



## 13 | ¿Son deuda pública los pasivos remunerados del Banco Central?

Roberto Frenkel

Hace un tiempo leí una breve noticia que decía que el banco central había renovado vencimientos de LEBACs por una gran cantidad de dinero y había colocado nueva deuda por otra importante suma. Lo de *nueva deuda* sonaba feo. No era un caso aislado, muchas notas periodísticas describen las colocaciones de papeles del banco central como incrementos en la *deuda* del organismo. Otros comentarios son más explícitos y manifiestan preocupación por el crecimiento de la *deuda* del banco central.

La cuestión se vincula directamente con la política cambiaria, porque la principal motivación de las colocaciones del banco central es compensar la expansión de la base monetaria que resulta de sus compras de moneda extranjera. Proliferan los artículos que auguran la imposibilidad de continuar interviniendo en el mercado de cambios y simultáneamente mantener bajo control la expansión del dinero. Se argumenta que eso implicaría un crecimiento insostenible de la deuda del banco central. Hasta escuché el argumento en boca de un economista del propio banco central, en un contexto de gran seriedad.

Es comprensible que el público y los periodistas no especializados vean como algo negativo que aumente la deuda de una institución pública. Todos sabemos ahora los males que nos trajeron las acumulaciones pasadas de deuda pública y deuda externa. Por analogía, se ve mal la *deuda* del banco central. Pero es menos comprensible que periodistas especializados y economistas compartan ese sentido común. Por una razón muy simple: las colocaciones de papeles por parte del banco central - sea para compensar las intervenciones en el mercado de cambios o por otras motivaciones de la política monetaria - no son deuda en el sentido popular del término. Son cambios en la magnitud y composición del balance de una institución financiera. La analogía con la deuda de un particular, una empresa no financiera o el gobierno es engañosa, a veces por ignorancia y a veces por mala intención. Me explico a continuación.

Vamos paso a paso. Lo primero que debe pensarse es que el banco central es eso: un banco. Cuando vemos crecer los depósitos bancarios no decimos que crece la deuda del banco, aunque el pasivo está efectivamente aumentando. Sabemos que



el incremento del pasivo del banco tiene como contrapartida un incremento del activo. Como contraparte de la captación de dinero del público, el banco se queda con el líquido, o hace un préstamo, o compra un título, de modo que el patrimonio de la entidad queda inalterado. Es con el tiempo que el patrimonio del banco varía, por la acumulación de los resultados de todas sus operaciones. Estos resultados derivan del rendimiento de los activos, menos el costo de los pasivos, menos el flujo de gastos operativos.

Con estas simples nociones contables podemos mirar ahora las operaciones del banco central. Digamos que el banco central compra 100 dólares en el mercado. Para esto “emite” pesos (base monetaria) en la cantidad de 100 multiplicado por el tipo de cambio del día, digamos 290 pesos. El pasivo del banco central aumenta entonces en 290 pesos (los pesos en circulación son un pasivo del banco central) mientras el activo aumenta en 100 dólares (que se suman a las “reservas en moneda extranjera”). El patrimonio del banco central queda inalterado. Supongamos ahora que el banco central quiere absorber los 290 pesos que generó en la compra de los dólares. Si lo hace, se dice que la intervención cambiaria es completamente esterilizada. Tiene muchas formas de hacerlo. Puede vender LEBACs por esa suma. Puede tomar directamente pases de los bancos. También puede recibir pagos de deuda de los bancos con el central por ese monto. O puede vender otros títulos que posee en su cartera. En cualquier caso se trata de un cambio en la composición del pasivo del banco central: cambia el pasivo base monetaria por otro tipo de pasivo, o reduce algún activo en pesos. El patrimonio del banco central sigue inalterado. No hay “aumento de deuda” (neta) del banco central.

Veamos como la operación de esterilización completa afecta los resultados del banco central a lo largo del tiempo. El banco central coloca los 100 dólares adquiridos en activos que rinden intereses (en dólares). Del otro lado del balance, el banco central paga intereses (en pesos) por el pasivo que se creó como contraparte. Si el tipo de cambio no se modifica y la tasa del activo es menor que la del pasivo, el resultado de esta operación es negativo. Algunos comentarios (algo más sofisticados que los mencionados arriba, pero también engañosos) señalan este punto con alarma, advirtiendo sobre la amenaza de un creciente déficit del banco central (llamado déficit cuasi-fiscal). Al respecto, digamos en primer término que no todas las operaciones financieras de un banco rinden individualmente resultados positivos. Por ejemplo, un banco necesitado de liquidez puede tomar un préstamo interbancario por el que paga una tasa de interés mayor que el rendimiento de sus activos. Esta frecuente operación tiene individualmente resultado negativo, pero poco dice sobre los resultados agregados del banco, para cuya evaluación hay que observar la totalidad del balance. Con relación al banco central, es un hecho



fácilmente verificable que sus balances exhiben resultados positivos: los ingresos financieros de la institución superan la suma de sus costos financieros y operativos. No hay déficit cuasi-fiscal, hay superávit.

Más importante que el hecho mencionado es notar que el resultado de la operación que usamos como ejemplo también depende de la evolución del tipo de cambio. No estamos en un régimen de tipo de cambio fijo. Si el tipo de cambio aumenta 1%, los 100 dólares del ejemplo contribuyen con aproximadamente 2.90 pesos al balance en pesos del banco central. Pero el incremento también resulta en un valor en pesos 1% mayor de todos los activos en moneda extranjera del banco central, mientras el pasivo en pesos permanece inalterado. El precio del dólar aumentó recientemente tres centavos. Estos tres centavos por dólar representaron para el banco central un incremento patrimonial de aproximadamente 700 millones de pesos, porque se revalorizaron todas sus reservas en moneda extranjera.

Lo dicho significa que en un régimen de flotación administrada como el que rige en nuestro país, el resultado de las operaciones cambiarias y monetarias del banco central está bajo control de la propia institución. Esta es una de las grandes virtudes de la flotación administrada, cuando es bien administrada.

Colofón: las cuestiones de política cambiaria y monetaria son complejas, su tratamiento debe ser cuidadoso y requiere conocimientos. Keynes decía que el sentido común de los hombres prácticos reproducía, sin saberlo, las ideas de algún economista muerto. Nosotros corremos el riesgo de que el sentido común del público reproduzca las ideas de algún economista vivo, pero chanta o mal intencionado.