

REVISTA

de la

C E P A L

NUMERO 61

ABRIL 1997

SANTIAGO DE CHILE

OSCAR ALTIMIR

Director

EUGENIO LAHERA

Secretario Técnico



NACIONES UNIDAS

SUMARIO

Tres formas de coordinación social <i>Norbert Lechner</i>	7 ✓
Brechas sociales en Colombia <i>Juan Luis Londoño de la Cuesta</i>	19 ✓
Los Estados Unidos al rescate: la asistencia financiera a México en 1982 y 1995 <i>Nora Lustig</i>	39
El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en la Argentina <i>Alfredo F. Calcagno</i>	63
Exportaciones de manufacturas: desafíos para las pequeñas economías de América Latina <i>Rudolf M. Buitelaar, Pitou van Dijck</i>	91
¿Por qué las inversiones en el transporte público no reducen la congestión de tránsito urbano? <i>Ian Thomson</i>	107
Notas sobre la medición de la pobreza según el método del ingreso <i>Juan Carlos Feres</i>	119
La política fiscal y el ciclo económico en Chile <i>Carlos Budnevich, Guillermo Le Fort</i>	135
Evaluación de la política de bienes de capital en la Argentina <i>Pablo Sirlin</i>	149
Reestructuración de los grupos industriales brasileños entre 1980 y 1993 <i>Ricardo M. Ruiz</i>	167
Reestructuración productiva y cambio territorial: un segundo eje de industrialización en el norte de México <i>Tito Alegría, Jorge Carrillo, Jorge Alonso Estrada</i>	187
Publicaciones recientes de la CEPAL	206

El régimen de *convertibilidad y el sistema* bancario en la Argentina

Alfredo F. Calcagno

*Economista,
División de Estadística
y Proyecciones Económicas,
CEPAL*

El sistema de convertibilidad monetaria mostró su eficacia para dominar la inflación en la Argentina, pero su capacidad para apoyar un proceso estable de crecimiento y para constituir un régimen monetario y cambiario que no signifique intervenciones y altos costos para el Estado es hoy materia de debate. Este trabajo recoge esa indagación sobre la base del análisis del período 1991-1995 e identifica algunos aspectos claves en el funcionamiento de ese sistema: cuáles son sus respuestas ante los movimientos de los capitales externos; cuáles son sus interrelaciones con el sistema bancario interno; en qué medida es capaz de funcionar automáticamente, como enseña la teoría que lo respalda, prescindiendo de un prestamista de última instancia; y en qué grado la moneda emitida cuenta con un respaldo efectivo para lograr la convertibilidad.

I

Introducción

Durante el primer quinquenio de los años noventa se produjeron cambios radicales en las reglas del juego de la economía argentina. Estos cambios tuvieron por objeto controlar la inflación, en lo inmediato, pero también buscaban erigir un nuevo marco para el desarrollo económico. Con ese fin, se procuró introducir transformaciones duraderas en el grado de apertura de la economía, en las funciones del Estado, en la relación laboral y en el ordenamiento monetario y financiero. Se abordaron a un mismo tiempo problemas de corto y de largo plazo, y parecía que las principales medidas tendrían que operar en ambos planos. Así, en el caso de la apertura comercial, estuvieron presentes la voluntad de frenar el alza de los precios internos con la competencia externa y la de promover una mayor eficiencia en el uso de los recursos productivos. Por su parte, las privatizaciones tuvieron por objeto cubrir los desequilibrios de caja, y se inscribieron también en una reforma del Estado que debía reorientar la acción estatal desde la producción de bienes y servicios hacia sus "funciones específicas". Asimismo, en las reformas monetaria y cambiaria (cuyo núcleo es la Ley de Convertibilidad) parecían coexistir las dos determinaciones: la de corto plazo que buscaba establecer un ancla cambiaria para frenar el proceso inflacionario; y la de largo plazo que apuntaba a establecer un régimen monetario en que se impondría una determinada regla de emisión en vez de la arbitrariedad de las autoridades monetarias, con lo que se haría realidad una antigua utopía de la escuela monetarista, invocada reiteradamente en este siglo desde la crisis del sistema del patrón oro.¹

□ Este artículo está basado en el documento LCR 1682 de la División de Estadística y Proyecciones Económicas de la CEPAL, cuyas principales hipótesis fueron discutidas con Pedro Sáinz. El autor agradece los comentarios de Oscar Altimir, Gunter Held, Daniel Heymann, Luis Claudio Marinho, Juan Martín, Edgardo Noya, Arturo O'Connell y Alejandro Ramos.

¹ Entre los trabajos que plantean este tema pueden citarse el de Simons, 1936, y desde una óptica liberal no monetarista, el de Hayek, 1931.

Este último aspecto del sistema de convertibilidad ha suscitado considerable interés tanto dentro como fuera de América Latina. La región había conocido otras experiencias de regímenes parecidos al de la convertibilidad, con libertad cambiaria y fijación del tipo de cambio, que no consiguieron estabilizar los precios y desembocaron en devaluaciones y crisis de balanza de pagos. El actual sistema argentino, en cambio, ha durado más tiempo que los anteriores, ha abatido la inflación y fue compatible con altas tasas de crecimiento económico entre 1991 y 1994. Más aún, sobrevivió a la crisis mexicana y, por lo tanto, podría ganar renovado prestigio e incluso constituirse en modelo de sistema monetario para otros países, si la economía argentina consiguiera retomar un sendero de crecimiento.

El funcionamiento del régimen de convertibilidad durante la crisis de 1995 reviste particular interés. La historia monetaria muestra cómo el sistema del patrón oro no enfrenta mayores dificultades cuando oro y divisas convertibles entran al país; las virtudes o inconvenientes del sistema se dan a conocer cuando se registra la situación contraria. El éxodo de capitales que tuvo lugar en Argentina durante el primer semestre de 1995, al que se asocian la pérdida de reservas y la disminución de los depósitos bancarios, tuvo ese efecto revelador. Interesa, pues, examinar cuál fue la respuesta del sistema monetario y bancario, en qué medida se pudieron mantener los principios de la convertibilidad y, en particular, si funcionó el ajuste automático que se esperaba en teoría, que excluía el recurso a un prestamista de última instancia.

El régimen de convertibilidad instituyó un nuevo funcionamiento del sistema bancario, cuya fuente principal de liquidez dejaba de ser el Banco Central y pasaba a ser el flujo de capitales externos. Al mismo tiempo, lo que ocurría en el sistema bancario tenía una importancia crucial para el mantenimiento de la convertibilidad. En lo que sigue exploraremos las relaciones recíprocas entre el nuevo marco monetario y cambiario y el funcionamiento del sistema bancario, considerando la cambiante coyuntura de los mercados de capital internacionales.

II

La reforma monetaria

1. Principales medidas

Al asumir el gobierno justicialista en 1989, el país llevaba quince años de retroceso económico y se hallaba en medio de una crisis inflacionaria. Tras algunos meses sin una estrategia definida, la política económica encaró el problema de la inflación procurando romper la especulación cambiaria. La liquidez disponible presionaba sobre el mercado de divisas y la desvalorización de la moneda se transmitía a todos los precios, incluso a los de bienes y servicios no transables internacionalmente. El principal instrumento utilizado para controlar la inflación fue el llamado Plan Bonex, decretado a principios de 1990. Este comprimía la liquidez reemplazando gran parte de los depósitos bancarios (concentrados en el corto plazo) por títulos de deuda pública a mediano plazo, denominados en dólares (Bonex serie 1989).² Complementariamente, el sector público adoptó una dura regla de caja que, al diferir algunos pagos corrientes, equivalía a un financiamiento forzado por parte de sus proveedores y contratistas.

La iliquidez resultante de estas medidas obligó a muchos agentes residentes a repatriar capitales. Esto permitió detener progresivamente la subida del dólar y acumular unos 3 400 millones de dólares en las reservas internacionales, hasta alcanzar un saldo de 6 200 millones de dólares a fines de 1990. Tras una fuerte aceleración inflacionaria entre diciembre de 1989 y marzo de 1990, el alza de los precios se moderó durante el resto del año, con una elevación de un solo dígito mensual durante el último trimestre. La estabilización del tipo de cambio estaba frenando la inflación, pero lo hacía con un retraso considerable: el índice de precios al consumidor subió entre diciembre de 1989 y diciembre de 1990 en 1 344%, y el tipo de

cambio nominal sólo lo hizo un 287%. La percepción de un creciente atraso cambiario y de problemas en el frente fiscal, así como la remonetización que había experimentado la economía, ocasionaron una nueva ola de especulación contra la moneda con pérdida de reservas y recrudescimiento de la inflación en enero y febrero de 1991. En esas circunstancias, fue reemplazado el equipo económico.

Las nuevas autoridades económicas recurrieron explícitamente a la fijación del tipo de cambio con el objeto de estabilizar el nivel general de precios. En virtud de la Ley de Convertibilidad que rigió desde el 1° de abril de 1991, el Banco Central quedaba obligado a vender las divisas que el mercado requería al tipo de cambio de 10 000 australes por dólar, y a retirar de la circulación los australes adquiridos; en ningún momento las reservas internacionales podían ser inferiores a la totalidad de la base monetaria, definida en la ley como "la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el Banco Central, en cuenta corriente o cuentas especiales"; por último, se prohibía toda actualización monetaria basada en la variación de precios o costos. La idea general de esta ley era aprovechar la indización de los precios sobre el dólar, que se había generalizado después de tres lustros de muy alta inflación y evitar la inercia inflacionaria que pudiera introducir la indización de los contratos (incluyendo los salariales) sobre la inflación pasada. Por otra parte, se sometía a los sectores productores de bienes transables a la competencia de las importaciones, la que era particularmente exigente, pues se combinaba la renuncia al recurso de la devaluación con la reducción de las barreras arancelarias y paraarancelarias.

Las disposiciones resultaban novedosas, no tanto por la institución de un tipo de cambio fijo preanunciado con libre acceso al mercado cambiario (ya lo había ensayado entre diciembre de 1978 y abril de 1981 el ex Ministro de Economía Martínez de Hoz), sino por las limitaciones a la emisión monetaria y por la forma legal que adoptaron las medidas. Se procuraba dar credibilidad al sistema cambiario por dos vías. Una era su rigidez: el tipo de cambio quedó fijado por ley, cuando una resolución del Banco Central hubiera bastado; sólo otra ley lo podía modificar. La otra fue el

² En los primeros días de 1990, el Poder Ejecutivo sancionó el decreto 36/90, que establece que las entidades financieras deben honrar a sus titulares sus obligaciones en moneda nacional —plazo fijo, ajustables o no, caja de ahorro especiales, aceptaciones, pases pasivos y garantías de préstamos— vigentes al 28 de diciembre de 1989, por el valor del capital, intereses y ajustes, mediante la entrega de Bonos Externos Serie 1989 (BONEX 89). Se admitía la restitución en efectivo hasta determinada suma; se devolvían sumas superiores sólo para el pago de sueldos, cargas sociales y obligaciones previsionales. Véase Argentina, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, 1994, p. 19.

anuncio de un respaldo para la moneda emitida en la forma de reservas internacionales: si el público así lo deseaba, se afirmó, podría canjear la totalidad de sus saldos en moneda nacional por dólares. La posibilidad de esa conversión estaría asegurada por la regla monetaria: el Banco Central sólo emitiría base monetaria contra aumentos de sus reservas externas.³ El nivel escogido para el tipo de cambio no debía generar expectativas de nuevas devaluaciones, ya que el criterio adecuado para determinarlo fue el de su sustentabilidad: con el dólar fijado a 10 000 australes, la base monetaria existente en marzo de 1991 equivalía aproximadamente a las reservas internacionales del Banco Central.⁴ Ante las opiniones que sugerían llevar a cabo una última devaluación antes de congelar la tasa cambiaria, las autoridades económicas argumentaron que ese reajuste sería inútil, pues se trasladaría íntegramente y casi de inmediato a los precios. De este modo, se arrojó el ancla cambiaria con una cotización del dólar relativamente baja, en comparación con el nivel real que tuvo en promedio entre 1983 y 1988.

A partir del 1° de enero de 1992, el austral fue reemplazado por el peso (con un peso = 10 000 australes). De ese mismo año data la ley que modifica la carta orgánica del Banco Central, medida que completa la reforma monetaria. Esa ley instituye la independencia del Banco Central respecto de los demás poderes del Estado; le prohíbe emitir títulos o certificados de colocación compulsiva, así como remunerar reservas bancarias; prohíbe "otorgar garantías (...) que cubran obligaciones de las entidades financieras, incluso las originadas en la captación de depósitos"; limita severamente su capacidad de otorgar descuentos y adelantos transitorios a las entidades financieras (su plazo no puede exceder los treinta días corridos ni su monto superar el del patrimonio de la entidad); y res-

tringe, tanto en sus montos como en su modalidad, la posibilidad de financiar al gobierno.⁵ Estas disposiciones procuran prevenir una emisión descontrolada, como la que podría sobrevenir por el financiamiento monetario de un desequilibrio fiscal o cuasi fiscal, o por un rescate masivo del sistema financiero.

2. Alcance de la reforma

Con estas medidas, la función emisora del Banco Central se acercaba a la de una caja de conversión, que emitiría o absorbería moneda en función de las variaciones de las reservas de divisas. Aún podía influir sobre la masa monetaria y sobre la liquidez de los bancos, a través de la fijación de los encajes bancarios, y nada le impedía, en principio, realizar operaciones de contracción de la base monetaria. Por otro lado, la inclusión, entre las reservas externas destinadas a respaldar a la base monetaria, de una proporción de títulos del gobierno denominados en dólares daba algún margen a la expansión de la base monetaria más allá de la acumulación de las reservas internacionales genuinas. Pero, en lo sustancial, este conjunto de reformas tendía a quitarle al Banco Central la función de prestamista de última instancia del sistema bancario y a limitar severamente el financiamiento monetario de un desequilibrio fiscal.

La adopción de esta serie de normas supone renunciar a importantes instrumentos de política económica en las áreas cambiaria, monetaria y financiera. La decisión obedeció a una necesidad de corto plazo: era imperativo dar credibilidad a un programa antiinflacionario que venía después de otros muchos que no habían podido mantenerse. La convertibilidad, la relación legal por la cual "un peso es igual a un dólar", el compromiso del respaldo en divisas de la moneda emitida, apuntaban a trasladar a la moneda nacional las cualidades monetarias que había adquirido el dólar en la economía argentina (ya era unidad de cuenta y reserva de valor y había ganado algún terreno como medio de pago, sobre todo durante las aceleraciones inflacionarias). Esas garantías podían ser vulneradas: siempre podría devaluarse mediante un decreto "de

³ Entre las reservas internacionales computadas como respaldo de la base monetaria, el gobierno incluye el oro, las divisas, las colocaciones realizables, la posición neta con Aladi y también los títulos públicos argentinos denominados en dólares, valuados a su precio de mercado, en posesión del Banco Central. En rigor, esos últimos no debieran ser considerados como un componente de las reservas internacionales, independientemente de la moneda en que están denominados, ya que no constituyen activos sobre el extranjero. La particularidad de este componente de las reservas está implícitamente reconocida al disponerse que su participación no puede ir más allá de 20% de las reservas totales.

⁴ En rigor, ese criterio sólo sirve para determinar un valor mínimo para la cotización del dólar; cualquier valor superior hubiera sido, *a fortiori*, aún más sustentable. Otros criterios eran posibles para definir un tipo de cambio sustentable: por ejemplo, los referidos a la capacidad de lograr un determinado saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

⁵ El Banco Central ya no podía otorgar préstamos directos ni garantizar obligaciones de los gobiernos en la esfera nacional, provincial o municipal. Únicamente podía financiar al gobierno mediante la compra, a precios de mercado, de títulos de la Tesorería General de la Nación, hasta un monto equivalente a una tercera parte de las reservas de libre disponibilidad. Además, esas tenencias no podían crecer a más de 10% por año. Véase Argentina, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, 1994, pág. 20.

necesidad y urgencia" (y se han dictado centenares, antes y después del plan de convertibilidad) y, como veremos más adelante, la idea del respaldo de la moneda emitida es en gran medida ilusoria. Pero la adopción de reglas rígidas resultaba necesaria para convencer a los agentes económicos que esta vez el programa iba en serio. Y parte de esa seriedad debía reposar en la duración a la que aspiraba el régimen instituido.

En este punto se plantea el problema del horizonte temporal del régimen de la convertibilidad. ¿Era en esencia un conjunto de medidas destinado a romper las expectativas inflacionarias, a generar un círculo virtuoso de estabilización, reactivación y aumento de la recaudación impositiva, sobre la base del cual sería posible reintroducir luego normas monetarias y cambiarias más flexibles? ¿O iba más allá, y constituía un régimen cambiario y monetario duradero, capaz de enmarcar y favorecer el proceso de desarrollo a largo plazo? La propia opinión de las autoridades económicas y políticas no ha sido del todo clara al respecto y es posible que haya ido variando. Algunas declaraciones del Ministro de Economía apuntaban a un horizonte relativamente corto (algunos años); otras, del propio ministro y del Presidente de la Nación, hacían pensar en un régimen para muchos decenios.⁶

En este último caso, estaríamos frente a una mo-

dalidad de funcionamiento del sistema monetario y bancario que va mucho más allá de un programa anti-inflacionario. Nos acercaríamos al régimen automático al que aspiraba, entre otros, Henry Simons. Según este autor, "en un sistema de libre empresa, necesitamos obviamente de reglas del juego definidas y estables, especialmente en lo que se refiere a la moneda. Las reglas monetarias deben ser compatibles con un funcionamiento razonablemente suave (*smooth*) del sistema. Sin embargo, una vez establecidas, deben funcionar mecánicamente (...) Para plantearlo de manera paradójica: necesitamos diseñar y establecer con la mayor inteligencia un sistema monetario lo bastante bueno como para poder, a partir de ese momento, aferrarnos a él irracionalmente —por la fe— como a una religión".⁷

El tiempo transcurrido desde abril de 1991 brinda elementos de juicio para evaluar si estamos frente a un sistema que responde aceptablemente a las exigencias de Simons, o si es necesario reintroducir, de un modo u otro, la función de prestamista en última instancia o la posibilidad de modificar la política cambiaria. Se trata de determinar en qué medida y bajo qué condiciones el régimen de convertibilidad puede ser apto no sólo para favorecer la estabilidad monetaria, sino para encuadrar un crecimiento sostenido y para sortear situaciones de crisis.

III

El sistema bancario durante la expansión: 1991-1994

1. Crecimiento de los depósitos bancarios

La Argentina entró en el decenio de los noventa con bajísimos niveles de monetización. A los efectos de una inflación crónica se agregaron los episodios hiperinflacionarios de 1989 (el IPC se elevó en 5 000%) y 1990 (más de 1 300%). Por otra parte, el plan Bonex

de enero de 1990 congeló gran parte de los depósitos bancarios a plazo fijo. El coeficiente de liquidez (me-

⁶ En una columna de opinión difundida por Reuters el 2 de febrero de 1996, el Ministro de Economía, Domingo Cavallo, estimaba que "el régimen de convertibilidad del peso argentino se está demostrando exitoso no sólo como instrumento clave de la estabilidad tras la hiperinflación sino que también contribuye a generar un clima propicio al crecimiento sostenido".

⁷ Simons, 1936, p.14. Menos ambicioso, Friedrich A. Hayek consideraba hacia la misma época que mantener "el sistema semiautomático del patrón oro" era mejor que reemplazarlo por una moneda administrada de manera más o menos arbitraria: "Temo que en el actual estado de los conocimientos, los riesgos de ese intento sean mucho mayores que los inconvenientes del sistema del patrón-oro". Véase Hayek, 1975, p. 198 (edición inglesa de 1931). Mucho tiempo después, con su propuesta de desnacionalizar la moneda mediante la implantación de la banca libre, este autor modificará la solución sugerida, pero no el problema que quería resolver, cual era el poder discrecional de los gobiernos en la política monetaria. Al contrario, ese problema le parecía aún más grave: "Con el abandono del patrón oro y de los tipos fijos de cambio, los bancos centrales han adquirido un poder discrecional aún mayor que el que tenían cuando todavía procuraban ajustarse a reglas firmes". Véase Hayek, 1980, p. 179.

dido por M3 como porcentaje del PIB⁸) de 1990 era de apenas 5.4%, frente a 12% en 1987 y 24% en 1980.

En esas condiciones, la desinflación que trajo el programa de convertibilidad, combinada con la abundante oferta de capitales extranjeros, permitió una rápida remonetización, que llevó el coeficiente de liquidez a 17% del PIB en 1994. El flujo de capitales externos permitió una acumulación apreciable de reservas internacionales (gráfico 1), pese al aumento explosivo de las importaciones de bienes y servicios (6 400 millones en 1990, 18 200 en 1992, 25 100 en 1994) que convirtió el fuerte excedente de 1990 en la balanza comercial en un déficit creciente a partir de 1992.

Junto a las reservas aumentó la base monetaria y, con ella, la liquidez de los intermediarios financieros. Pudo entonces ampliarse la provisión de crédito al sector privado, aprovechando tanto la mayor capaci-

dad crediticia del sistema bancario como los bajos niveles de endeudamiento iniciales de muchas empresas y familias. Por último, la creación de moneda bancaria se reflejó en un aumento de los depósitos (gráfico 2).

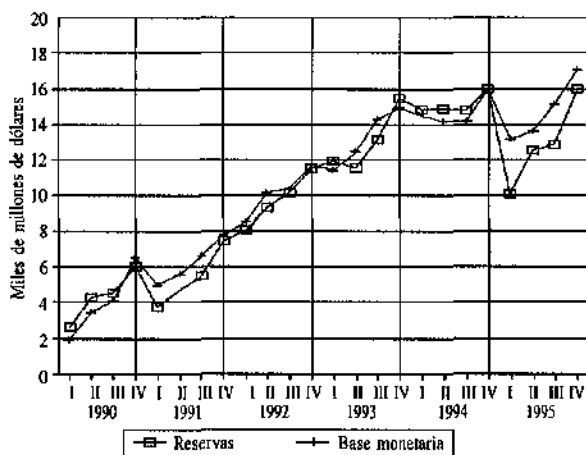
La expansión crediticia y monetaria se refleja en los balances del Banco Central, de las entidades financieras y del sector privado no bancario. Los cuadros 1, 2 y 3 muestran la variación de los grandes rubros del activo y del pasivo de estos agentes, entre el comienzo del régimen de convertibilidad (abril de 1991) y la víspera de la crisis mexicana (noviembre de 1994).

Los balances bancarios muestran una expansión cuantitativa importante (+57% en el activo y el pasivo del Banco Central, +123% en los de las entidades financieras), en la cual tienen destacado papel las operaciones en moneda extranjera. En el balance del Banco Central, la acumulación de reservas internacionales corresponde a 73% del crecimiento de los activos. Para las entidades financieras, los préstamos en dólares representan 59% del aumento de los préstamos totales (incluso la compra de títulos valores), en tanto el incremento de los depósitos en moneda extranjera representa 55% del aumento total de los depósitos privados (otro 35% corresponde al aumento de los depósitos a plazo en moneda nacional, y 10% al incremento de los saldos en cuenta corriente).

La entrada de capitales extranjeros de corto plazo fue determinante en esta evolución. El balance de

GRÁFICO 1

Argentina: Reservas internacionales del Banco Central y base monetaria, 1990-1995



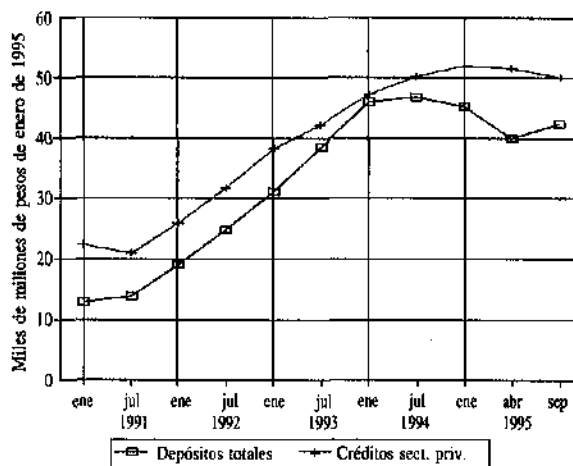
Fuente: Sobre la base de cifras del Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

Las reservas internacionales no incluyen los títulos nacionales en poder del Banco Central. Por "base monetaria", se entiende la circulación monetaria más los depósitos en pesos de las entidades financieras en el Banco Central entre 1990 y 1994. A partir de 1995, debido a las sucesivas reformas de reglamentación, se reemplaza el concepto de base monetaria, primero, por el de "pasivos monetarios del Banco Central", y luego por el de "pasivos financieros del Banco Central". En la nota 17 se explican estos conceptos.

⁸Nos estamos refiriendo a los medios de pago (billetes en manos de particulares más cuentas corrientes, es decir M1) más los depósitos a interés denominados en pesos (esa suma constituye M2) más los depósitos denominados en dólares. Algunas publicaciones denominan a este agregado "M3 ampliado".

GRÁFICO 2

Argentina: Entidades financieras, depósitos y créditos al sector privado



Fuente: Sobre la base del Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

Los saldos fueron transformados en valores constantes utilizando el IPM, nivel general.

CUADRO 1

Argentina: Variación de saldos en el balance del Banco Central entre abril de 1991 y noviembre de 1994
(Millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Activos sobre el exterior	13 403	Obligaciones con organismos internacionales	-867
Financiamiento al gobierno	2 560	Depósitos oficiales	453
Créditos a entidades financieras	2 439	Cuentas varias	8 760
		Circulación monetaria fuera del sistema financiero	6 311
		Circulación monetaria en entidades financieras	1 051
		Depósitos de entidades financieras	2 695
Total	18 402	Total	18 402

Fuente: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

CUADRO 2

Argentina: Variación de saldos en el balance consolidado de las entidades financieras^a entre abril de 1991 y noviembre de 1994
(Millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Efectivo	1 051	Créditos externos netos	1 583
Cuenta corriente en el Banco Central	3 051	Depósitos oficiales	4 951
Préstamos y valores sector oficial	2 439	Depósitos privados a la vista, moneda nacional	3 254
Préstamos y valores privados, moneda nacional	13 382	Depósitos privados a plazo, moneda nacional	10 713
Préstamos a privados, moneda extranjera	20 679	Depósitos privados en moneda extranjera	16 922
Otras cuentas del activo	8 054	Obligaciones con el Banco Central	4 862
		Otras cuentas del pasivo	-1 063
		Capital y reservas	5 946
Total	47 120	Total	47 120

Fuente: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

^a Comprende bancos y cajas de ahorro, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles y cajas de crédito.

CUADRO 3

Argentina: Variación de saldos de algunos rubros del balance consolidado del sector privado no financiero, entre abril de 1991 y noviembre de 1994
(Millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Circulante	6 311	Créditos bancarios en moneda nacional	13 382
Depósitos bancarios a la vista	3 254	Créditos bancarios en moneda extranjera	20 679
Depósitos bancarios a plazo, moneda nacional	10 713		
Depósitos bancarios a plazo, moneda extranjera	16 922		
Total	37 199	Total	34 061

Fuente: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

pagos —en la nueva presentación del FMI— muestra un flujo neto extraordinario de las “otras deudas de corto plazo” del sector privado no bancario en 1992 y 1993 (no hay cifras comparables para 1994): entraron 7 900 millones de dólares el primer año, y 10 500

millones el segundo.⁹ Visto el crecimiento de los depósitos en moneda extranjera del sistema bancario

⁹ Véase FMI, 1995a.

argentino (subieron de 5 500 millones de dólares en julio de 1991 a 20 500 millones en julio de 1994), puede deducirse que gran parte de ese capital se depositó en el sistema bancario.

El proceso de remonetización registrado entre 1991 y 1994 puede observarse en los activos del sector privado no financiero (cuadro 3), que aumenta su demanda de M1 (circulante y depósitos bancarios a la vista) y de M3 (M1 más los depósitos bancarios a plazo, en pesos y en dólares). El cuadro 3 contabiliza la variación de sólo algunos rubros de los balances de los agentes privados no financieros (aquellos que son la contraparte del sistema financiero local) y por lo tanto no presenta un equilibrio contable. Sin embargo, se advierte que, a grandes rasgos, son del mismo orden de magnitud los aumentos de los activos monetarios y de los pasivos bancarios: se trata de un proceso que está canalizado por el sistema financiero local. Más aún, el que los activos considerados aumenten algo más que los pasivos sugiere que los agentes privados no financieros han aumentado sus pasivos externos, o disminuido sus activos en el exterior (es decir, han repatriado capitales).

Para evaluar la solidez o fragilidad de esta expansión financiera cabe examinar, del lado del pasivo bancario, el plazo y la naturaleza de sus recursos, y del lado del activo, el destino y uso del crédito.

La masa de los depósitos bancarios son de corto plazo, aunque ya no se permiten los plazos fijos a una semana que predominaban en los años ochenta. A fines de 1994, los recursos en moneda nacional se componían principalmente de cuentas corrientes (22%), cajas de ahorro (28%) y depósitos a plazo fijo (45%). Las cajas de ahorro ofrecen tasas de interés bastante inferiores a las de los depósitos a plazo fijo (3.3% anual en 1994, frente a 8.2%), pero tienen alta liquidez (se permiten varios retiros durante el mes); el 90% de los depósitos a plazo fijo en moneda nacional estaba pactado de 30 a 89 días, y sólo el 10% a 90 días o más. La mayor parte de los depósitos en dólares son a plazo fijo y en su casi totalidad (99%), el plazo va de 30 días a un año (no hay información pública del plazo medio exacto).¹⁰

El crecimiento de los depósitos en moneda extranjera fue el factor más importante de la expansión de los depósitos bancarios, crecimiento que obedeció a la afluencia masiva de capitales externos, principalmente de corto plazo. Ahora bien, el peso de los capitales

de origen externo y de corto plazo en la estructura de los recursos bancarios es un factor de fragilidad financiera. Tratándose de dinero atraído por las perspectivas de ganancias en la bolsa de valores o por el diferencial entre tasas de interés internas y externas, cualquier reducción de esos incentivos puede provocar su rápida salida.

2. Destino del crédito

En cuanto al uso de los créditos bancarios (cuya expansión se refleja en los rubros del activo del cuadro 2), se advierte que al tiempo que aumentaba el volumen del financiamiento otorgado, cambiaba considerablemente su destino. El cuadro 4 muestra la estructura sectorial (según la actividad principal del prestatario) al inicio de la expansión crediticia y cómo ésta fue evolucionando.

Al lanzarse el programa de convertibilidad, se desarrollaron rápidamente los préstamos a las familias y al comercio minorista, mientras disminuía a menos de la mitad la parte de los préstamos a la industria manufacturera. Este fuerte aumento del financiamiento del consumo favoreció la recuperación económica, pero contribuyó también al rápido aumento de las importaciones y fue un factor de la disminución del ahorro nacional registrada entre 1990 y 1992. La disminución relativa del crédito a la industria no significó una reducción absoluta del financiamiento a esa actividad —por el contrario—, dada la expansión global del crédito. De cualquier forma, estas cifras muestran la escasa prioridad que el sistema bancario asignó a la reestructuración de un sector que debía enfrentar cambios radicales en las reglas del juego, en especial en lo relativo a la apertura económica y al tipo de cambio.

Datos importantes que ayudan a inferir el uso que se da a los créditos son los relativos al plazo y al interés al que están contratados. No se dispone de la información precisa de los saldos de los préstamos según su plazo,¹¹ sin embargo, se puede comprobar la

¹⁰ Datos extraídos de: Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

¹¹ Existen sí datos sobre el flujo crediticio, es decir de los montos prestados cada mes al sector privado no financiero; en éstos predominan abrumadoramente las operaciones de corto plazo. En noviembre de 1994, en las operaciones en moneda nacional (75% del total pactado ese mes), el 81% del flujo de préstamos correspondió a adelantos en cuenta corriente, 14% eran préstamos a sola firma a menos de 90 días y 3% préstamos personales a menos de 180 días; esos tres rubros suman así 98%. Los plazos son algo más largos para los préstamos en moneda extranjera, en los que los tres conceptos mencionados suman 59% de las operaciones totales. Naturalmente, los préstamos de corto plazo tienen una rotación mucho mayor que los de plazo largo, por lo que no puede inferirse de estos datos cuál es la estructura por plazo de los saldos crediticios.

CUADRO 4

Argentina: Distribución del financiamiento, 1990-1995^a
(Porcentajes)

A fines del primer trimestre de:	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Producción primaria	8.8	9.4	11.5	12.4	11.5	10.7
Industrias manufactureras	36.5	25.7	20.4	19.6	19.1	17.8
Construcción	6.8	6.7	5.8	5.1	4.1	4.2
Electricidad, gas, agua	4.7	3.5	2.8	1.4	2.3	1.9
Comercio mayorista	5.2	4.3	5.5	5.7	6.1	5.1
Comercio minorista	2.0	2.5	6.8	9.0	10.1	10.0
Servicios y finanzas	23.8	23.6	21.1	22.7	24.1	24.3
Familias	9.9	21.0	22.7	20.3	18.0	20.3
Otros	2.3	2.3	3.4	3.7	4.7	5.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

^a Incluye el financiamiento (tanto en pesos como en dólares) otorgado por los bancos y cajas de ahorro, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda y a las cajas de crédito.

importancia relativa de algunas formas típicas de financiamiento de corto plazo, como los adelantos en cuenta corriente (20% del saldo de préstamos a mediados de 1995), los préstamos a sola firma (30% del total) y los créditos personales (10%), en tanto el saldo de los préstamos hipotecarios y prendarios, reunidos, representaba 24% del total.¹²

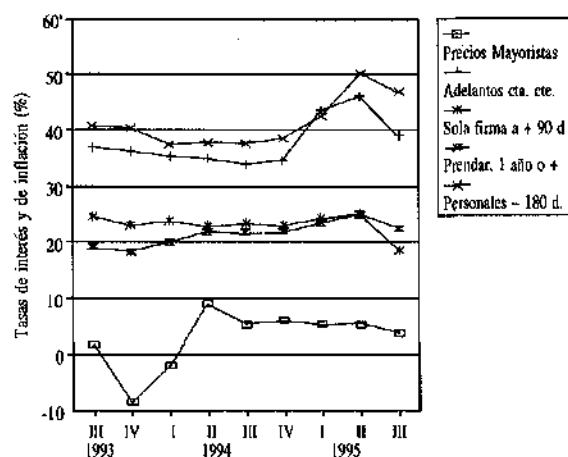
Las tasas de interés se ubicaron en valores que, en un marco de muy baja inflación, pueden considerarse elevados (véase el gráfico 3). Durante 1993 y 1994 (es decir, antes de desatarse la crisis mexicana) las tasas reales anualizadas para los adelantos en cuenta corriente y los préstamos personales oscilaban, a grandes rasgos, entre un 25% y un 55%. A esos valores, puede conjeturarse que estos fondos no se aplicaban al financiamiento de la inversión, sino a necesidades de liquidez de corto plazo de las empresas y al crédito de consumo. Las tasas eran menores para los préstamos prendarios y para los documentados a sola firma, entre 15% y 30% real anual; estos costos también parecen excesivos para el financiamiento de proyectos de inversión. Por su parte, aunque algo más bajos en términos nominales, los préstamos en dólares también eran relativamente caros, sobre todo si se tiene en cuenta la existencia de algún riesgo cambiario (véase el gráfico 4).

Esto no quiere decir que el plan de convertibilidad haya sido el causante de las elevadas tasas reales de

¹² Véase Banco Central de la República Argentina, 1995a). El plazo de una parte (no determinada) de los préstamos prendarios es inferior al año.

GRAFICO 3

Argentina: Tasas de interés nominales anualizadas de préstamos en pesos del sistema financiero y tasa de variación del índice de precios al por mayor nacional

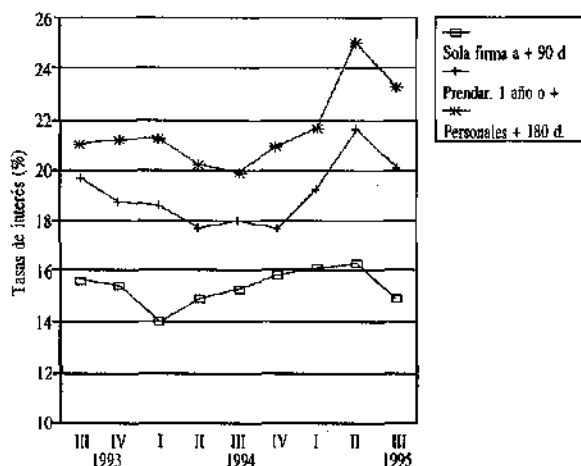


Fuente: Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números, e INDEC, *Estadística mensual*, varios números

interés; por el contrario, tanto las tasas pasivas como las activas bajaron significativamente a partir de abril de 1991. Sin embargo, las tasas activas se mantuvieron en valores muy superiores a los internacionales, lo que ha tenido varias repercusiones sobre el sistema bancario. Así, tanto por razones de costos como de plazos, las empresas que tienen acceso directo al crédito externo lo han preferido en general al ofrecido por el sistema financiero local, privando a los bancos de

GRAFICO 4

Argentina: Tasas de interés nominales anualizadas de préstamos en dólares del sistema financiero



Fuente: Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

una parte de sus clientes de primera línea. En cambio, otros prestatarios (típicamente, empresas pequeñas y medianas) se vieron apremiados por el proceso de apertura y reestructuración económica, todo lo cual tendía a influir negativamente sobre la calidad de la cartera de préstamos.

El análisis de las causas de las elevadas tasas activas de interés rebasa los límites de este artículo. Sin embargo, vale la pena hacer resaltar el amplio margen entre las tasas pasivas y las activas, problema persistente de la economía argentina durante los últimos veinte años, junto con una serie de comisiones y pagos de servicios que también encarecen el servicio bancario. Estos costos de la intermediación financiera no pueden ser atribuidos, como en los años ochenta, a la extrema desmonetización y al rápido giro de la moneda bancaria causadas por la inflación (si bien es cierto que hay mucho campo para aumentar la bancarización de la economía argentina). Parte del elevado costo bancario ha sido atribuido por las entidades a la incidencia de la cartera irregular que soportan, importante desde antes de la crisis de 1995. En efecto, las dificultades en el cobro de los créditos obligan a las entidades a castigar créditos o constituir provisiones de incobrabilidad, lo que exige la obtención de elevados ingresos operativos.¹³ Si esto fuera cierto, estaríamos ante un círculo vicioso en el que las elevadas tasas de interés serían a la vez causa y efecto de los elevados niveles de incobrabilidad.

Sería impropio hacer generalizaciones sobre la base de cifras agregadas, especialmente para un sistema bancario tan segmentado como es el argentino. La configuración de un círculo vicioso como el sugerido no parece existir para un segmento del sistema bancario constituido por los grandes bancos privados, los extranjeros y algunos oficiales, pero sí tendría importancia para un gran sector de la banca provincial, cooperativa y del interior, y para determinados prestatarios (pequeña y mediana empresa y familias). Esta diferenciación dentro del sistema bancario quedó al desnudo durante la crisis de 1995.

En suma, por la orientación de su financiamiento y los niveles de las tasas de interés, el sistema financiero en su conjunto no parece haber destinado parte importante del crédito al financiamiento de la inversión, y desde ese punto de vista no aparece como un agente eficaz para consolidar un proceso de acumulación. La expansión del volumen crediticio sí apoyó la reactivación de 1991-1994, dando vigor a la demanda atrasada de bienes de consumo duraderos y proveyendo de capital de giro (aunque a un costo elevado) a las empresas. Desde ese punto de vista, el sistema financiero favoreció indirectamente la capacidad de las empresas para autofinanciar sus inversiones, capacidad que ha sido, históricamente, la fuente principal de financiamiento de las empresas argentinas.¹⁴ Pero sigue sin resolverse el divorcio entre las operaciones más rentables para el sistema bancario y las necesidades de inversión de las empresas y la economía en general, así como el elevadísimo margen entre las operaciones bancarias activas y pasivas.

¹³ Un informe de Goldman, Sachs & Co. se refiere a "la aparente inconsistencia de amplios márgenes en las tasas de interés y baja rentabilidad" de las entidades bancarias, y las explica por "los costos directos e indirectos de los préstamos de baja calidad", a los que se agregan altos costos de operación. Véase Corrigan y Stocker, 1996, p. 32 y 33.

¹⁴ Véase Feldman, 1978.

IV

La crisis de 1995

1. La convertibilidad puesta a prueba

Antes de sobrevenir la crisis mexicana (en diciembre de 1994), la economía argentina presentaba síntomas que despertaban cierta inquietud. El desequilibrio de su cuenta corriente no dejaba de crecer: llegó a 10 mil millones de dólares en 1994, cifra equivalente a 54% de las exportaciones de bienes y servicios.¹⁵ Las cuentas públicas arrojaron un déficit significativo en el segundo semestre de 1994, tras haber mostrado superávit en 1992 y 1993. Los recursos corrientes (recaudación impositiva y previsional) se estancaron y tendieron a disminuir durante ese semestre, a consecuencia de la reforma previsional (vigente desde agosto de 1994), que restó recursos al gobierno, y de una desaceleración en el ritmo de actividad. En ese marco, la desocupación abierta llegó a 12.2% en octubre, en tanto la subocupación alcanzaba 10.4% (frente a tasas que en ambos casos eran de 9.3% un año antes). Por su parte, los mercados de capitales se resintieron con el alza en la tasa de interés internacional de corto plazo: en noviembre, el índice de las cotizaciones de la bolsa de comercio ya había perdido cerca de 25% respecto de febrero (el máximo del año). La economía argentina enfrentaba una contradicción: sus niveles de actividad y de crecimiento llevaban a un desequilibrio externo creciente, pero cualquier desaceleración del crecimiento podía agravar el cuadro fiscal y afectar a la ya insuficiente creación de puestos de trabajo. La dependencia de la entrada de capitales para enfrentar esta contradicción era cada vez mayor.¹⁶

No es, pues, de sorprender que la crisis mexicana haya tenido en Argentina un impacto más fuerte y más prolongado que en otros países de la región: "Argentina fue el primer país en experimentar presiones de los mercados financieros, probablemente porque tenía algunos de los rasgos macroeconómicos que ca-

racterizaban a México, incluyendo un régimen de cambio fijo, una tasa de ahorro interna baja, un sistema bancario débil, y un significativo déficit en su balanza corriente" (FMI, 1995b), p. 64). En ese marco se produce una fuga de capitales, con la mengua consiguiente de las reservas y, en menor medida, de la base monetaria¹⁷ (véase nuevamente el gráfico 1).

Los recursos destinados a la compra de divisas provinieron principalmente de los depósitos bancarios a plazo del sector privado que disminuyeron algo más de 18% entre noviembre de 1994 y abril de 1995. En un primer momento, los depositantes tuvieron desconfianza de la estabilidad del tipo de cambio y los depósitos en pesos se convirtieron en depósitos en dólares; los saldos totales a fines de enero de 1995 eran 5% inferiores a los de fines de noviembre de 1994, pero los

¹⁷ En este punto, una advertencia se hace necesaria, ya que el propio concepto de base monetaria cambió durante 1995. El 12 de enero de 1995, el Banco Central "dolarizó" los encajes en pesos de las entidades financieras; la intención aducida fue la de "alejar los temores del mercado de una eventual devaluación", ya que a partir de ese momento, "el dinero inmovilizado en el Banco Central quedó libre del riesgo de posibles devaluaciones que perjudicarán a las entidades financieras" (véase Argentina, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, Secretaría de Programación Económica, 1995b). Este cambio de unidad monetaria justificó que se retiraran esos depósitos del agregado "base monetaria", que quedó reducido a la sola circulación monetaria. Uno de los pilares de la convertibilidad, cual era la relación cuantitativa entre las reservas internacionales y la base monetaria, podía desdibujarse con un simple cambio de definiciones. Sin embargo, a partir de ese momento, las reservas internacionales pasaron a "respaldar" otro agregado, denominado "pasivos monetarios" del Banco Central, que junto a la circulación monetaria incluían los depósitos de las entidades financieras en cuenta corriente denominados en dólares. Posteriormente se produjo un nuevo cambio de la reglamentación, por el que se reemplazaron a los encajes obligatorios (no remunerados) por "requisitos de liquidez" en instrumentos remunerados, que podían ser constituidos en determinados activos externos o internos; entre estos últimos se cuentan las Letras de Liquidez Bancaria emitidas por el Estado nacional, o pases pasivos del Banco Central. Este nuevo cambio llevó a modificar el agregado "respaldado" por las reservas, que fue bautizado "pasivos financieros del Banco Central", y que está compuesto por los rubros de los "pasivos monetarios", más la posición neta de pases, las letras de liquidez bancaria y los depósitos del gobierno (que son los "efectuados por la Tesorería correspondientes a lo recaudado de las entidades financieras por colocación de Letras de Liquidez Bancaria y los depósitos en cuentas operativas del Gobierno Nacional en el BCRA". Véase, para una explicación detallada: Argentina, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, Secretaría de Programación Económica, 1995a), p. 138.

¹⁵ A título de comparación, ese mismo año el déficit corriente como porcentaje de las exportaciones fue de 3% en Brasil, 7% en Chile y 24% en Colombia. En cambio, esa relación llegó a 58% en México (sin incluir la maquila).

¹⁶ Para una visión sintética de las consecuencias económicas del programa de convertibilidad y de los desafíos que enfrentaba aun antes de la crisis mexicana, puede consultarse el trabajo de Porta, 1995.

depósitos en dólares habían crecido moderadamente. A partir de entonces, cundió el temor por la solvencia del sistema financiero y ambos tipos de depósitos disminuyeron; parte de los saldos restantes se reorientaron hacia los bancos considerados más sólidos.

Los bancos aumentaron fuertemente sus tasas de interés pasivas, para tratar de retener los depósitos: en la Capital Federal y Gran Buenos Aires, la tasa anual se duplicó: por colocaciones a plazo fijo en pesos, subieron de 9% en noviembre de 1994 a 20% en abril de 1995; en dólares, el alza fue de 6% a 11%. Las tasas de interés activas se elevaron hasta llegar en promedio a 50% anual para los adelantos en cuenta corriente; en el interior del país y para deudores de segunda línea (en particular, empresas pequeñas y medianas) se llegó a tasas de 80% o más. Los créditos no sólo se encarecieron, también fueron más difíciles de obtener, aun para muchas renovaciones habituales de préstamos de corto plazo. Muchos prestatarios se vieron así abocados a una situación de cesación de pagos, lo que deterioró la cartera de los bancos. El cuadro 5 muestra, al menos parcialmente, esta evolución.

Este cuadro debe ser leído sólo como una aproximación del fenómeno. Ante todo hay que tener en cuenta el comportamiento habitual de los bancos que los lleva a renovar una parte de los créditos que desearían cobrar, sin conseguir hacerlo. Antes que declarar la falencia de un deudor (en especial cuando éste es importante o mantiene una vieja relación como cliente), se prefiere mantener el crédito en situación normal. Durante una crisis, no es bueno exponer en toda su magnitud el deterioro de la propia cartera de préstamos (haría más difícil, por ejemplo, el acceso a préstamos interbancarios), y además se evita tener que constituir elevadas provisiones.

También es difícil comparar las cifras de 1994 y 1995. Entre mediados de 1994 y principios de 1995 se modificó la metodología de la clasificación de los créditos, de manera que durante varios meses se presentaba la situación de una parte (decreciente) de la cartera con el criterio viejo, y la otra con el nuevo. Una tercera parte de la cartera correspondiente a noviembre de 1994 todavía está clasificada según la antigua metodología. Aunque para esa fecha hay falta de homogeneidad en los componentes de la cartera irregular, ésta no parece alterar los órdenes de magnitud ni, por lo tanto, las grandes líneas del análisis; de hecho, los porcentajes de cartera irregular para el conjunto del sistema financiero eran prácticamente idénticos en ambos subconjuntos: el clasificado según la norma antigua y el que sigue la nueva reglamentación.

En el cuadro 5 vale la pena destacar no sólo el gran aumento de la cartera irregular, sino también los altos niveles ya existentes en noviembre de 1994. Esta evidencia podría corroborar los análisis que afirman que "una crisis bancaria estaba gestándose aun antes de la crisis mexicana".¹⁸

Se había llegado a un punto crucial (teórico y práctico) del régimen de la convertibilidad. La pérdida de reservas debería desencadenar un ajuste automático, a través de la restricción monetaria y crediticia. Esta haría subir las tasas de interés y reduciría el gasto interno; el ajuste del nivel de actividad convertiría el déficit comercial en excedente, gracias a la reducción de las importaciones, y los capitales retornarían, atraídos por los altos rendimientos financieros. Así, se recompondrían las reservas internacionales y se recuperaría el crédito interno.¹⁹

Aun si ese ajuste fuese insuficiente para detener la salida de capitales, se creía que la convertibilidad no correría peligro, siempre y cuando las reservas internacionales fueran suficientes. Según un estudio del FMI, "si las salidas de capital son suficientemente amplias, una caja de conversión podría derrumbarse debido a la escasez de activos externos. Si al comienzo toda la moneda nacional no estuviera cubierta, la caja de conversión podría quedarse sin reservas antes que se convirtiera toda la masa de moneda nacional. Si realmente existiera un respaldo completo, las salidas masivas de capitales podrían llevar a la eliminación de la moneda nacional de la circulación y a su reemplazo por la moneda de reserva extranjera. La caja de conversión seguiría existiendo —aunque con un saldo muy reducido— y todavía estaría preparada para cambiar activos externos por moneda nacional al tipo de cambio original."²⁰ En ese trabajo se advierte que la situación generaría costos, sobre todo para el sistema financiero, debido a los "bruscos aumentos en las tasas de

¹⁸ Véase Corrigan y Stocker, 1996, p. 55.

¹⁹ "El ajuste al exceso de gasto es automático. Si disminuye la entrada de capitales, el gasto disminuye automáticamente, sin necesidad de devaluación, y como prueba de esto uno puede ver las reducciones que han experimentado las importaciones durante los meses de enero y febrero de este año, mientras que las exportaciones han seguido aumentando, y así el déficit en cuenta corriente ha disminuido prácticamente a la mitad. Este es el proceso de ajuste que no requiere someter a la población a drásticas redistribuciones de ingreso con medidas como las devaluaciones (...). Por el alza en la tasa de interés (...) en Argentina se están ajustando tanto el consumo como la inversión". Véase el reportaje al Ministro de Economía, Domingo Cavallo en *El Mercurio*, 1995.

²⁰ FMI, 1995b, p. 124. Hemos traducido "currency board" por caja de conversión.

CUADRO 5

Argentina: Cartera irregular de las entidades financieras, como porcentaje de los préstamos totales y del patrimonio neto, y valores en pesos (noviembre de 1994 y noviembre de 1995)^a

	En millones de pesos		Como porcentaje de los préstamos		Como porcentaje del patrimonio	
	Nov. 1994	Nov. 1995	Nov. 1994	Nov. 1995	Nov. 1994	Nov. 1995
Bancos públicos nacionales	3 200	3 812	26.1	28.3	73.0	79.6
Bco. Prov. de Buenos Aires	1 532	1 614	21.8	21.3	141.4	132.5
Otros bancos de prov. y munic.	4 454	4 999	41.6	49.2	330.0	579.8
Bancos privados, capital nacional	2 042	3 037	8.4	12.9	54.2	75.4
Bancos privados, capital extranjero	868	1 263	6.9	9.1	52.2	56.5
Bancos cooperativos	845	730	14.7	23.3	84.1	120.7
Compañías financieras	121	186	11.2	24.0	71.2	120.8
Cajas de crédito	21	25	15.5	23.6	34.9	44.6
<i>Total del sistema financiero</i>	<i>13 084</i>	<i>15 667</i>	<i>17.6</i>	<i>21.6</i>	<i>97.9</i>	<i>112.4</i>

Fuente: Elaborado sobre la base de Banco Central de la República Argentina, *Estados contables de las entidades financieras*, varios números.

^a Se considera irregular la cartera que, según la Comunicación A 1112 del Banco Central (antigua metodología), estaba "con arreglos", "con atrasos", "con riesgo de insolvencia", "en gestión judicial" y "en quiebra o liquidación", así como la cartera comercial que, según la Comunicación A 2218, estaba "con riesgo potencial", "con problemas", "con alto riesgo de insolvencia" o era "irrecuperable", y la cartera de consumo o vivienda que tenía "cumplimiento inadecuado", "cumplimiento deficiente", era "de difícil recuperación" o era "irrecuperable".

interés, que degradarían la calidad y liquidez de los activos, precisamente cuando más necesaria es la liquidez. Por consiguiente, una rígida adhesión a una caja de conversión frente a una salida de capitales en gran escala puede suponer la inestabilidad del sistema bancario" (FMI, 1995b, p. 125). En definitiva, una conversión masiva de pesos en dólares no era deseable, pero tampoco era inconcebible experimentarla sin abandonar la convertibilidad. El mensaje del equipo económico, hacia fines del año 1994, era que si el público quería reemplazar sus saldos en pesos por saldos en dólares, el gobierno estaba en condiciones de convalidar su opción. Podría desaparecer la moneda nacional, no el sistema de convertibilidad.

Para asegurar esa invulnerabilidad del sistema frente a una demanda masiva de dólares, se había afirmado —con cierta dosis de ambigüedad— que la moneda emitida estaba plenamente respaldada. Veamos esto más de cerca. En primer lugar ¿de qué moneda se estaba hablando? Ciertamente no de la masa monetaria en poder de los agentes no financieros (M3), que en todo momento fue muy superior a las reservas internacionales, aun si se admitía una definición abusivamente amplia de éstas. Según el régimen de la convertibilidad, el monto de las reservas debe ser al menos equivalente al de la base monetaria, pero no es ésta la que puede presionar sobre el mercado de divisas. La base monetaria es un pasivo del Banco Central compuesto por el circulante (los billetes en poder

del público) y los depósitos de los bancos en el Banco Central. Ninguno de estos agregados monetarios son saldos especulativos. Tanto el público como los bancos los utilizan para sus necesidades más elementales: el público para sus transacciones cotidianas, los bancos para sus pagos interbancarios y para la constitución de las reservas legales. No es, por consiguiente, la base monetaria existente la que puede volcarse al dólar y absorber las reservas internacionales del Banco Central: son básicamente los depósitos de corto plazo colocados a interés, que no están incluidos en la base monetaria, pero que representan el grueso del agregado M3.

Esta distinción tiene consecuencias prácticas. Una es de orden cuantitativo: cuando la crisis se inició, a fines de 1994, el monto de M3 triplicaba el de las reservas. Otra consecuencia se refiere a los mecanismos de una corrida hacia el dólar: "si se compraran los dólares utilizando la base monetaria, los compradores estarían renunciando a la liquidez en australes, lo que puede llevar a una reversión próxima de la corrida: los requerimientos normales de liquidez obligarán a canjear nuevamente los dólares por australes. Pero si, como hemos señalado, lo que converge al dólar no es la base monetaria sino M3 (y dentro de M3, básicamente los depósitos bancarios a interés), los que especulan con el alza de la divisa por la insostenibilidad del tipo legal de cambio no están renunciando a la liquidez: ya lo habían hecho antes. Así, los especulador-

res no pierden márgenes de maniobra, pero sí afectan la de los bancos a los que les faltará rápidamente billetes (que son base monetaria) para devolver depósitos. Los bancos subirán sus tasas de interés para tratar de frenar la corrida, demandarán préstamos interbancarios a tasas de interés crecientes y, finalmente, acudirán al Banco Central.²¹ Es lo que ocurrió en los primeros meses de 1995.

El Banco Central se encontró así frente a un viejo dilema, pero con una complicación suplementaria: la nueva normativa le había dejado menos instrumentos a su disposición. Atenerse al mecanismo teórico del ajuste automático suponía dejar que los bancos respondieran al retiro de depósitos con sus recursos líquidos, con su capacidad de endeudamiento (con el exterior o con otros bancos más líquidos) y mediante la recuperación de los créditos otorgados.

Estas respuestas son insuficientes ante un retiro más o menos generalizado de depósitos. La liquidez de las entidades financieras, sumando el circulante en caja, los depósitos en el Banco Central y los encajes integrados sobre los depósitos en moneda extranjera alcanzaban, en noviembre de 1994, a 9 100 millones de pesos, algo menos de 20% de los depósitos totales. Bastante antes del agotamiento absoluto de su liquidez, el sistema bancario quedaría en rojo al no poder integrar los encajes obligatorios sobre los depósitos. Los préstamos interbancarios sirven para facilitar el funcionamiento normal del sistema bancario más que para enfrentar una corrida, ya que las entidades con alguna liquidez tratan de asegurar su propia solvencia antes que aprovechar ocasiones de ganancias financieras. De cualquier forma, aun si se socializara toda la liquidez de las entidades bancarias, sería insuficiente ante un movimiento importante de retiros. Esto es cierto tanto para los depósitos en pesos como en dólares. Los encajes de estos últimos no llegaban, en noviembre de 1994, a 3 000 millones de dólares, para 21 000 millones de depósitos en dólares. Es cierto que los bancos tienen acceso a las reservas del Banco Central, en virtud de la ley de convertibilidad, pero para comprar esos dólares deben presentar moneda central (base monetaria), de la que justamente están escasos.

Queda el recurso al cobro de los préstamos concedidos. Las dificultades prácticas son evidentes: los préstamos bancarios son menos líquidos que los depósitos, en la medida en que los bancos cumplan con una de sus funciones, cual es la de transformar (alargar) los

plazos de los activos financieros. Además, exigir bruscamente el pago de numerosos créditos lleva a una depresión económica, que hace imposible su cobro efectivo. También hay que considerar que para obtener la liquidez en moneda central (base monetaria) o en dólares, que es la que exigen los depositantes que quieren sacar sus ahorros del sistema financiero local, no basta con cobrar un crédito por un monto análogo al que exige el depositante. Si el deudor devuelve el préstamo girando sobre su cuenta en el mismo banco A que le prestó el dinero, el banco ve disminuir simultáneamente su activo (el préstamo) y su pasivo (el depósito del deudor), sin hacerse de liquidez en moneda central; si la empresa o la familia endeudada gira sobre otro banco (B), el banco A podrá exigir, en la cámara de compensación, el monto correspondiente en moneda central al banco B, con lo que le trasmite su propia necesidad de liquidez. El sistema bancario en su conjunto sigue requiriendo base monetaria.²² Esta aparecerá si el deudor paga en efectivo o girando sobre una cuenta en el exterior. El hecho es que, conceptualmente, se requiere hacer exigible una masa de créditos mayor que el monto de moneda central inicialmente requerido, en un proceso que se transmite a otros bancos. Se entraría en una deflación de créditos.²³

2. El manejo de la crisis

Veamos a continuación qué ocurrió en la práctica: cómo evolucionaron los balances de los distintos agentes durante los primeros meses de la crisis (cuadros 6, 7 y 8) y, en particular, cuál fue la respuesta del Banco Central.

El cuadro 6 muestra la reducción de reservas internacionales (-2 706 millones), superior a la contracción de la base monetaria (-886 millones). La pérdida de reservas fue muy intensa entre fines de diciembre y fines de marzo: -5 832 millones de pesos o dólares, es decir, 36.3% del saldo a fines de 1994. En abril de 1995 se empezó a recibir apoyo financiero externo de organismos multilaterales (+1 909, véase el cuadro 6),

²² El mecanismo no cambia en lo esencial para los depósitos y préstamos en dólares: si se salda un crédito girando contra otra cuenta en moneda extranjera del sistema bancario local, se traslada la exigencia de liquidez de un banco a otro, pero no se la elimina para el sistema en su conjunto.

²³ Tales procesos son propios de las crisis deflacionarias, que se han producido cuando ante la crisis económica y bancaria, los bancos no encuentran apoyo de un prestamista de última instancia. Véase el análisis clásico de Fisher, 1933.

²¹ Véase Calcagno, 1991, p. 14.

CUADRO 6

Argentina: Variación de saldos en el balance del Banco Central entre noviembre de 1994 y abril de 1995
(Millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Activos sobre el exterior	-2 706	Obligaciones con organismos internacionales	1 909
Financiamiento al gobierno	-1 786	Depósitos oficiales	60
Créditos a entidades financieras	2 063	Cuentas varias	-3 512
		Circulación monetaria fuera del sistema financiero	367
		Circulación monetaria en entidades financieras	-572
		Depósitos de entidades financieras	-681
Total	-2 429	Total	-2 429

Fuente: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

CUADRO 7

Argentina: Variación de saldos en el balance consolidado de las entidades financieras^a, entre noviembre de 1994 y abril de 1995
(Millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Efectivo	-565	Créditos externos netos	1 581
Cuenta corriente en el Banco Central	-750	Depósitos oficiales	-312
Préstamos y valores sector oficial	-475	Depósitos privados a la vista, moneda nacional	-170
Préstamos y valores privados, moneda nacional	-1 309	Depósitos privados a plazo, moneda nacional	-3 829
Préstamos a privados, moneda extranjera	989	Depósitos privados en moneda extranjera	-2 622
Otras cuentas del activo	-1 870	Obligaciones con el Banco Central	1 778
		Otras cuentas del pasivo	-869
		Capital y reservas	464
Total	-3 980	Total	-3 980

Fuente: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

^a Comprende los bancos y cajas de ahorro, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles y cajas de crédito.

CUADRO 8

Argentina: Variación de saldos de algunos rubros del balance consolidado del sector privado no financiero, entre noviembre de 1994 y abril de 1995
(Millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Circulante	367	Créditos bancarios en moneda nacional	-1 309
Depósitos bancarios a la vista	-170	Créditos bancarios en moneda extranjera	989
Depósitos bancarios a plazo, moneda nacional	-3 829		
Depósitos bancarios a plazo, moneda extranjera	-2 622		
Total	-6 254	Total	-320

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

pero aún se mantenía la salida de depósitos desde el sistema bancario y la demanda neta de dólares por parte de los particulares. Esa pérdida de depósitos se mantuvo hasta que las elecciones de mediados de mayo (en las que se reeligió al gobierno saliente) despejaron las

incógnitas políticas que se agregaban a la incertidumbre económica.

Los cuadros 7 y 8 muestran la disminución de los depósitos bancarios. Esa reducción afectó a todas las clases de depósitos, pero de manera muy desigual. Los

depósitos oficiales y los depósitos privados a la vista disminuyeron relativamente poco (-312 y -170 millones de pesos, lo que representa disminuciones de -4.5% y -4.1%, respectivamente), pero los depósitos a plazo cayeron mucho más: -26.6% para los depósitos en pesos, -12.5% para los denominados en moneda extranjera, totalizando casi 6 500 millones de pesos. Las diferentes tasas de disminución de los depósitos privados (en dólares o pesos) muestran la existencia de un riesgo cambiario.

Se comprueba también que la consiguiente presión sobre las reservas internacionales tuvo su origen en los depósitos a plazo, que disminuyeron fuertemente, y no en M1, cuyo saldo quedó estable (en efecto, la leve disminución de los depósitos a la vista fue compensada por un ligero aumento del circulante fuera del sistema financiero). Por otra parte, el hecho de que disminuyeran todos los depósitos (cualquiera fuera la moneda en la que estaban pactados) es señal de que existía desconfianza, no sólo sobre la estabilidad cambiaria, sino también sobre la solvencia del sistema financiero.

Para enfrentar la disminución de sus depósitos, las entidades financieras debieron recurrir a sus disponibilidades, tanto en pesos como en divisas. Se utilizaron saldos de efectivo y reservas en el Banco Central, y también cayeron (de 3 000 a 1 400 millones de dólares) las reservas sobre los depósitos en dólares, constituidas principalmente por depósitos en la sucursal de Nueva York del Banco de la Nación Argentina y en otros bancos extranjeros. En el cuadro 7 se observa que esa disminución coincide con el aumento de un rubro del pasivo (créditos externos netos) de los bancos.²⁴ El uso de los recursos líquidos propios, sin embargo, resultaba insuficiente para responder a la demanda de devolución de depósitos, aunque era excesivo en lo que hace a la obligación de mantener los encajes legales mínimos. El ajuste automático habría llevado a un proceso de deflación de créditos y, probablemente, a una caída en cadena de numerosos bancos y empresas. No hubo tal ajuste. Así, en el cuadro 7 se observa que frente a una caída de unos 7 000 millones de pesos en los depósitos bancarios entre fines de noviembre de 1994 y fines de abril de 1995, el saldo global de los créditos al sector privado (sumando los créditos en pesos y en dólares) solamente disminuyó en 320 mi-

llones. Las razones pueden ser múltiples: algunos créditos no eran inmediatamente exigibles, y muchos que sí lo eran (por ejemplo, créditos de corto plazo renovables para el capital de trabajo de las empresas) no pudieron ser cobrados en plena crisis económica. Estas falencias frecuentemente no se hacen públicas, y dan lugar a renovaciones forzosas de los créditos.

Transponiendo los movimientos bancarios al balance consolidado del sector privado no financiero (cuadro 8), se observa la desproporción entre la reducción del activo (depósitos bancarios y circulante) y el pasivo (deudas con los bancos). La contraparte de esta reducción del activo debe buscarse fuera del sistema financiero local, en la constitución de activos en divisas en el exterior o "bajo el colchón". Nótese, por otra parte, que la masa monetaria M1 (circulante y cuentas a la vista) en poder del sector privado no financiero no disminuye (en realidad, aumenta levemente). Es decir, fueron los saldos de los depósitos a plazo, no la moneda usada para las transacciones (parte de la cual es base monetaria) la que se utilizó para adquirir dólares.

No hubo, pues, ajuste automático para enfrentar la disminución de los depósitos bancarios. Hubo una fuerte intervención —por acción y por omisión— del Banco Central. Por una parte, redujo considerablemente el requisito de encajes mínimos. Es así como los porcentajes de reservas obligatorias sobre los depósitos en cuentas corrientes y depósitos de ahorro común cayeron de 43% en diciembre de 1994 a 33% entre enero y julio, y a 20% en agosto. Los encajes sobre los depósitos a plazo fijo (tanto en dólares como en pesos) eran de 3% en diciembre; cayeron a 1% en enero-febrero, subieron a 2% luego, para desaparecer en agosto de 1995.²⁵ Por añadidura, el Banco Central cobró a las entidades que no conseguían cumplir con los requisitos de encajes tasas de interés sobre el faltante muy inferiores a las que en ese momento se pedían en el mercado interbancario, y permitió contabilizar los fondos disponibles en la caja de los bancos para la constitución de hasta un 50% de los efectivos mínimos.

Estas medidas resultaron insuficientes. Apremiados por la iliquidez, los bancos procuraron cobrar los

²⁴ El recurso a fondos externos por parte de las entidades financieras aparece también en la nueva presentación del balance de pagos, que muestra un ingreso de 1 566 millones de dólares hacia el sector bancario (excluido el Banco Central) durante el primer trimestre de 1995.

²⁵ A partir de noviembre de 1995 se reemplazó el sistema de encajes no remunerados por el de "requisitos mínimos de liquidez" sobre el total de los pasivos, que se pueden constituir con instrumentos financieros remunerados, que pueden ser internos (Letras de Liquidez Bancaria emitidas por el Gobierno Nacional o pases pasivos del Banco Central) o externos (en una cuenta del Deutsche Bank de Nueva York, bonos de gobiernos de la OCDE, etc.). Los requisitos varían de 0 a 15% según los plazos de vencimiento de los distintos pasivos bancarios.

créditos concedidos y vender o ceder en garantía sus títulos públicos. Ambos rubros del activo disminuyeron, como se observa en el cuadro 7. Pero no resulta sencillo para un banco cobrarles a empresas en plena contracción de sus ventas, del nivel general de actividad y de la oferta crediticia, y en cambio las consecuencias sobre la economía de una —aún incipiente— deflación de los créditos resulta sumamente costosa.²⁶ En esa situación se fue reinstuyendo progresivamente la función de prestamista en última instancia del Banco Central que, como vimos, había quedado fuertemente limitada —aunque no totalmente abolida— en el régimen monetario vigente.

En un primer momento, se alentó desde la autoridad monetaria el funcionamiento de una red de seguridad de los bancos privados, por la cual los bancos con mayor liquidez comprarían su cartera a los más necesitados. Sin embargo, los abusos en las tasas de descuento aplicadas sobre buenas carteras llevaron a establecer una nueva red de seguridad a través del Banco de la Nación (estatal). El Banco Central creó a tal efecto un depósito indisponible por el 2% del monto total de los depósitos existentes al 30 de noviembre de 1994, debiendo integrarse en la cuenta que el Banco Central mantiene en el Banco de la Nación. Sobre esta base, el Banco de la Nación podía auxiliar a las entidades ilíquidas mediante la compra de algunas de sus carteras crediticias. El monto de esa asistencia durante el primer trimestre de 1995 alcanzó a 982 millones de pesos.²⁷ Finalmente, el 1° de marzo, a través de un decreto, se reformó la ley 24144 que establece la carta orgánica del Banco Central. Con esta reforma se facilitó el otorgamiento por el Banco Central de “adelantos por iliquidez transitoria” a las entidades, eliminando condicionamientos en plazos y garantías, que quedaron a discreción del Banco Central. Este también fue facultado a ceder o vender a las entidades que tuvieran excedentes de liquidez, los créditos que hubiera adquirido de las entidades ilíquidas. El Banco Central asumía así directamente el manejo de la red de seguridad bancaria; si a esto se le agrega la importante

inyección de liquidez al sistema bancario a través de sus operatorias de pases con títulos públicos,²⁸ vemos que el Banco Central había retomado en gran medida, en marzo de 1995, sus funciones de prestamista en última instancia. En mayo de 1995, el sistema financiero había recibido cerca de 3 500 millones de pesos, por concepto de redescuentos y pases otorgados por el Banco Central. Ese monto equivalía a un 50% de los depósitos perdidos desde fines de noviembre de 1994.

La historia del redescubrimiento de la importancia de un prestamista en última instancia no termina allí. A fines de marzo, se anunció la formación de un Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria, cuyo financiamiento (unos 2 600 millones de dólares) se basaría en préstamos del Banco Mundial y en la colocación de un bono argentino suscrito por entidades financieras locales y bancos extranjeros (unos 1 000 millones de dólares cada grupo).²⁹ Este Fondo debía facilitar y financiar parcialmente la capitalización, reestructuración o venta de entidades financieras con problemas. Paralelamente, se anunció la formación del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial, destinado a apoyar la privatización de bancos provinciales. Se financiaría con la caución de acciones de YPF en manos del Estado (1 300 millones de dólares), y préstamos del BID (750 millones de dólares) y del Banco Mundial (500 millones). Por último, en diciembre de 1996 se concretó un acuerdo con trece bancos internacionales liderados por el Chase Manhattan, en torno a un crédito contingente por hasta 6 100 millones de dólares que estaría disponible “en caso de que existiera una desconfianza generalizada sobre el sistema financiero argentino o que el sistema requiriera una liquidez internacional adicional además de los fondos de que ya disponen los bancos”.³⁰ En tal caso, los bancos extenderán automáticamente una línea de crédito al solo requerimiento del Banco Central, contra la garantía de títulos argentinos. El costo de este programa es compartido por el Banco Central y los bancos que quieran tener acceso a ese financiamiento, y asciende a una tasa de compromiso (cerca de 0.6%) mientras no se usen los fondos, y a LIBOR más 2.2% en caso de utilizar la línea.

La intervención del Banco Central para enfrentar la crisis bancaria también se orientó a frenar la salida de los depósitos. Por una parte, volvió a instaurar una

²⁶ “Los problemas de iliquidez [de los bancos] derivaron en la casi total desaparición del crédito privado. Las entidades renovaban préstamos a plazos entre uno y siete días, a tasas que alcanzaron un 70% anual en pesos y un 55% en dólares. Esas tasas se llegaron a incrementar hasta 10 puntos porcentuales en entidades que, ante la necesidad de fondos para cubrir pasivos, presionaban de esa forma a sus clientes para que cancelaran sus acreencias. ...Las Pymes, que el año pasado obtenían crédito a tasas no menores a 4% mensual, tuvieron que renegociar sus deudas a tasas no menores de un 8-9% mensual, mientras que prácticamente no tuvieron acceso a nuevas líneas de crédito”. (Véase FIEL, 1995b).

²⁷ Véase FIEL, 1995a, pp. 16 y 17 y 1995d, p. 17.

²⁸ Una operación de pase consiste en la compra de títulos al contado y una simultánea venta a futuro.

²⁹ Véase FIEL, 1995c, p. 18.

³⁰ Declaraciones del Ministro de Economía Roque Fernández, del 20 de diciembre de 1996. (Reuters)

garantía oficial de los depósitos que había sido abolida en ocasión de la reforma de la carta orgánica del Banco Central de 1992. Por la otra, toleró pasivamente la suspensión *de facto* de la restitución de depósitos por parte de numerosas entidades financieras.³¹ Según la jerga del medio financiero, esas entidades "se sentaron" sobre los depósitos, y simplemente disponían reprogramaciones forzosas de los vencimientos de los plazos fijos, o bien establecían montos máximos para los retiros. Esta permisividad por parte del Banco Central permitió la subsistencia de entidades que técnicamente habían caído en insolvencia. Con la Comunicación A 2319 del 21 de marzo, el Banco Central fue más allá en esta táctica de transferir los problemas de los bancos a sus clientes. A partir de ese momento, en lugar de excluir de la cámara compensadora a la entidad que no dispusiera de liquidez para saldar (en moneda central) los pagos debidos a otras entidades, se dispuso rechazar el cheque emitido por el agente no financiero, aun cuando la cuenta sobre la que fue girado tuviera fondos.

De este modo, por acción y por omisión, el Banco Central influyó decisivamente para controlar la crisis bancaria y evitar el cierre de varias entidades. Como se comprobaría después, el objetivo de las autoridades era evitar una caída en cadena que alimentara la corrida bancaria, y no el de preservar para siempre a todas esas entidades. Por el contrario, se propuso obrar (y así se anunció inequívocamente) en favor de una mayor concentración del sistema bancario.³²

³¹ La permisividad oficial fue explícita. A la pregunta "Un banco que no devuelve los depósitos ¿puede no ser suspendido?", el Presidente del Banco Central (y luego, Ministro de Economía) Roque Fernández respondió: "Así es. La ley en ningún lado obliga a suspender al banco que pueda tener un problema puntual" (reportaje publicado en *Ambito Financiero* 1995c, p. 25). De este modo, así como en ocasión del Plan Bonex, ciertos depósitos perdieron súbitamente su liquidez. La diferencia entre los dos episodios radica en que en el segundo, esta medida no fue general, y provino más de una práctica tolerada que de una resolución formal. ¿Se hubiera ido más allá de haberse prolongado la salida de los depósitos y la reducción de las reservas? La posibilidad fue reiteradamente desmentida, pero entre muchos depositantes existió el temor de que el gobierno echara mano a un Plan Bonex II.

³² La afirmación del Ministro de Economía según la cual en el sistema financiero "sobran cien entidades" (la mitad de las entonces existentes) no contribuyó a tranquilizar a los depositantes. El ministro precisó entonces su pensamiento, mostrando que en medio de la crisis no perdía de vista sus objetivos de largo plazo: "hay demasiados bancos, pero esto no significa que haya bancos que tengan que desaparecer por quiebra. Tienen que ser absorbidos por otros bancos más grandes o se tienen que fusionar entre ellos. Y tiene que haber un proceso que deje un menor número de entidades, pero más fuertes y, sobre todo, con menores costos operativos. Esto es un proceso que se ha empezado a dar, nosotros lo vamos a apoyar mucho." Véase *Ambito Financiero*, 1995a, p. 2.

La pérdida de reservas se detuvo con el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional; en abril de 1995, éste depositó 1 640 millones de dólares y comprometió otros 1 200 a desembolsar en varias cuotas. Aunque los montos comprometidos fueron mucho menores que los que se dedicaron al rescate de México, permitieron un cambio de las expectativas y una recuperación en las cotizaciones de los mercados de capitales, que venían cuesta abajo desde diciembre de 1994 (de hecho, la tendencia a la baja de la bolsa de comercio comenzó en el primer trimestre de aquel año, con la elevación de la tasa de interés de los Estados Unidos). La salida de depósitos bancarios se mantuvo un tiempo más, aproximadamente hasta las elecciones presidenciales de mayo de 1995.

El recurso al financiamiento externo por parte del gobierno nacional y del Banco Central fue un factor decisivo para contener la crisis cambiaria en su momento más agudo y luego recomponer las reservas internacionales y remonetizar la economía. Es así como durante los tres últimos trimestres de 1995, el Banco Central aumentó su endeudamiento externo en 1 930 millones de dólares (debido esencialmente a desembolsos del FMI), mientras el gobierno nacional lo hizo en 5 360 millones (básicamente por colocación de títulos y desembolsos de organismos multilaterales), pese a que amortizó préstamos por 2 300 millones de dólares. El gobierno nacional también recibió, en la segunda mitad del año, casi mil millones de dólares por privatizaciones. Estos 8 300 millones de dólares pueden compararse con el incremento de las reservas internacionales del Banco Central, que se elevaron de unos 10 000 millones de dólares a fines de marzo de 1995, a casi 16 000 millones a fines de diciembre.

3. Algunas consecuencias de la crisis sobre el sistema financiero

Cuando, en el segundo semestre del año, se alejó tanto la posibilidad de una devaluación como la de una quiebra generalizada de bancos, hubo un retorno de depósitos y una disminución de las tasas de interés. Sin embargo, no se volvió a la situación anterior a la crisis, la que afectó de manera diferente a los distintos tipos de bancos. El sistema financiero quedó con una cartera de menor calidad y con una menor capacidad o disposición para retomar una expansión de la oferta de créditos.

La crisis de 1995 provocó una reestructuración significativa del sistema financiero. La rápida salida de depósitos entre noviembre de 1994 y marzo de 1995

afectó a casi todas las entidades, pero con una intensidad muy variable. El sistema financiero perdió en ese lapso 15.2% de sus depósitos totales (sumando pesos y dólares), que se destinaron principalmente a la constitución de saldos en divisas fuera del sistema financiero; pero junto a ese movimiento general se produjo otro de redistribución de los depósitos: los depositantes que querían mantenerse en el sistema financiero local escogían los bancos en función de la solvencia que les atribuían. Esto se refleja en una pérdida de depósitos tanto menor cuanto mayor era la entidad financiera (cuadro 9).

Debe recordarse que algunas entidades debieron suspender unilateralmente la devolución de depósitos, lo que puede sugerir que, para algunos grupos, las tasas del cuadro 9 subestiman los retiros exigidos por los depositantes. Al pasar el momento más agudo de la crisis y disminuir la pasividad del Banco Central ante el incumplimiento de esas entidades, el proceso de

concentración siguió profundizándose. En efecto, o bien la entidad devolvía los depósitos, y éstos emigraban a otros bancos que mostraban mayor solvencia, o bien no podía devolverlos, y era suspendida, cerrada, desmembrada o fusionada. De este modo, si en noviembre de 1994 las quince primeras entidades recibían 58.2% de los depósitos totales, un año más tarde ese porcentaje era de 67.4%.

El cuadro 10, que compara la situación anterior a la crisis y la vigente un año después, muestra otro aspecto de la reestructuración del sistema financiero que la crisis desencadenó, o al menos aceleró.

Los depósitos totales aún estaban, en noviembre de 1995, un 6% por debajo del nivel de un año antes. Se advierte entre ambas fechas un ligero crecimiento de la participación en los depósitos de los bancos públicos más importantes (básicamente el Banco de la Nación y el Banco de la Provincia de Buenos Aires) y una expansión más importante aún de la participación

CUADRO 9

Argentina: Pérdida de depósitos entre noviembre de 1994 y marzo de 1995 según el tamaño de la entidad financiera

Entidades ordenadas por tamaño ^a	Depósitos en nov. de 1994 (millones de pesos)	Depósitos en marzo de 1995 (millones de pesos)	Tasa de variación (en porcentajes)
de la 1ª a la 10ª	23 984	22 469	-6.3
de la 11ª a la 30ª	10 672	9 181	-14.0
de la 31ª a la 50ª	4 753	3 468	-27.0
de la 51ª a la 100ª	6 427	4 102	-36.2
de la 101ª a la 204ª	2 619	1 840	-29.7
<i>Total sistema financiero</i>	<i>48 454</i>	<i>41 060</i>	<i>-15.3</i>

Fuente: Elaboración sobre datos del Banco Central de la República Argentina, *Estados contables de las entidades financieras*, varios números.

^a Se ordenaron las entidades en función de los depósitos totales que tenían en noviembre de 1994.

CUADRO 10

Argentina: Indicadores de la participación en el sistema financiero de distintos tipos de entidades, noviembre de 1994 y noviembre de 1995

Entidades clasificadas por su forma jurídica y la propiedad del capital	Nº de entidades en nov. 1994	Nº de entidades en nov. 1995	Número de casas, ^a nov. 1994	Número de casas, ^a nov. 1995	Participación en depósitos de 1994	Participación en depósitos de 1995
Bancos públicos de la Nación	4	4	594	578	13.9	14.9
Banco Provincia de Buenos Aires	1	1	306	306	9.5	11.2
Otros bancos de provincias y municipalidades	28	25	810	697	15.6	13.3
Bancos privados, capital nacional	66	56	1 255	1 491	33.4	33.5
Bancos privados, capital extranjero	31	31	397	419	16.1	21.2
Bancos cooperativos	38	11	877	479	10.3	5.2
Compañías financieras	21	18	32	32	1.0	0.7
Cajas de crédito	15	12	21	19	0.2	0.1
<i>Total del sistema financiero</i>	<i>204</i>	<i>158</i>	<i>4 292</i>	<i>4 021</i>	<i>100.0</i>	<i>100.0</i>

Fuente: Sobre la base del Banco Central de la República Argentina, *Estados contables de las entidades financieras*, varios números.

^a Incluye casas matrices y sucursales.

de los bancos extranjeros. La mayor caída ha sido la de los bancos cooperativos, seguida por la de los bancos provinciales y municipales (excluido el Banco de la Provincia de Buenos Aires). Como veremos más adelante, los bancos privados de capital nacional sufrieron una considerable reestructuración, que sin embargo dejó inalterada su parte de mercado.

La evolución más impactante es la de los bancos cooperativos, que entre noviembre de 1994 y marzo de 1995 perdieron casi un tercio de sus depósitos, y en un año bajaron de 38 entidades a sólo 11. Por la pérdida de depósitos varias entidades decidieron fusionarse: cinco bancos cooperativos se reunieron en uno nuevo (Argencoop), y otros ocho dieron origen a un banco privado constituido como sociedad anónima (BISEL). Otros bancos de este sector fueron absorbidos por otras entidades o debieron cerrar sus puertas, siendo posteriormente vendidas sus sucursales y transferidos, en algunos casos, sus activos y pasivos. El caso más importante fue el del Banco Integrado Departamental, que en febrero absorbió —con apoyo oficial— a otras dos entidades cooperativas, para ser poco tiempo después suspendido, y finalmente liquidado en agosto de 1995; el Banco de Boston y el Banco de Galicia fueron sus principales compradores, con el apoyo financiero del Fondo Fiduciario, del Banco de la Nación y del Banco Central.³³

Por otra parte, algunos bancos cooperativos, entre los más grandes, compraron otras entidades o participaron en la liquidación de las fallidas: es el caso del Banco Mayo,³⁴ y también de Hogar de Patricios Coop., Bica, Credicoop, Coopesur y Cooperativo de Caseros. Con la excepción de este último,³⁵ los bancos nombrados lograron recomponer sus depósitos durante el segundo semestre de 1995.

³³ "El Banco de Boston se hizo cargo de 93 sucursales y se comprometió a devolver depósitos hasta 3 000 (75% del total) mientras que los depósitos por montos superiores serían devueltos en un 40% en forma inmediata y el resto del producido por un fideicomiso conformado por los activos a realizar y los pasivos pendientes. Logró asistencia del Fondo Fiduciario, el Banco de la Nación y el Banco Central por 210 millones. Por su parte, el Banco de Galicia adquirió 40 sucursales, cobrando sus depositantes en forma similar a los del Boston. Finalmente, Exprinter adquirió dos sucursales y la restante fue para el Bisel". (Véase FIEL, 1995e, p. 19).

³⁴ Este banco absorbió durante 1995 a los bancos Caudal, Provencor y de Olavarría (privados de capital nacional); Cooperativo de La Plata y Noar (cooperativos) y a la caja de crédito Dardo Rocha. En noviembre de 1995 reunía 530 millones de pesos de depósitos, frente a 320 millones un año antes.

³⁵ El Banco Caseros, que abandonó la forma cooperativa, recibió ayuda del Banco Central (102 millones de pesos) y del Fondo Fiduciario (43 millones), pero no pudo recuperarse de la pérdida de depósitos y de la alta morosidad de su cartera. El 19 de octubre de 1996, el Banco Central suspendió su autorización para funcionar.

Entre los bancos privados constituidos como sociedades anónimas, catorce cerraron o fueron absorbidos durante 1995. Se sumaron a esta categoría seis nuevas entidades, entre ellas tres bancos provinciales privatizados (los de Entre Ríos, Misiones y Formosa) y dos provenientes del sector cooperativo, ya mencionados. Los principales bancos privados participaron, en mayor o menor medida, en la compra de sucursales de entidades en licitación; se trata de los bancos de Galicia, de Crédito Argentino, Francés y Río, todos los cuales se cuentan entre las diez primeras entidades financieras por sus depósitos. Un comportamiento similar siguieron los bancos extranjeros que también están entre los "top ten", esto es, el Citibank y el Banco de Boston. Todos estos bancos expandieron significativamente sus depósitos durante 1995.

La banca extranjera emergió de la crisis como la gran ganadora. Su creciente participación en el negocio bancario parece reflejar las ventajas que tiene en un sistema de convertibilidad y de apertura a los movimientos de capitales. En efecto, su articulación con el exterior le ofrece un acceso a líneas de crédito externas en mejores condiciones que sus competidores, lo que en el marco de la convertibilidad es una ventaja de consideración. En cuanto a la crisis vivida en 1995, no solamente no se vio afectada por el retiro de depósitos (entre noviembre de 1994 y el mismo mes de 1995, sus depósitos aumentaron en 23.7%, y sus financiamientos 9.4%) sino que los grandes bancos extranjeros se vieron indirectamente favorecidos por la fuga de depósitos desde las otras entidades, por ser los principales receptores en el exterior del dinero que sale del país. Su creciente peso en el sistema bancario argentino se vio reforzado con la adquisición, a fines de 1996, del paquete accionario mayoritario del tradicional Banco Francés (en ese momento, el 7º banco por el valor de sus depósitos) por el Banco Bilbao Vizcaya.

Las compañías financieras y las cajas de crédito redujeron su ya escasa relevancia en el sistema financiero: manejaban en noviembre de 1995 volúmenes de depósitos que eran 34% y 38% inferiores, respectivamente, a sus valores de noviembre de 1994.

Por último, mencionemos la situación de la banca pública. El Banco de la Nación apoyó activamente la reestructuración de la banca privada. En medio de la crisis se lo vio como un refugio frente a la fragilidad del sistema financiero, de modo que en noviembre de 1995 ya había recuperado la totalidad de los depósitos perdidos durante la etapa más aguda de la crisis. Pocos bancos públicos evitaron perder depósitos durante 1995. Excepciones notables son el Banco de la Provincia de Buenos Aires y el Banco de la Ciu-

CUADRO 11

Argentina: Préstamos con alto riesgo de insolvencia e irrecuperables. Monto absoluto, porcentaje de los préstamos totales y del patrimonio neto (noviembre de 1995)

	Valor de la cartera en millones de pesos		Como porcentaje de los préstamos		Como porcentaje del patrimonio neto	
	Alto riesgo	Irrecuperable	Alto riesgo	Irrecuperable	Alto riesgo	Irrecuperable
Bancos públicos nacionales	813	935	6.0	6.9	17.0	19.5
Banco de la Provincia de Buenos Aires	479	182	6.3	2.4	39.3	14.9
Otros bancos provinciales y municipales	1 364	2 247	13.4	22.1	158.2	260.7
Bancos privados de capital nacional	1 193	400	5.1	1.7	29.6	9.9
Bancos extranjeros	327	125	2.4	0.9	14.6	5.6
Bancos cooperativos	281	102	9.0	3.3	46.4	16.9
Compañías financieras y sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda	47	34	6.0	4.5	30.2	22.5
Cajas de crédito	8	5	7.7	4.2	14.7	8.0
<i>Total del sistema financiero</i>	<i>4 511</i>	<i>4 032</i>	<i>6.2</i>	<i>5.6</i>	<i>32.4</i>	<i>28.9</i>

Fuente: Elaborado sobre la base de Banco Central de la República Argentina, 1995b.

dad de Buenos Aires, que no solamente son los mayores entre los provinciales y municipales, sino que se destacan en ese grupo por la calidad relativamente buena de sus carteras. Ambos bancos aumentaron su parte del mercado, así como el Banco de La Pampa, que absorbió al Banco de Coronel Dorrego y Trenque Lauquen.

Este amplio proceso de reestructuración fue apoyado activamente por el Ministerio de Economía y las autoridades monetarias. Se dispuso que el Fondo Fiduciario financiaría a los bancos compradores de entidades en licitación —o de sus carteras— hasta por 25% de la operación. Además, esos bancos obtendrían facilidades de efectivos mínimos y refinanciaciones de redescuentos en condiciones ventajosas. Se dispuso igualmente que al banco comprador de una entidad financiera se le transfieran los redescuentos y adelantos otorgados por el Banco Central a la entidad puesta a la venta, con una financiación de 140 meses a una tasa de interés igual a la tasa promedio de la caja de ahorro común: cerca de 3% anual, la más baja del mercado.

La reestructuración, todavía en curso, del sistema financiero no ha sido el único efecto que la crisis ha tenido sobre éste. El sistema bancario en su conjunto lleva ahora el lastre de una cartera de recuperación dudosa (véase el cuadro 11), que lo obliga a una política crediticia más conservadora, y es uno de los factores que mantienen altas las tasas activas de interés.

La confluencia de todos estos factores ha agravado la discriminación en contra de las pequeñas y medianas empresas y de las economías regionales. La desaparición de gran parte de los bancos cooperativos —muchos de los cuales son entidades regionales—, que tradicionalmente orientaban sus créditos hacia ese tipo de agentes y hacia las regiones,³⁶ y la crisis de numerosos bancos provinciales, priva a muchos pequeños prestatarios y productores regionales de sus fuentes habituales de crédito. Además, el hecho de que aquéllos sean percibidos como los prestatarios de menor solvencia, se traduce en un crédito más escaso y, cuando se lo obtiene, más caro. Del lado de los posibles prestamistas, “se ha dado que los bancos prefirieron colocar fondos en pases pasivos con el Banco Central al 5% anual antes que prestar a una PYME a una tasa no menor al 5% mensual”.³⁷

³⁶ Sobre la base de una muestra de 46 bancos privados, se pudo establecer que en 1986 los bancos cooperativos con sede en la Capital Federal destinaban 68% de sus créditos a la pequeña y mediana empresa y 8% a otros pequeños prestatarios, en tanto que para los bancos cooperativos del interior esos porcentajes eran 57% y 33%, respectivamente. Como puntos de comparación, señalemos que los bancos extranjeros destinaban a esos fines 9% y 1% de sus préstamos, y los bancos privados constituidos como sociedad anónima con sede en Capital Federal y Gran Buenos Aires, 13% y 3%. Se trata de elaboraciones propias sobre datos del Banco Central de la República Argentina.

³⁷ Véase FIEL, 1995f, p. 18.

CUADRO 12

Argentina: Variación de saldos en el balance consolidado de las entidades financieras^a, entre abril y septiembre de 1995
(Millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Efectivo	244	Créditos externos netos	-606
Cuenta corriente en el Banco Central	-1 385	Depósitos oficiales	-764
Préstamos y valores sector oficial	4 179	Depósitos privados a la vista, moneda nacional	110
Préstamos y valores privados, mon. nac.	-1 076	Depósitos privados a plazo, moneda nacional	1 046
Préstamos a privados, moneda extranjera	297	Depósitos privados en moneda extranjera	2 425
Otras cuentas del activo	4 146	Obligaciones con el Banco Central	-104
		Otras cuentas del pasivo	4 281
		Capital y reservas	16
Total	6 404	Total	6 404

Fuente: Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín estadístico*, varios números.

^a Comprende los bancos y cajas de ahorro, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles y cajas de crédito.

Otros factores que demoraron la recuperación de los niveles de la oferta de crédito bancario al sector privado fueron la devolución de redescuentos y de líneas de créditos externas; al mismo tiempo, parte de las colocaciones bancarias se orientaron al sector público, que procuraba financiar su déficit (véase el cuadro 12). Del lado de los prestatarios potenciales, el riesgo de endeudarse es mayor, no sólo porque su nivel de endeudamiento es superior al que tenían en 1991, sino también por el marco general de la economía que pone en duda su capacidad de repago (así, los altos niveles de desempleo parecen haber inhibido la demanda de crédito de las familias). Todo esto explica que la paulatina recuperación de los depósitos no tuvo como contraparte un aumento equivalente de los préstamos al sector privado (cuadro 12).

Sólo en 1996 ese financiamiento mostró una recuperación cuantitativa, siempre a la zaga del aumento de los depósitos, y en el marco de un sistema cuya segmentación se había acentuado: puesto que durante la crisis "la conformación del sistema financiero se modificó, con un aumento en la proporción de la capacidad prestable correspondiente a entidades que tienden a orientar su financiación hacia clientes de gran tamaño (...), probablemente se acentuó la diferenciación de los mercados de crédito de modo que, en ciertos momentos, pudieron identificarse al mismo tiempo signos de exceso de oferta de fondos en ciertos segmentos, y de fuertes restricciones de liquidez en otros".³⁸

V

Recapitulación y observaciones finales

1. El alcance de la convertibilidad

Cuando Argentina adoptó su sistema de convertibilidad, muy pocos países tenían un régimen monetario aparentado a una Caja de Conversión. Esos países (Bermuda, Brunei, Islas Caimán, Islas Feroe, Islas Malvinas, Gibraltar, Hong Kong) son muy pequeños, con economías muy abiertas, y en varios casos se tra-

taba de posesiones coloniales.³⁹ Sus experiencias no constituyen, en definitiva, ejemplos relevantes para naciones más grandes, con economías que son forzosa-

³⁸ Véase CEPAL, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, 1996, p. 23.

³⁹ Véase Williamson, 1995. A esta lista se sumaron Estonia (en 1992) y Lituania (en 1994).

mente mucho menos abiertas. Esto explica en buena medida el interés que ha despertado el caso de la Argentina:

Allí, al establecer el régimen de la convertibilidad, se perseguía el objetivo prioritario de controlar un tenaz proceso inflacionario. Sin embargo, desde la mira oficial, se fue afianzando progresivamente la idea de que la convertibilidad no era un mero recurso para salir de la espiral inflacionaria. Por el contrario, se empezó a considerar como un régimen capaz tanto de favorecer un proceso sostenido de crecimiento con estabilidad a largo plazo, cuanto de absorber (mediante un ajuste automático) posibles perturbaciones en el corto plazo. Si fuera ese el caso, estaríamos en presencia de un modelo que otros países podrían tratar de adoptar, especialmente si siguen una estrategia de desarrollo de economía abierta (tanto a los movimientos de bienes como de capitales) y buscan minimizar la acción del gobierno en el área de la política monetaria. Pero si la eficacia de la convertibilidad se limitara a la estabilización de los precios, entonces la adopción de este sistema sólo se justificaría por un período limitado, en países que procuran salir de un proceso de alta inflación y que no encuentran soluciones menos radicales para generar la credibilidad necesaria. Además, para que este régimen fuera preferible a otras medidas de estabilización, habría que reunir ciertas condiciones como la existencia de una indización generalizada de los precios sobre el dólar y una abundante disponibilidad de divisas.⁴⁰

Este trabajo no procura dar una respuesta definitiva al debate acerca de la naturaleza del sistema argentino de convertibilidad (recurso antiinflacionario de corto plazo o régimen monetario duradero), pero trata de aportar elementos de juicio a partir del examen del funcionamiento del sistema bancario bajo la convertibilidad. En particular, se buscó establecer en qué medida ese régimen monetario sirve de marco para el funcionamiento armonioso del sistema bancario y, llegado el caso, permite un ajuste automático en que se pueda prescindir de una intervención directa de la autoridad monetaria; o si por el contrario tiende a

amplificar los ciclos crediticios y afecta así el funcionamiento y la solvencia de las entidades financieras, lo que puede requerir, a la postre, la intervención masiva de un prestamista en última instancia.

2. Convertibilidad y sistema bancario

La posible existencia de una relación particular entre el régimen monetario y cambiario de la convertibilidad y el funcionamiento del sistema bancario no siempre ha recibido la atención que, a nuestro juicio, merece. Ha habido más bien una tendencia a desvincular ambas esferas, llegando incluso a oponerlas; es el caso del propio Ministro Cavallo, que pocos días después de dejar su cargo afirmaba: "la lección que nos dejó el (efecto) tequila es que (...) tenemos un muy buen sistema monetario y que estamos muy lejos de tener un sistema financiero de calidad".⁴¹ Sin embargo, cabe preguntarse ante esta aparente dicotomía, si el marco definido por la convertibilidad incidió, y en qué medida, en la "mala calidad" del sistema financiero.

Está claro que algunas de las medidas que establecieron la convertibilidad incidían directamente sobre la actividad bancaria: es el caso de la eliminación de la garantía de los depósitos, de la fuerte limitación de la potestad del Banco Central para dar liquidez a las entidades financieras y de la prohibición de remunerar encajes bancarios, así como la declaración de la independencia del Banco Central. Si bien estas medidas apuntaban esencialmente a prevenir la emisión descontrolada de base monetaria, de modo de garantizar su respaldo con reservas internacionales, delinearon un nuevo marco para la actividad (por otro lado, ampliamente desregulada) de las entidades financieras. Se esperaba que éstas funcionaran bajo un triple control: el de los depositantes (desprovistos de un seguro estatal), el de la superintendencia del Banco Central y el autocontrol de las propias entidades financieras, advertidas de las limitaciones que encontrarían para obtener redescuentos. Sin embargo, la experiencia posterior no se caracterizó por un control eficaz del sistema bancario ni por una sobria autodisciplina. En esa experiencia, al menos tanto como las normas precitadas, gravitaron los vaivenes de los movimientos internacionales de capital.

La experiencia argentina muestra dos etapas bien diferenciadas, cuya sucesión compone un clásico ciclo

⁴⁰ Para John Williamson, hay tres razones sensatas por las cuales un país puede querer adoptar un sistema de caja de conversión: que se trate de una economía pequeña o abierta; que no haya otra forma de restaurar la confianza en la política económica; y que un país quiera usar su tipo de cambio como un ancla nominal. "En el primer caso, no hay razón por la cual una caja de conversión no pudiera convertirse en un régimen monetario permanente. Pero en la segunda (y tal vez en la tercera) circunstancia, una caja de conversión es un arreglo antinatural y, por consiguiente, probablemente temporal" (Williamson, 1995, p. 34).

⁴¹ Véase la intervención de Domingo Cavallo en el Seminario sobre las reglas de política y lecciones del efecto tequila, en *El Cronista*, 1996, p. 11.

crediticio. La primera etapa (1991-1994) se caracterizó por la rápida expansión de los créditos y los depósitos bancarios; esa expansión se apoyó en buena medida en la afluencia de capitales externos colocados a corto plazo, lo que introdujo un factor de volatilidad potencialmente peligroso para la estabilidad del sistema financiero. Del lado de los activos bancarios, el costo del crédito y la rapidez de su expansión en el marco de la desregulación financiera parecen haber conspirado contra la calidad de los préstamos. En efecto, éstos no se orientaron, en una perspectiva de desarrollo (en la cual la inversión y las innovaciones son requisitos para crecer sostenidamente) hacia los mejores usos y los mejores prestatarios. De hecho, los segmentos del crédito que más crecieron fueron los orientados al financiamiento del consumo (créditos a las familias y al comercio minorista), en tanto que la participación de la industria manufacturera en las carteras bancarias caía a la mitad (de 37% a 18% del total), pese a aumentar en valores absolutos.

El segundo período examinado cubre el año 1995. Comienza con la crisis mexicana de diciembre de 1994, y se caracteriza por una reducción simultánea y de similar magnitud de los depósitos bancarios y de las reservas internacionales, en tanto los préstamos bancarios permanecieron estables. El análisis de esta etapa muestra que la presión sobre las reservas internacionales tuvo su origen en los depósitos bancarios a plazo (tanto los denominados en pesos como los constituidos en divisas), en tanto los medios de pago (M1) se mantenían constantes y la base monetaria (o los "pasivos monetarios del Banco Central" definidos en la nota 17) disminuía sólo ligeramente. El mecanismo de la conversión no se limitaba a asientos contables por los que el Banco Central disminuía simultáneamente un activo (las reservas internacionales) y un pasivo (la base monetaria). En el centro de la escena se situaba el sistema bancario: la incipiente crisis cambiaria, en la que el Banco Central perdió más de un tercio de sus reservas en tres meses, era al mismo tiempo una crisis de liquidez bancaria.

Muchos bancos debieron utilizar sus reservas en moneda central y divisas mucho más allá de lo que les permitían originalmente las exigencias de efectivos mínimos. Algunas entidades también intentaron cobrar los créditos a sus clientes, elevando fuertemente las tasas activas para las renovaciones. Esta presión fue poco eficaz para reducir el volumen de la cartera de créditos, pero sí rebajó su calidad, pues de este modo se afectó la actividad económica y la solvencia de muchos agentes no financieros. Incapaces de enfrentar la salida de depósitos (pese a la fuerte subida de

las tasas pasivas de interés), varias decenas de entidades financieras llegaron a suspender unilateralmente el reintegro de depósitos y el pago de cheques (aunque tuvieran fondos), con la aquiescencia del Banco Central. Este último reinstauró un seguro de depósitos y representó un activo papel de prestamista en última instancia, a través de operaciones de pases, adelantos y redescuentos a los bancos en dificultades. Con tal fin, se revocaron con decretos y resoluciones las disposiciones (algunas de ellas con fuerza de ley) que le vedaban esa función. Asimismo, el Banco Central rebajó las exigencias de encajes y gravó con intereses muy por debajo de los del mercado los incumplimientos en esa materia.

En esa tarea de rescate se asoció al Banco de la Nación Argentina, y se constituyeron redes de seguridad y fondos fiduciarios para dar liquidez al sistema bancario y financiar su reestructuración. En el proceso de reestructuración bancaria, que aún continúa, está actuando de manera determinante el Banco Central, suspendiendo la operatoria de determinados bancos y brindando financiamiento en condiciones muy ventajosas a sus potenciales compradores. Se trata de un proceso que aumenta fuertemente la concentración del sistema bancario, de la cual los bancos extranjeros son los principales beneficiarios. En el marco de la convertibilidad, éstos cuentan con prestamistas de última instancia particulares; por otro lado, esos bancos no sólo fueron poco afectados por los retiros de depósitos en lo más agudo de la crisis, sino que lograron captar (dentro y fuera del país) parte de los depósitos salidos de otras entidades.

Por último, el Gobierno Nacional y el Banco Central obtuvieron créditos externos durante los tres últimos trimestres de 1995, con los que recompusieron las reservas internacionales y favorecieron la remonetización de la economía: entre ambos aumentaron su endeudamiento en 7 300 millones de dólares, aunque se amortizaron préstamos por 2 300 millones de dólares. Pese a la asistencia del Banco Central y al endeudamiento externo al que recurrió el Gobierno, el producto cayó -4,4%, el desempleo superó el 18% de la población activa, aumentó significativamente el nivel de morosidad en las carteras bancarias (que ya era elevado antes de 1995) y debieron cerrar sus puertas (por quiebra, absorción o fusión) 53 entidades financieras entre noviembre de 1994 (cuando eran 204) y noviembre de 1995.⁴²

⁴² Aparecieron nuevas entidades, como fruto de fusiones o nuevos ingresos, por lo que el saldo para ese período arroja una reducción de 46 entidades.

Se comprueba así que la demanda de divisas por los poseedores de recursos monetarios y cuasi monetarios desencadenó un proceso de ajuste muy alejado de los automatismos que se postulaban. Ese proceso también ha mostrado que respaldar la base monetaria con un monto equivalente de reservas internacionales no sirve para el propósito que se le atribuía, cual era garantizar que todo aquel que quisiera cambiar sus pesos por dólares podría hacerlo, y que aun en la situación extrema en la que todos los saldos en moneda nacional quisieran ser cambiados por dólares, la economía seguiría funcionando, plenamente dolarizada. Se vio, en cambio, que ese respaldo no es suficiente para cambiar la totalidad de los activos líquidos (M3), y que mucho antes del agotamiento de las reservas del Banco Central, el sistema bancario entra en crisis: ni es capaz de llevar a cabo una deflación de créditos de gran envergadura, ni puede sostener una hemorragia de depósitos sin la intervención de un prestamista en última instancia. Como en otros episodios de la historia monetaria, se comprueba que los respaldos que se pueden asignar a la moneda emitida, como no sea la propia solidez del conjunto de la economía, funcionan mientras no se los quiera hacer efectivos; su verdadera función es la de reducir la probabilidad de que se rechace la moneda "respaldada" y que se presente masivamente el pedido de conversión.

3. Convertibilidad pura y convertibilidad sucia

Las ciencias sociales no conocen de experimentos puros perfectamente controlados; los fenómenos económicos son el resultado de una multiplicidad de factores que actúan simultáneamente, y lo hacen en un marco cambiante, por lo que siempre es posible postular que, en otras condiciones, los resultados de una experiencia hubieran sido distintos. En el caso que nos ocupa, es legítimo preguntarse en qué medida la inestabilidad financiera que se comprobó en la experiencia argentina es inevitable en el marco de la convertibilidad. O dicho en otros términos, ¿no sería posible adosar a la convertibilidad —que en sí misma tiende a ser procíclica— determinadas políticas capaces de prevenir o moderar esa inestabilidad? A tal efecto, podría instaurarse un control sobre los flujos de capitales externos, y también darse mayores instrumentos para una política monetaria activa, instrumentos que, de hecho, fueron utilizados durante la crisis de 1995.

En Argentina, se optó en favor de una total libertad de movimiento para los capitales, con argumentos que iban desde la confianza en un ajuste automático e

indoloro en caso de reversión de los movimientos de capitales, hasta la negación de cualquier efecto negativo a esos flujos.⁴³ Sin embargo, esa política probablemente obedeció menos a consideraciones doctrinarias que a la dependencia en la que el programa económico se encontró, desde un principio, de la entrada de capitales. La estrategia del gobierno fue la de aprovechar las condiciones económicas prevalecientes en 1991 (indización generalizada de los precios sobre el tipo de cambio, amplia capacidad ociosa, excedente comercial) y la abundante oferta de capitales externos⁴⁴ para fijar el tipo de cambio, estabilizar los precios y reactivar la economía. La fuerte entrada de capitales era entonces indispensable para consolidar la convertibilidad, al permitir tanto el incremento de las reservas internacionales como la rápida recuperación del crecimiento; esta última era crucial para incrementar la recaudación impositiva. El uso del tipo de cambio nominal como ancla cambiaria no pudo evitar cierta inercia inflacionaria (principalmente de bienes y servicios no transables), que en un marco de expansión crediticia y recuperación del gasto agregado dio lugar a un creciente desequilibrio en la cuenta corriente del balance de pagos. A partir de ese momento, el gobierno se encontró en una situación en la que no podía seguir creciendo sin un influjo creciente de capitales externos, y no conseguía mantener el equilibrio fiscal sin un crecimiento sostenido. No se podía entonces dar el lujo de filtrar los capitales: su opción fue la de lograr un ajuste positivo que mantuviera el crecimiento y que, a través de las mejoras en la productividad y de una expansión de las exportaciones, lograra acomodar la economía real al tipo de cambio vigente.

Pasando ahora a un plano más general, podríamos distinguir entre un régimen de convertibilidad amplia o pura, que no admitiría ni el control a los flujos de

⁴³ "No me preocupa el excedente en la cuenta de capitales" es una de las frases de Domingo Cavallo que sintetizan la postura oficial durante la etapa 1991-1994, ante las inquietudes formuladas por el desequilibrio en la cuenta corriente. Ya durante la crisis, el mismo ministro afirmaba, ante la Asamblea del año, en Jerusalén: "fueron muy beneficiosos los ingresos de capital (para apoyar el fuerte crecimiento económico de los últimos años) y ahora es muy favorable la salida" porque apuraba el ajuste estructural de las provincias, facilitando en particular la decisión de sus gobernadores para privatizar los bancos provinciales. (Véase *Ámbito Financiero*, 1995b).

⁴⁴ Aquí se combinan dos factores: uno independiente de la Argentina, que se relaciona con la disponibilidad de capitales para todas las economías emergentes, y otro habitual en las experiencias de estabilización que recurren al ancla cambiaria: con un tipo de cambio fijo y la posibilidad de altos rendimientos financieros en el corto plazo (sea por tasas de interés muy superiores a las internacionales, o por la recuperación de las cotizaciones bursátiles), se produce una brusca entrada (o repatriación) de capitales.

capitales ni una política monetaria activa, y un régimen de convertibilidad limitada o sucia que sí incorporaría esos elementos. El eventual control de los flujos de capital representa una restricción a la convertibilidad en la medida en que se estaría excluyendo a determinados agentes económicos de la posibilidad de convertir sus activos externos en activos en moneda nacional, o viceversa; en el primer caso, tal posibilidad no está prohibida por la ley argentina de la convertibilidad. Esa ley en cambio no deja margen (ni en el espíritu ni en la letra) para negarse a vender las divisas que le sean requeridas a la paridad fijada (equivaldría a abandonar el tipo de cambio fijo). En síntesis, se podría intentar moderar los flujos de capital en la etapa de entrada de capitales, pero es bastante más difícil hacerlo en una situación de pérdida de reservas, sin abandonar lisa y llanamente la convertibilidad. Otra política posible es reservarse un margen para poder enfrentar las situaciones de iliquidez bancaria mediante la reducción de los encajes obligatorios (o requisitos de liquidez) o mediante la emisión monetaria contra

títulos públicos denominados en dólares, dentro de los márgenes permitidos. Esto llevaría a introducir un ingrediente de política monetaria anticíclica, que si bien en la experiencia argentina no atemperó sensiblemente la amplitud del ciclo económico, sí fue importante en el manejo de la crisis. Naturalmente, en la medida en que la calidad del "respaldo" de la base monetaria decrece (es decir, cuando se reduce la parte de las reservas externas genuinas y aumenta la participación de títulos públicos nacionales en las reservas), la convertibilidad tiende a desdibujarse. Así, la introducción de una política monetaria significa el abandono de la idea del ajuste automático y del predominio de las reglas por sobre la autoridad (o la discrecionalidad). Ese esquema de convertibilidad sucia, por el hecho de ser más flexible, puede no cumplir con el requisito de dar suficiente confianza en las etapas iniciales de un plan antiinflacionario, pero es un régimen por considerar en una estrategia de salida progresiva de la convertibilidad; es decir, una salida que no venga forzada por la pérdida de reservas o por una crisis bancaria o fiscal.⁴⁵

Bibliografía

- Ambito Financiero* (1995a): Buenos Aires, Editorial Amfin, 3 de febrero.
- _____. (1995b): Buenos Aires, Editorial Amfin, 4 de abril.
- _____. (1995c): Buenos Aires, Editorial Amfin, 17 de abril.
- Argentina, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos (1994): *Argentina en crecimiento. La reforma económica y sus resultados. El programa "Argentina en Crecimiento, 1993-1995"*, Buenos Aires.
- Argentina, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, Secretaría de Programación Económica (1995a): *Informe económico*, N° 15, Buenos Aires.
- _____. (1995b): *Informe económico*, N° 16, Buenos Aires.
- Banco Central de la República Argentina (varios números): *Estados contables de las entidades financieras*, Buenos Aires.
- _____. (1995a): *Estados contables de las entidades financieras*, Buenos Aires, noviembre.
- _____. (1995b): *Estados contables de las entidades financieras*, Buenos Aires, junio.
- Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos (varios números): *Boletín estadístico*, Buenos Aires.
- Calcagno, A. F., (1991): El nuevo régimen monetario y cambiario: un análisis crítico, *Realidad Económica* N° 99, Buenos Aires, Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (IADE).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe): Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, (1996): *Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1995*, Documento de trabajo, N° 69, LC/BUE/L.152, Buenos Aires.
- Corrigan E. G. y T. Stocker (1996): *Building a Progressive and Profitable National Banking System in Argentina*, Nueva York, Goldman, Sachs & Co., 30 de abril.
- El Cronista* (1996): Buenos Aires, Sociedad Anónima de Ediciones e Impresiones, 13 de agosto.
- El Mercurio* (1995): Santiago de Chile, Empresa Editorial El Mercurio, 5 de marzo.
- Feldman, E. (1978): *Foreign and domestic banks in Argentina (1958-1970)*, Oxford, Reino Unido, tesis de doctorado, mimeo.
- FIEL (Fundación Investigaciones Económicas Latinoamericanas) (1995a): *Indicadores de coyuntura*, N° 342, Buenos Aires, febrero.
- _____. (1995b): *Indicadores de coyuntura*, N° 343, Buenos Aires, marzo.
- _____. (1995c): *Indicadores de coyuntura*, N° 344, Buenos Aires, abril.
- _____. (1995d): *Indicadores de coyuntura*, N° 345, Buenos Aires, junio.
- _____. (1995e): *Indicadores de coyuntura*, N° 346, Buenos Aires, agosto.
- _____. (1995f): *Indicadores de coyuntura*, N° 347, Buenos Aires, septiembre.
- Fisher, I. (1933): The debt deflation theory of great depression, *Econometrica*, vol. I, N° 4, Nueva York, Sociedad de Econometría, octubre.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1995a): *Balance of Payments Statistics Yearbook*, Washington, D.C.

⁴⁵ En este mismo sentido, John Williamson sugiere una política gradualista para abandonar el régimen de caja de conversión, una vez que se haya logrado desarrollar suficiente credibilidad. Consistiría en "agregar gradualmente (al modelo) características que le permiten cumplir con las tareas normales de un banco central en defensa del sistema bancario, lo que desemboca en una progresiva erosión del automatismo, que es un atributo clave de una caja de conversión". (Véase Williamson, 1995, p. 35).

- _____ (1995b): *International Capital Markets, Developments, Prospects and Policy Issues*, Washington D.C.
- Hayek, F. A. (1975): *Prix et production*, Paris, Calmann Lévy (La versión original, en inglés, es de 1931).
- _____ (1980): *Desnacionalización de la moneda*, Buenos Aires, Fundación de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (El original inglés es de 1978).
- INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos) (varios números): *Estadística mensual*, Buenos Aires.
- Porta, F. (1955): *Cuatro años con tipo de cambio fijo: ¿Ajuste estructural o ajuste recesivo?*, Documento de trabajo N° 21, Buenos Aires, Centro de Investigaciones para la Transformación (CENT).
- Simons, H. (1936): *Rules vs. authorities in monetary policy*, *Journal of Political Economy*, vol. 44, Chicago, Illinois, University of Chicago Press, febrero.
- Williamson, J. (1995): *What role for currency boards?*, *Policy Analysis in International Economics*, N° 40, Washington D.C., Institute for International Economics (IIE), septiembre.