas presiones inflacionarias en medio de la incertidumbre y la preocupación de los agentes económicos. A partir del 3 de junio, el BCRA comenzó a comprar divisas, además de venderlas, y adquirió más de 4.700 millones de dólares de los

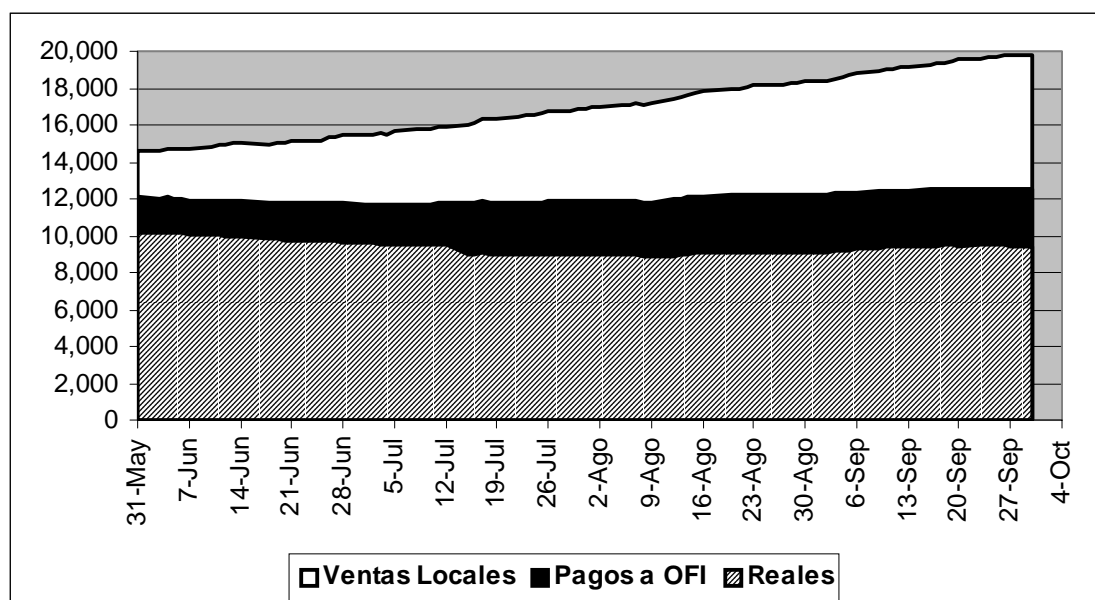
<sup>1</sup> No se computaron títulos públicos argentinos cuya inclusión en las reservas tiene dudosa validez.

exportadores hasta fines de setiembre. En otras palabras, como se muestra en el *Gráfico 2*, en el hipotético caso de que el BCRA hubiese guardado esas reservas y no hubiera utilizado los casi 5.000 millones que utilizó hasta el 31 de mayo, habría llegado a disponer de 20.000 millones de dólares hacia fines de setiembre. Estas hipótesis son muy fuertes, pero permiten observar, por diferencia, qué se hizo con esos dólares. El *Gráfico 2* presenta los resultados de un cálculo simple que parte de las reservas informadas diariamente, les suma los pagos a los OMC (según lo informado por las autoridades) y estima, por diferencia con el total, las ventas al mercado local. Como se ve, en lo que va del año se vendieron 7.300 millones en el mercado local, una magnitud muy superior a lo demandado por las importaciones (que tienen un ritmo de unos 700 millones mensuales), de modo que se deduce que una parte significativa de ese monto se destinó a atesoramiento o a la fuga de capital.

### **Gráfico 2. Destino de las divisas del BCRA.**

*En millones de dólares.*

*Montos acumulados desde el 2 de enero de 2002. Serie diaria desde el 31 de mayo hasta el 30 de setiembre de 2002<sup>2</sup>.*



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del BCRA.

Lo más interesante para éste análisis, sin embargo, consiste en los pagos a los OMC. De acuerdo a las informaciones oficiales, el gobierno habría utilizado

<sup>2</sup> A partir del 3 de junio las exportaciones mayores al equivalente en dólares estadounidenses 1.000.000 debieron ser liquidadas en el BCRA. Como se dijo este límite se ha ido reduciendo paulatinamente hasta alcanzar actualmente los 200.000 dólares. Por esto, las compras del BCRA en el mercado mayorista sólo están disponibles a partir de la instauración de este mecanismo de control. Se estima que las compras del BCRA con anterioridad a esa fecha fueron muy pequeñas. Por tanto, el monto de las reservas vendidas hasta el 3 de junio en el mercado local se estimó restándole a las reservas de comienzos de año los pagos a los OMC. En este cálculo se computaron sólo los pagos declarados oficialmente (1.875 millones de dólares hasta el 3 de junio). A partir del 3 de junio las ventas de reservas en el mercado local se computaron como la diferencia entre el stock de reservas más las compras en el mercado mayorista y los pagos a los OMC.

3.161 millones de dólares para pagar capital e intereses a las OMC entre el 11 de febrero y el 30 de setiembre pasado. Esa suma puede acrecentarse en otros 1.073 millones pagados, sigilosamente, en el mismo mes de enero, pocos días después de declarado el *default*. En efecto, como se aprecia en el *Gráfico 1*, en enero ocurrió una caída de algo más de millones de dólares en las reservas hacia la tercera semana de enero que no corresponde a ventas en el mercado local (que seguía cerrado). En cambio, esa cifra coincide con los vencimientos registrados en enero con los OMC que figuran en la *Tabla 1* de este texto. La similitud entre ambas variables permite suponer que la caída se produjo porque el gobierno canceló esa suma con los OMC, de modo que el total real de pagos se acerca a 4.234 millones de dólares en el curso del año.

**Tabla 1. Perfil de los vencimientos de capital e intereses de la deuda pública con los Organismos Multilaterales de Crédito.**  
En millones de dólares.

<b>TOTAL CAPITAL E INTERESES</b>														
	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	E-S	E-D
TOTAL Multilateral	1.073	342	503	1.008	554	977	1.073	341	2.962	936	504	937	8.834	11.211
FMI	1.018	154	126	126	278	76	1.018	143	2.715	80	235	42	5.656	6.013
BM	38	129	179	830	114	31	37	151	174	801	111	35	1.682	2.629
BID/FIDA	17	58	68	51	48	870	18	47	72	52	47	860	1.249	2.207
Fonplata y CP	0	0	131	2	114	0	0	0	1	3	112	0	247	363
<b>CAPITAL</b>														
	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	E-S	E-D
TOTAL Multilateral	1.050	85	397	878	298	814	1.052	114	2.865	836	296	795	7.554	9.481
FMI	1.018	0	126	126	133	76	1.018	0	2.715	80	133	42	5.212	5.467
BM	23	74	115	722	70	22	23	102	117	723	68	26	1.267	2.084
BID/FIDA	9	11	29	30	30	717	11	12	33	31	29	727	882	1.669
Fonplata y CP	0	0	127	1	66	0	0	0	0	2	66	0	194	261
<b>INTERESES</b>														
	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	E-S	E-D
TOTAL Multilateral	23	257	106	130	256	163	21	227	97	101	208	142	1.280	1.730
FMI	0	154	0	0	146	0	0	143	0	0	102	0	443	545
BM	15	55	64	108	44	9	14	49	58	79	42	8	416	545
BID/FIDA	8	47	39	21	18	153	7	35	39	21	17	133	367	538
Fonplata y CP	0	0	4	1	48	0	0	0	0	1	47	0	54	101

FUENTE: MECON.

La suma mencionada incluye 1.280 millones de dólares en intereses (como se presenta en la Tabla) y otros 2.954 millones en concepto de capital. El total de capital que venció con los OMC era 7.554 millones de dólares, de modo que puede concluirse que se pagó casi el 40% de los vencimientos de capital mientras que el resto se refinanció, ya sea por una prórroga de los vencimientos (como decidió en un par de oportunidades el FMI) o mediante el ingreso de nuevos préstamos de esos organismos que compensaban los pagos que se efectuaban (como ocurrió en el íterin con algunas operaciones con el BID y el Banco Mundial).

La tabla de vencimientos refleja claramente que la Argentina estuvo al borde del *default* con los OMC a lo largo de todo el 2002. Ese riesgo fue superado ya

sea mediante esfuerzos nacionales (basados en la aplicación a ese fin de reservas escasas) o gracias a la decisión del FMI de refinanciar esos pagos. La decisión definitiva es del FMI puesto que las otras soluciones aplicadas por los dos bancos multilaterales mencionados (prestar a la Argentina) no se pueden aplicar si no media una aprobación de aquel organismo, de modo que todas esas operaciones fueron autorizadas, implícita o explícitamente, aún cuando no se había llegado a un acuerdo definitivo. La posibilidad actual de caer en *default* frente a nuevos vencimientos de esos compromisos no se diferencia demasiado de lo ocurrido, de manera más discreta, hasta ahora. La mayor diferencia, posiblemente, radica en la amenaza pública de represalias de parte del FMI, si la Argentina no utiliza sus reservas para hacer un nuevo pago en octubre. Estas noticias sólo señalan las presiones de este organismo puesto que bastaría con que refinancie de nuevo esos vencimientos para que termine el problema.

Esta situación resulta notable puesto que la cesación de pagos de la Argentina no ha generado, hasta ahora, respuestas mayores de parte de los acreedores privados, que parecen a la espera de una solución a mediano plazo (con excepción de unos juicios preliminares en tribunales de otros países). En cambio, el país está sometido a una fuerte demanda de parte de un organismo multilateral cuya función explícita consiste, precisamente, en *ayudar* a las naciones con problemas de balanza de pagos.

En la medida en que no se llegue a un acuerdo, plasmado en una carta de intención con ese organismo, los problemas van a subsistir, puesto que los vencimientos que quedan para el último trimestre del año con los OMC suman casi 2.400 millones de dólares entre capital e intereses y hay otros 10.700 millones que vencerán en el curso de 2003. Los compromisos con estos organismos para los próximos 15 meses superan el total de las reservas locales en una clara evidencia de la imposibilidad real de atenderlos en las condiciones actuales.

Los resultados que se presentan señalan que los OMC ocupan un rol de organismos privilegiados que, al cobrar, reducen la posibilidad de cobro de los acreedores privados, mientras afectan a las reservas del país que representan un activo clave en esta coyuntura.

### ***El efecto de los pagos a los OMC sobre las reservas***

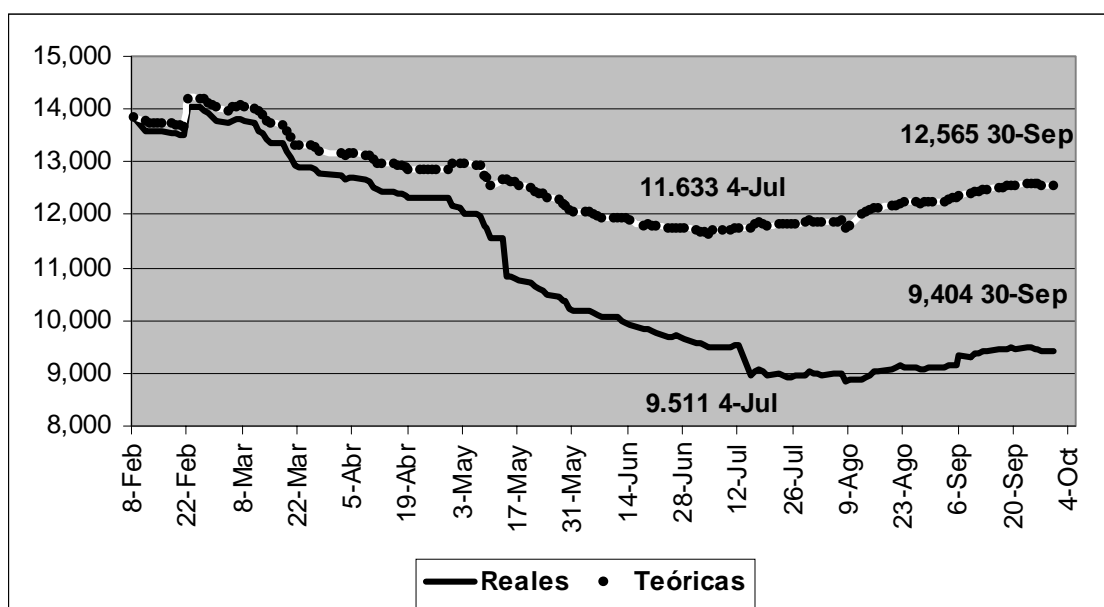
La magnitud de este problema se puede verificar en el *Gráfico 3* que exhibe la evolución real de las reservas y la que estas hubieran tenido si no se hubiera pagado a los OMC. El Gráfico comienza en febrero, debido a la carencia de las informaciones para enero, aunque sabemos que en ese mes se les pagó algo más de mil millones de dólares. La estimación es muy simple porque se van agregando a las reservas declaradas los montos que se pagaron a los OMC y el resultado señala que la Argentina tendría ahora, como mínimo 12.565 millones de dólares si esas sumas hubieran sido refinanciadas.

Es de destacar que el punto de inflexión en éste Gráfico se ubica el 4 de julio (en lugar del 8 de agosto, como ocurre con las reservas reales), de modo que

se puede decir que el BCRA es estructuralmente comprador de dólares desde esa fecha y que las diferencias siguientes se deben a los pagos a los OMC. Por eso, las reservas reales se mantienen prácticamente constantes entre el 4 de julio y el 30 de setiembre.

El análisis demuestra que los mayores problemas con las reservas locales se han originado en los últimos meses en los pagos exigidos por los OMC (contrariando lo que debería ser su estrategia) y no en las supuestas maniobras especulativas en el mercado local o la presunta fuga de divisas. Este resultado es decisivo porque el apoyo de esos organismos es político y no de mercado, debido a su propio carácter de organizaciones creadas por un acuerdo entre estados soberanos. Es decir que la Argentina está siendo sometida a una enorme presión sobre sus reservas que viene desde los OMC (y, sobre todo, del FMI, que decide la estrategia básica) y que supera a las presiones provenientes del mercado.

**Gráfico 3. Evolución de las reservas reales del BCRA y las hipotéticas.**  
En millones de dólares. Valores desde el 08-02-02 hasta el 30-09-02<sup>3</sup>.



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del BCRA.

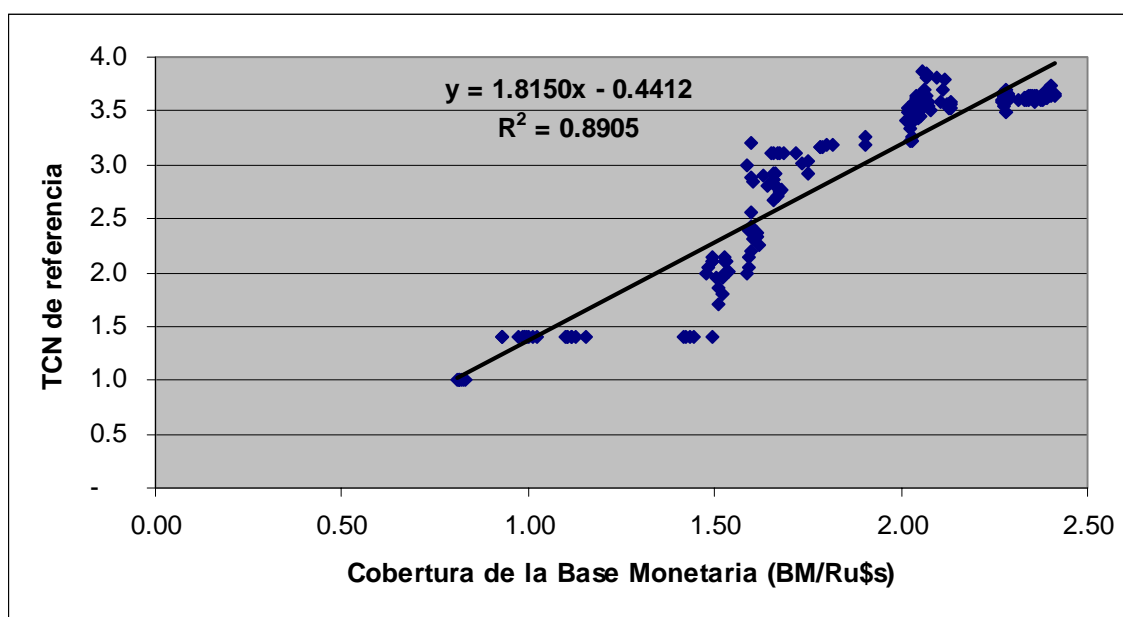
La caída de las reservas reduce el margen de maniobra del gobierno argentino y debilita a la economía local. También afecta al propio nivel del tipo de cambio y, por esa vía a otras variables decisivas, como la inflación y los ingresos reales. Veamos esta cuestión.

<sup>3</sup> No se dispone de información oficial sobre los pagos a los OMC con reservas del BCRA con anterioridad al 11 de febrero. Las reservas hipotéticas son las que habría si no se hubieran pagado a los OMC (sin contemplar los más de 1.000 millones de dólares de enero).

### **Reservas, base monetaria y tipo de cambio**

El tipo de cambio nominal depende de una gran cantidad de variables, que se multiplican en una coyuntura difícil como la que atraviesa la Argentina. Aún así, un ejercicio econométrico que hemos ensayado sugiere que su valor depende del monto de las reservas y su relación con la base monetaria y con la oferta monetaria. El *Gráfico 4* exhibe una estimación de la correlación entre el tipo de cambio nominal y la cobertura de la base monetaria, definida como la base monetaria dividida por las reservas en dólares. Se observa que hay una estrecha relación entre ambas variables que supone, en definitiva, que el valor del tipo de cambio durante estos meses dependió de lo que podría pagar el BCRA con sus reservas por la base monetaria. Se verifica, además, que el tipo de cambio siempre estuvo por encima del valor al cual el BCRA pudo comprar con sus reservas toda la base monetaria, justamente porque lo importante, en la Argentina, no es la cobertura de la base sino la de la oferta monetaria.

**Gráfico 4. Relación del TCN con la cobertura de la base monetaria.**  
Valores diarios desde el 2 de enero hasta el 30 de septiembre de 2002.

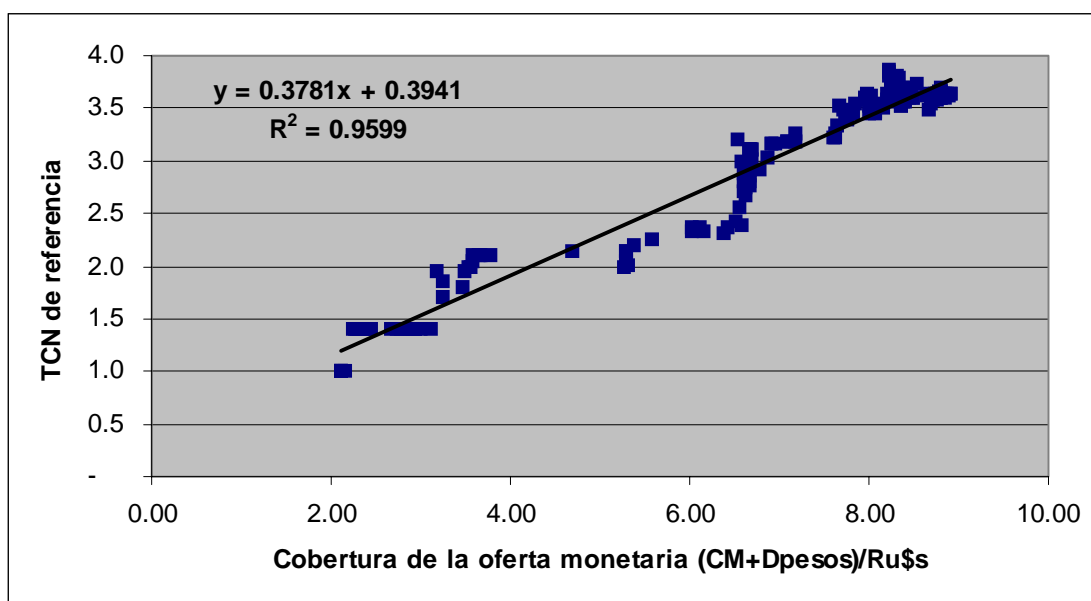


FUENTE: Elaboración propia sobre la base del BCRA.

Para verificar este resultado se realizó un segundo ejercicio, consistente en comparar ahora el tipo de cambio observado en cada jornada hábil del año con la relación entre la oferta monetaria (definida como la circulación monetaria más los depósitos en pesos) y el monto de las reservas. Esta relación se exhibe en el *Gráfico 5* que vuelve a señalar una elevada correlación entre esas variables, mayor aún que para el ejercicio anterior. El resultado indica que el precio del peso se encuentra más vinculado con la cobertura de la oferta monetaria que con la cobertura de la base.

El aspecto decisivo a señalar de este ejercicio consiste en que sugiere que el tipo de cambio nominal que se observa en el mercado depende estrechamente del monto de las reservas oficiales (asumiendo que la base monetaria adquirió autonomía respecto a estas últimas en estos momentos). En consecuencia, una baja de las reservas tiende a provocar un alza del tipo de cambio nominal e, inversamente, el alza de las reservas permitiría reducir el TCN. Estos elementos permiten estimar el impacto interno de los pagos a los OMC, dado que estos, al reducir las reservas, tendieron a provocar el aumento del TCN y, por lo tanto de la inflación.

**Gráfico 5. Relación del TCN con la cobertura de la oferta monetaria.**  
Valores diarios desde el 2 de enero hasta el 30 de septiembre de 2002.



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

### **Reservas, inflación y pobreza**

Es indudable que el uso de reservas para atender compromisos con los OMC plantea problemas de costo de oportunidad. Estas reservas se podrían haber utilizado con distintos fines, que hubieran generado otros beneficios para el país y esa comparación permite conocer los costos reales de la decisión asumida por las autoridades (bajo la presión de esos organismos) frente a otras alternativas. Las opciones son muchas y no se trata de analizar todas sino de tomar un ejemplo que parece decisivo.

En efecto, supongamos que el gobierno hubiera conseguido que le refinanciaran los 3.161 millones de dólares pagados desde el 11 de febrero hasta fines de setiembre a los OMC (y esto sin computar los 1.070 millones pagados en enero, como se mencionó más arriba). En ese caso, las reservas locales estarían en un monto de 12.500 millones de dólares, como se calculó en el *Gráfico 3*. Al incorporar este último valor en los modelos estimados sobre la relación entre las coberturas de la base y la oferta monetaria con reservas y



tipo de cambio, se concluye que, en ese caso, éste estaría hoy en torno a los 2,80 pesos por dólar en cualquiera de las dos versiones presentadas.

Como, a su vez, el alza del tipo de cambio es el principal motor de la inflación local, puede establecerse una relación entre reservas, TCN y alza de precios. Para concretar ideas, puede verse que el TCN estimado de 2,80 pesos es semejante al registrado como promedio en el mes de abril pasado, de modo que, la inflación de todo el período hubiera estado cercana a la acumulada hasta abril. El alza de precios entre abril y agosto llevó la Canasta Básica Alimenticia (CBA) de 81,76 pesos a 100,94 pesos, mientras que el valor de la Canasta Básica Total (CBT) subió de 193,77 pesos a 227,10 pesos por adulto equivalente. En ese período los salarios estuvieron congelados (aunque se estableció un aumento de 100 pesos para los que trabajan "en blanco") y la cantidad de puestos de trabajo no aumentó (mas bien cayó). En consecuencia, la caída de reservas explica, en última instancia, el alza del TCN y la inflación que provoca un impacto negativo sobre los ingresos reales de quienes trabajan y un deterioro importante de la capacidad de compra de los que reciben subsidios por desocupación o pobreza.

La Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del INDEC, realizada en mayo de 2002, puede servir de base para realizar una estimación del impacto de la suba del costo de la CBA y CBT. La *Tabla 2* presenta los resultados que se pueden resumir en datos estremecedores: el aumento adicional de precios arrastró a otras 2 millones de personas a la condición de pobreza, de los cuales casi 1,8 millones serían nuevos indigentes.

**Tabla 2. Aumentos de la Indigencia y la Pobreza debido a la inflación.**

	Costo de la Canasta Básica Alimenticia <sup>4</sup> (En pesos)	Personas Indigentes (% Población Urbana)	Costo de la Canasta Básica Total (En pesos) <sup>5</sup>	Personas Pobres (% Población Urbana)	Tipo de Cambio Nominal
Abril	81,76	22,7%	193,77	49,7%	2,92
Agosto	100,94	28,2%	227,10	55,4%	3,62

FUENTE: Elaboración propia sobre la base del INDEC.

En definitiva, la presión de los OMC por cobrar sus acreencias genera un círculo vicioso que, al reducir el monto de las reservas tiende a elevar el TCN; éste impulsa la inflación y arroja así a la miseria a estratos crecientes de la sociedad.

<sup>4</sup> Por adulto equivalente.

<sup>5</sup> Idem.