

**Distr.
RESTRINGIDA**

**LC/R.1682
5 de noviembre de 1996**

ORIGINAL : ESPAÑOL

C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**EL REGIMEN DE CONVERTIBILIDAD Y EL SISTEMA BANCARIO
EN ARGENTINA */**

***/ Este documento fue preparado por la División de Estadística y Proyecciones Económicas.
No ha sido sometido a revisión editorial.**

96-11-989

INDICE

	Página
RESUMEN	v
INTRODUCCION	1
1. La reforma monetaria	2
a) Principales medidas	2
b) Alcance de la reforma	4
2. El sistema bancario durante la expansión: 1991-1994	6
a) Crecimiento de los depósitos bancarios	6
b) Destino del crédito	11
3. La crisis de 1995	15
a) La convertibilidad puesta a prueba	15
b) El manejo de la crisis	21
c) Algunas consecuencias de la crisis sobre el sistema financiero	27
4. Recapitulación y conclusiones	33
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	40

RESUMEN

El sistema de convertibilidad monetaria mostró su efectividad para dominar la inflación en la Argentina, pero su capacidad para constituir un régimen monetario y cambiario durable y eficiente y para apoyar un proceso estable de crecimiento 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 capitales externos, cuáles son sus interrelaciones con el sistema financiero 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 realizar la convertibilidad.

La crisis de 1995 fue un momento crucial para este análisis. Allí se vio que para su superación no bastó con una mera retracción "automática" de la economía, sino que el gobierno debió intervenir para mantener la convertibilidad y realizar una reestructuración de emergencia del sistema financiero. Aun cuando esa intervención fue exitosa en el sentido de limitar la extensión de la crisis bancaria y de conseguir préstamos externos netos por más de 7 000 millones de dólares, vitales para sostener el régimen monetario y cambiario, no pudo evitar una caída de la actividad económica del orden de 4,5% ni que el desempleo se empinara a la cifra récord de 18,6%.

Este episodio permite evaluar en qué medida el régimen de convertibilidad aumenta la exposición de la economía a una eventual salida de capitales, cuál es la naturaleza de la acción del sector público y qué niveles de reservas éste requiere para enfrentar la situación. También muestra la importancia, apremiante en ese contexto, de contar con un correcto desempeño del sistema bancario, en circunstancias en que el propio esquema monetario tiende a amplificar los ciclos crediticios y a afectar, por consiguiente, el funcionamiento y la solvencia de las entidades financieras.

INTRODUCCION

Durante el primer quinquenio de los años noventa se han producido cambios radicales en las "reglas del juego" de la economía argentina. Estos cambios han tenido por objeto el control de la inflación, en lo inmediato, pero también han buscado construir un nuevo marco para el desarrollo económico. Con tal fin, se procuró introducir transformaciones durables 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 largo plazo, y las principales medidas parecían tener que operar en ambos planos. Así, en el caso de la apertura comercial, estuvieron presentes la voluntad de frenar los precios internos con la competencia externa, y la de inducir una mayor eficiencia en el uso de los recursos productivos. Asimismo, las privatizaciones tuvieron por objeto cubrir los desequilibrios de caja, pero al mismo tiempo se inscribieron en una "reforma del Estado" que debía reorientar la acción estatal desde la producción de bienes y servicios hacia sus "funciones específicas". También 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 romper el engranaje inflacionario; y la de largo plazo que apuntaba a establecer un régimen monetario en el que una determinada regla de emisión desplazaría la arbitrariedad de las autoridades monetarias, haciendo realidad una antigua utopía de la escuela monetarista, reiteradamente invocada en este siglo desde la crisis del sistema del patrón oro.^{1/}

Es este último aspecto del sistema de convertibilidad el que ha generado considerable interés, dentro y fuera de América Latina. En efecto, la región conoció otras experiencias de regímenes parecidos al de la convertibilidad, con libertad cambiaria y fijación del tipo de cambio, pero que no habían conseguido estabilizar los precios y habían desembocado en crisis de balanza de pagos y devaluaciones. El actual esquema argentino, en cambio, ha durado más tiempo que los anteriores, ha abatido la inflación y ha sido 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 presenta un interés particular. La historia monetaria muestra cómo el sistema del patrón oro no enfrentaba mayores dificultades cuando entraban al país oro y divisas convertibles; las virtudes o inconvenientes del sistema se revelaban cuando la situación era la opuesta. La salida de capitales que tuvo lugar en Argentina durante la primera mitad del año, a la que se asocian a la pérdida de reservas y a la disminución de los depósitos bancarios, tuvo ese efecto revelador. Es oportuno examinar cuál fue entonces la respuesta del sistema monetario y bancario, en qué medida se pudieron mantener los principios de la convertibilidad, y en particular si funcionó el

^{1/} Entre los trabajos que dejaron este tema planteado, pueden mencionarse el de Henry Simons, "Rules vs. authorities in monetary policy", *Journal of Political Economy*, vol. 44, febrero de 1936, y el de Friedrich A. Hayek, *Prices and production*, Routledge & Kegan Paul, Londres, 1931.

ajuste automático que se esperaba en teoría, y que excluía el recurso a un prestamista en última instancia.

Recordemos al respecto que 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 ocurriera en el sistema bancario tenía una importancia crucial para el mantenimiento de la convertibilidad. En lo que sigue exploraremos las determinaciones recíprocas entre el nuevo marco monetario y cambiario, por una parte, y el funcionamiento del sistema bancario por la otra, considerando tanto la cambiante coyuntura de los mercados de capital internacionales como la tensión existente entre los objetivos de corto y de largo plazo de la política monetaria.

1) La reforma monetaria

a) Principales medidas

Al asumir el gobierno justicialista en 1989, el país concluía una década y media de retroceso económico, en medio de una crisis inflacionaria. Tras algunos meses que no revelaron una estrategia bien definida, la política económica encaró el problema de la inflación procurando romper la especulación cambiaria. En efecto, la liquidez disponible presionaba sobre el mercado de divisas, y la desvalorización de la moneda se transmitía a todos los precios, incluyendo a los de bienes y servicios no transables internacionales. El principal instrumento utilizado 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, le brindó 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 de la cotización del dólar y acumular unos 3 400 millones de dólares en las reservas internacionales, para alcanzar un saldo de 6 200 millones de dólares a fines de 1990. Tras una fuerte aceleración inflacionaria acaecida entre diciembre de 1989 y marzo de 1990, el crecimiento de los precios se moderó durante el año,

^{2/} En los primeros días de 1990, el Poder Ejecutivo sanciona el decreto 36/90, que establece que las entidades financieras deben honrar sus obligaciones en moneda nacional -plazo fijo, ajustables o no, caja de ahorro especiales, aceptaciones, pases pasivos y garantías de préstamos- vigentes al 28/12/89, a sus titulares 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 una determinada suma; se devolvía sumas superiores sólo para el pago de sueldos, cargas sociales y obligaciones previsionales. Véase Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, *Argentina en crecimiento*, Buenos Aires, 1994, pág. 19.

alcanzando un alza 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 creció entre diciembre de 1989 y diciembre de 1990 un 1 344%, y el tipo de cambio nominal sólo lo hizo un 287%. La visualización de un creciente atraso cambiario y de problemas en el frente fiscal, a la que hay que agregar la remonetización que ya había experimentado la economía, ocasionaron un nuevo episodio de especulación contra la moneda con pérdida de reservas y un recrudescimiento de la inflación en enero y febrero de 1991. En esa situación, el equipo económico es reemplazado.

Las nuevas autoridades económicas recurrieron explícitamente a la fijación del tipo de cambio con el objeto de estabilizar el nivel general de precios. Mediante la "Ley de Convertibilidad" de marzo de 1991, el Banco Central quedaba obligado a vender las divisas que el mercado requiriera al tipo de cambio de 10 000 australes por dólar, y retirar de circulación a los australes adquiridos; asimismo, en ningún momento las reservas internacionales podían ser inferiores a la totalidad de la base monetaria; por último, se prohibió toda "actualización monetaria" basada en la variación de precios o costos. La idea general de esta ley era utilizar positivamente 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 la indización de los contratos (incluyendo los salariales) sobre la inflación pasada pudiera introducir. Por otra parte, se sometía a los sectores productores de bienes transables a la competencia de las importaciones. Esta era particularmente exigente, ya que la reducción de las barreras arancelarias y paraarancelarias se combinaba con la renuncia al recurso de la devaluación.

Estas disposiciones resultaban novedosas, no tanto por la institución de un tipo de cambio fijo preanunciado con libre acceso al mercado cambiario (ya la 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 de ellas era su rigidez: el tipo de cambio quedó fijado por ley, cuando una resolución del Banco Central hubiera bastado; sólo otra ley podría modificarlo. La otra es el 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 aducido para determinarlo fue el de su

^{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 podía ir más allá de 20% de las reservas totales.

“sustentabilidad”: con el dólar fijado a 10 000 australes, la base monetaria existente en marzo de 1991 equivalía aproximadamente a las reservas de oro y divisas en poder 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 tal reajuste sería inútil, pues casi de inmediato se comunicaría íntegramente a los precios. De este modo, se arrojó el “ancla cambiaria” con una cotización del dólar realtivamente baja, en comparación con el nivel real que tomó en promedio entre 1983 y 1988.

A partir de 1992, el austral es reemplazado por el peso (con un peso = 10.000 australes). De ese mismo año data la ley que reforma la carta orgánica del Banco Central, medida con la que se 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 seriamente 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 restringe, 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.

b) Alcance de la reforma

De esta forma, 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. Es cierto que aún podía influir sobre la masa monetaria y sobre la liquidez de los bancos, a través de la fijación de los encajes bancarios. Es cierto también que nada impedía, en principio, operaciones de contracción de la base monetaria, y que 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 tiende a eliminar de entre las tareas del Banco Central la función de

^{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 Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, *Argentina en crecimiento*, op. cit., pág. 20.

prestamista de última instancia para el sistema bancario, y a limitar severamente el financiamiento monetario de un desequilibrio fiscal.

La adopción de esta serie de normas supone la renuncia a importantes instrumentos de política económica, en las áreas cambiaria, monetaria y financiera. Tal 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). Es cierto que esas garantías podían ser vulneradas: siempre podría devaluarse mediante un decreto "de 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 va 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 esencialmente una batería orientada 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 en el 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 muchas décadas.^{6/}

En este último caso, estaríamos frente a una modalidad de funcionamiento del sistema monetario y bancario que va mucho más allá de un programa antiinflacionario. 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-

^{6/} En ese sentido, en una columna de opinión difundida por Reuters el 2/2/96, el entonces 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".

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 y/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 solamente para favorecer la estabilidad monetaria, sino también para encuadrar un crecimiento sostenido y para sortear situaciones de crisis.

2) El sistema bancario durante la expansión: 1991-1994

a) Crecimiento de los depósitos bancarios

La Argentina inicia la década de los noventa con bajísimos niveles de monetización. A los efectos de una inflación crónica se agregaron los episodios hiperinflacionarios de 1989 (el IPC crece casi 5000%) y 1990 (más de 1300%). Por otra parte, como vimos, el "plan Bonex" de enero de 1990 congeló gran parte de los depósitos bancarios a plazo fijo. El coeficiente de liquidez (medido por M2, incluyendo los depósitos bancarios en dólares, ^{8/} como porcentaje del PIB) de 1990 era de apenas 5,4%, frente a 12% en 1987 y 24% en 1980.

En tales condiciones, la desinflación que trajo el programa de convertibilidad, combinada a 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

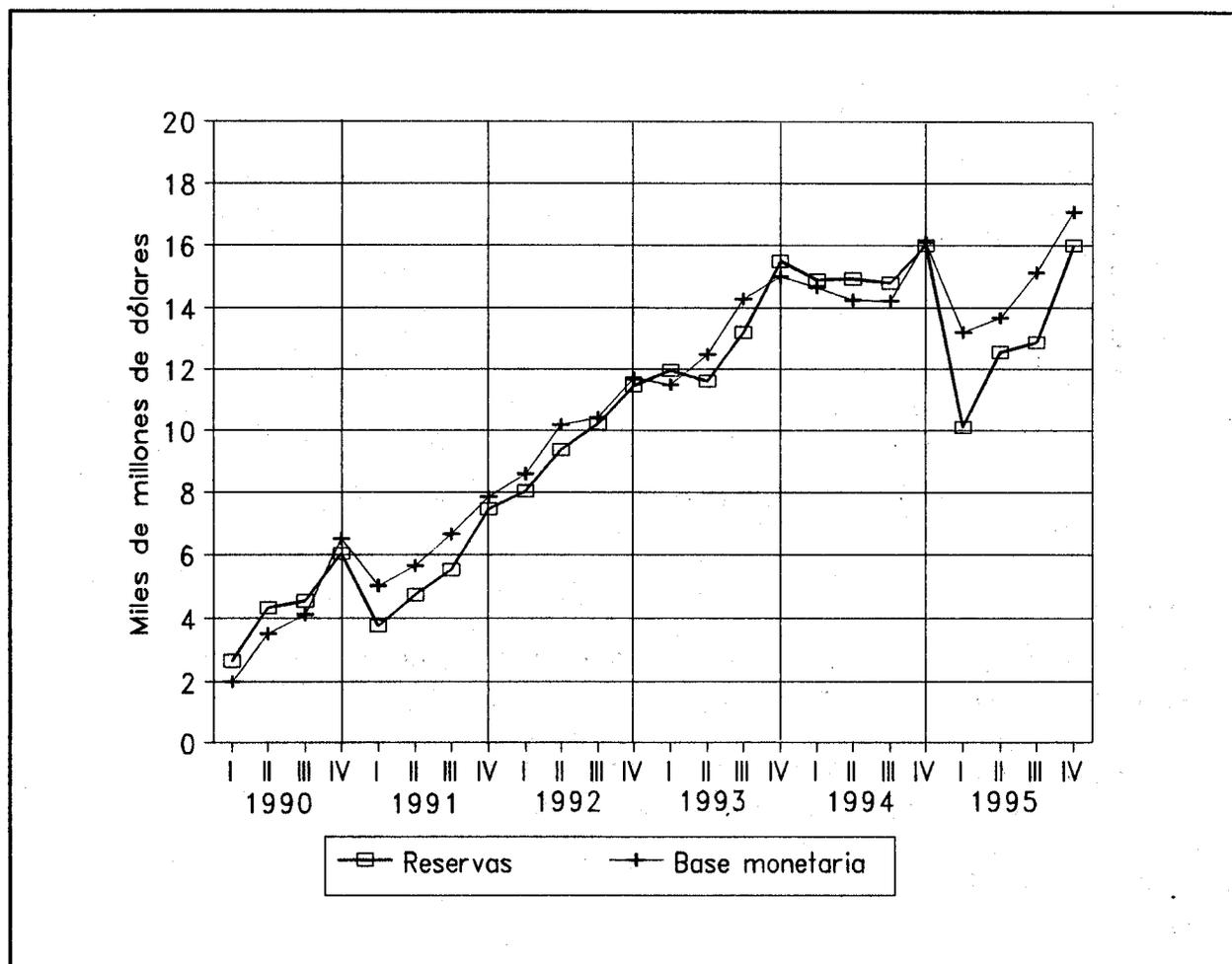
^{7/} Henry Simons, *op. cit.*, pág. 14. Menos ambicioso, Friedrich A. Hayek consideraba hacia la misma época que mantener "el sistema semiautomático del patrón oro" era mejor que reemplazarlo por una moneda administrada de manera más o menos arbitraria: "Temo que en el actual estado de los conocimientos, los riesgos de ese intento sean mucho mayores que los inconvenientes del sistema del patrón-oro". Véase F.A. Hayek, *Prix et production*, Calmann-Lévy, París, 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 *Desnacionalización de la moneda*, Fundación de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1980, pág. 179 (edición inglesa de 1978).

^{8/} Nos 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, más los denominados en dólares. Algunas publicaciones denominan a este agregado "M3", y no incluyen los depósitos en dólares en M2.

importaciones de bienes y servicios (6400 millones en 1990, 18200 en 1992, 25100 en 1994) que hizo pasar la balanza comercial de un fuerte excedente en 1990 a un déficit creciente a partir de 1992.

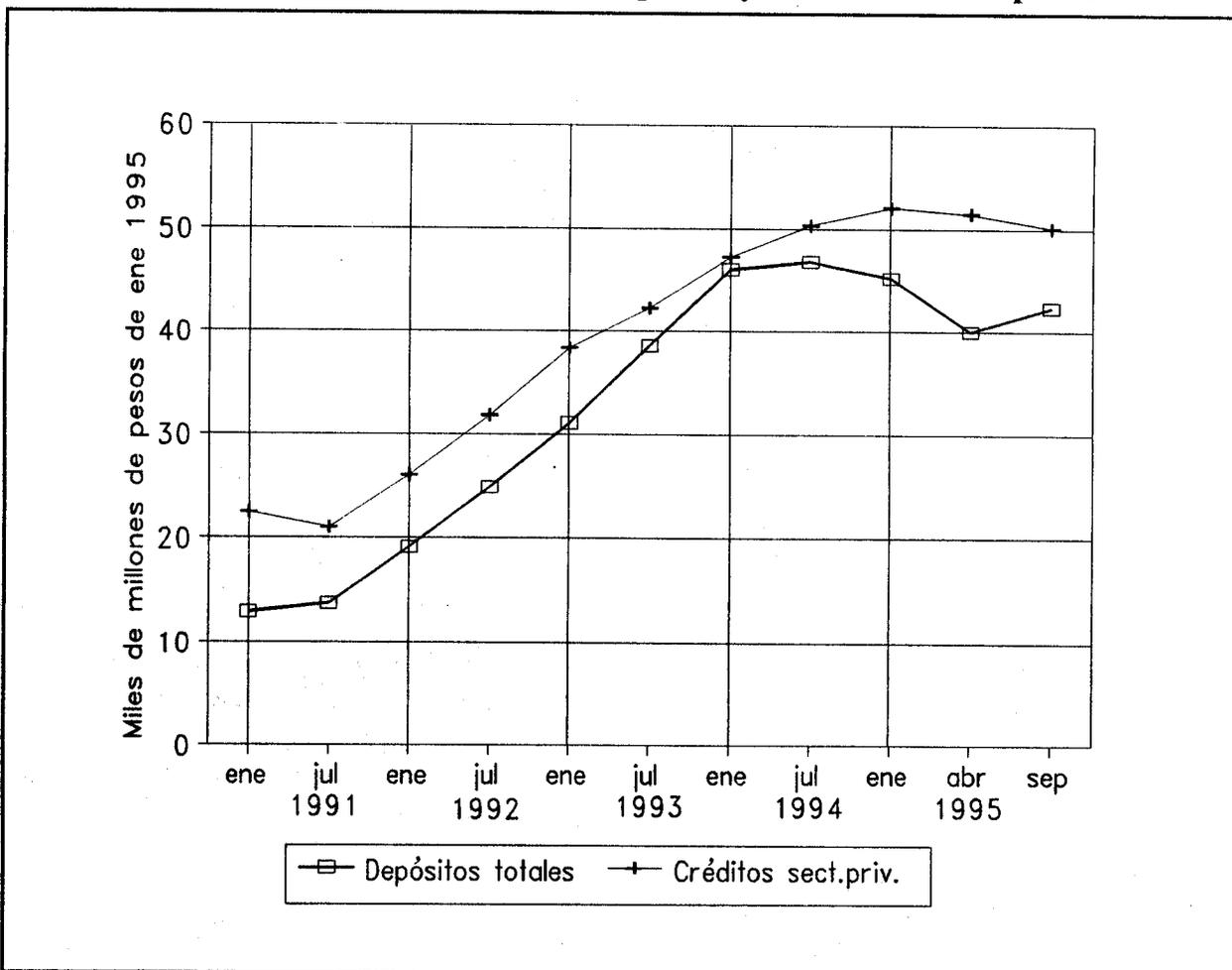
Junto a las reservas aumentó la base monetaria y, con ella, la liquidez de los intermediarios financieros. Pudo entonces crecer la provisión de créditos al sector privado, aprovechando tanto la nueva capacidad prestable del sistema bancario como los bajos niveles de endeudamiento iniciales de muchas empresas y familias. Por último, la creación de moneda bancaria se refleja en un aumento de los depósitos (gráfico 2).

Gráfico 1: Reservas internacionales del Banco Central y base monetaria, 1990-1995



Fuente: Sobre la base de cifras del Banco Central de la República Argentina.

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 puede encontrarse una explicación de estos conceptos.

Gráfico 2. Entidades financieras: depósitos y créditos al sector privado

Fuente: Sobre la base del *Boletín Estadístico* del Banco Central de la República Argentina. Los saldos fueron transformados en valores constantes utilizando el IPM, nivel general.

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 juegan un rol destacado las operaciones en moneda extranjera. En el balance del Banco Central, la acumulación de reservas internacionales explican 73% del crecimiento de sus activos. Para las entidades financieras, los préstamos en dólares representan 59% del aumento de los préstamos totales (incluyendo la compra de títulos valores), en tanto el incremento de los depósitos en moneda extranjera representan 55% del aumento total de los depósitos privados

(otro 35% se explica por el aumento de los depósitos a plazo en moneda nacional, y 10% por el incremento de los saldos en cuenta corriente).

Cuadro 1: Balance del Banco Central, variación de saldos entre abril de 1991 y noviembre de 1994 (en millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Activos sobre el exterior	13403	Obligaciones con org.internac.	-867
Financiamiento al gobierno	2560	Depósitos oficiales	453
Créditos a entidades financier.	2439	Cuentas varias	8760
		Circ.mon. fuera del sist.financ.	6311
		Circ.mon. en entidades financ.	1051
		Depósitos de entidades financ.	2695
Total	18402	Total	18402

Fuente: Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*.

Cuadro 2: Balance consolidado de las entidades financieras (*), variación de saldos entre abril de 1991 y noviembre de 1994 (en millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Efectivo	1051	Créditos externos netos	1583
Cuenta corriente en el B.C.	3051	Depósitos oficiales	4951
Préstamos y valores sect.oficial	2439	Dep. priv. a la vista, mon.nac.	3254
Prést. y val privados, mon.nac.	13382	Dep. priv. a plazo, mon. nac.	10713
Prést. a privados, moneda ext.	20679	Depósitos privados en mon.ext.	16922
Otras cuentas del activo	8054	Obligaciones con el B.Central	4862
		Otras cuentas del pasivo	-1063
		Capital y reservas	5946
Total	47120	Total	47120

Fuente: Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*.

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

Cuadro 3: Algunos rubros del balance consolidado del sector privado no financiero, variación de saldos entre abril de 1991 y noviembre de 1994 (en millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Circulante	6311	Créditos bancarios en mon.nac.	13382
Depósitos bancarios a la vista	3254	Créditos bancarios en mon.ext.	20679
Dep. banc. a plazo, mon.nac.	10713		
Dep. banc. a plazo, mon.ext.	16922		
Total	37199	Total	34061

Fuente: Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*.

La entrada de capitales extranjeros de corto plazo ha sido determinante en esta evolución. El balance de 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): entran 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 argentino (pasan 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 deposita en el sistema bancario.

El proceso de remonetización que tiene lugar entre 1991 y 1994 se puede observar 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 M2 (M1 más los depósitos bancarios a plazo, en pesos y en dólares). Notemos que 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, constatamos que, a grandes rasgos, el aumento de los activos monetarios y el de los pasivos bancarios son del mismo orden de magnitud: 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 (i.e., 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 durante los años ochenta. A fines de 1994, los

^{9/} Véase FMI, *Balance of payments yearbook, 1995*.

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 plazos fijos (3,3% anual en 1994, frente a 8,2%), pero tienen alta liquidez (se permiten varios retiros durante el mes); en cuanto a los plazos fijos en moneda nacional, 90% de ellos estaban pactados entre 30 y 89 días, y sólo el 10% restante estaba a 90 días o más. Del lado de los depósitos en dólares, la mayor parte son a plazo fijo, y en la casi totalidad (99%) de éstos, el plazo va de 30 días a un año (no hay información pública del plazo promedio exacto).

Como ya fue dicho, el crecimiento de los depósitos en moneda extranjera fue el factor más importante de la expansión de los depósitos bancarios, y el crecimiento de esos depósitos 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. El deterioro de la balanza comercial y la eclosión de la crisis mexicana generaron serias dudas sobre la continuidad de la política cambiaria y la solvencia del sistema financiero, produciéndose en 1995 una salida de capitales privados de corto plazo de al menos 9 000 millones de dólares, de los cuales unos 6 000 millones salieron durante el primer trimestre.^{10/} Si se compara esta cifra con las que surgen del gráfico 2, puede comprobarse la vinculación entre los pasivos bancarios y la cuenta de capitales: la pérdida de depósitos bancarios es del mismo orden de magnitud que la salida de capitales privados.

b) Destino del crédito

Si nos volvemos ahora hacia el uso de los créditos bancarios, podemos advertir que al tiempo que aumentaba el volumen del financiamiento otorgado, su destino cambiaba considerablemente. El cuadro 4 muestra la estructura sectorial (según la actividad principal del prestatario) existente al inicio de la expansión crediticia, y cómo ésta fue evolucionando.

A partir del lanzamiento del programa de convertibilidad, se desarrollan rápidamente los préstamos a las familias y al comercio minorista, en tanto disminuye 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 también contribuyó al rápido aumento de

^{10/} Se trata de los "otros movimientos de capital" en la presentación de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales del Ministerio de Economía. Este concepto se calcula por residuo, ya que aún está en proceso de elaboración la contabilización de varios conceptos de la cuenta de capital, tales como la inversión externa directa, que por consiguiente también forma parte de los "otros movimientos de capital"; considerando que la IED tiene un saldo positivo, podemos deducir que la salida neta de capitales privados de corto plazo ha sido superior a la mencionada. Cabe también señalar que esa salida de capitales privados fue compensada por entradas destinadas principalmente al sector público (Gobierno nacional y BCRA).

las importaciones, y fue un factor de la disminución del ahorro nacional que se constató entre 1990 y 1992. Hay que advertir que 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 drásticos en las reglas del juego, en especial en lo relativo a la apertura económica y al tipo de cambio.

Cuadro 4. Distribución del financiamiento (*), 1990-1995
(en 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

(*) Incluye el financiamiento otorgado por los bancos y cajas de ahorro, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda y a las cajas de crédito.

Fuente: Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*, varios números,

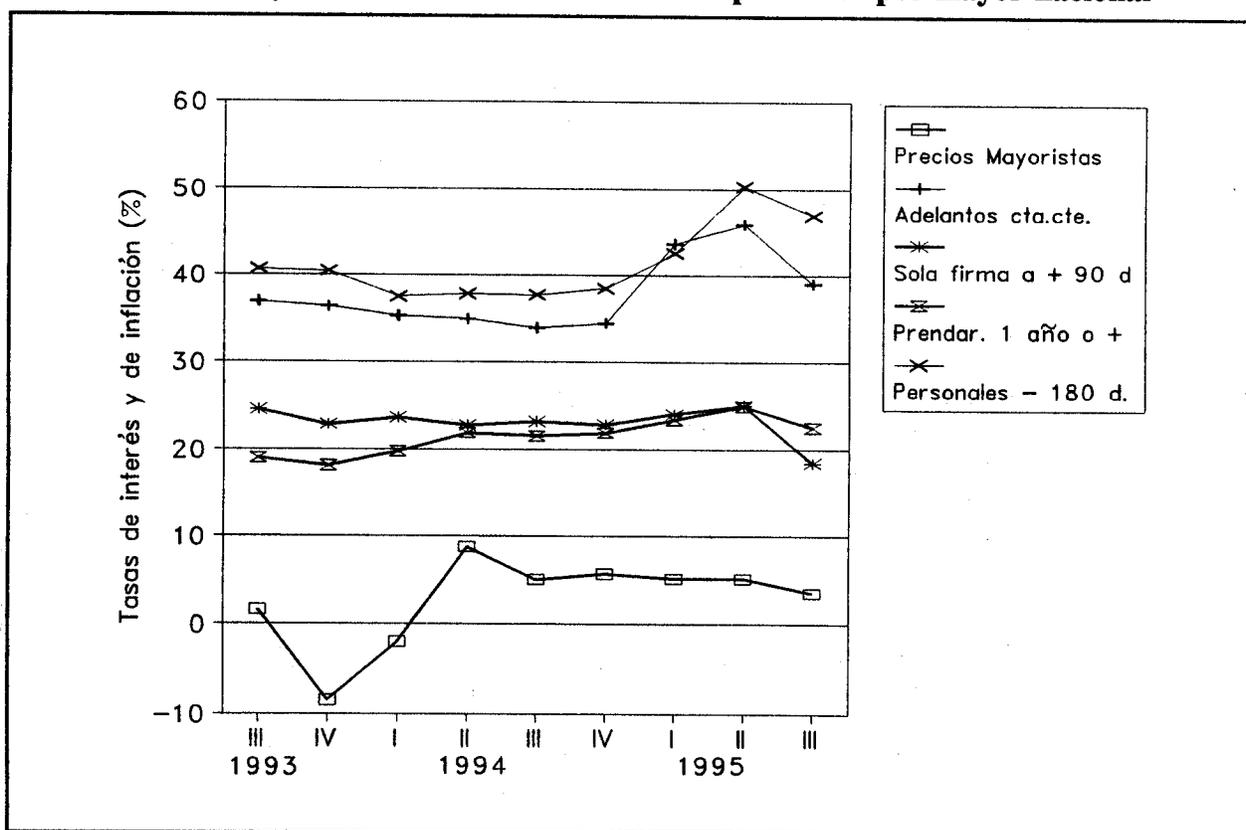
Un dato importante para determinar el uso que se da a los créditos es el plazo y el interés al que están contratados. No disponemos de la información precisa de los saldos de los préstamos según su plazo; ^{11/} sin embargo, se puede comprobar la importancia relativa de

^{11/} Existe el dato de los montos prestados cada mes al sector privado no financiero, en los que predominan abrumadoramente las operaciones de corto plazo. En noviembre de 1994, si nos fijamos en las operaciones en moneda nacional (75% del total), vemos que 81% del flujo de préstamos fueron adelantos en cuenta corriente, 14 % 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 mencionado suman 59% de las operaciones totales. Naturalmente, los préstamos de corto plazo tienen una rotación mucho mayor

algunas formas típicas de financiamiento de corto plazo, tales 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, llegaba a 24% del total.^{12/}

Las tasas de interés, por su parte, disminuyeron en términos reales respecto de los valores que alcanzaron en 1990, aunque se mantuvieron a niveles demasiado elevados para el financiamiento de proyectos de inversión, a menos que las rentabilidades esperadas justificaran el riesgo de endeudarse, en pesos, a tasas reales superiores a 15% anual (véase el gráfico 3).

Gráfico 3: Tasas de interés nominales anualizadas de préstamos en pesos del sistema financiero y tasa de variación del índice de precios al por mayor nacional



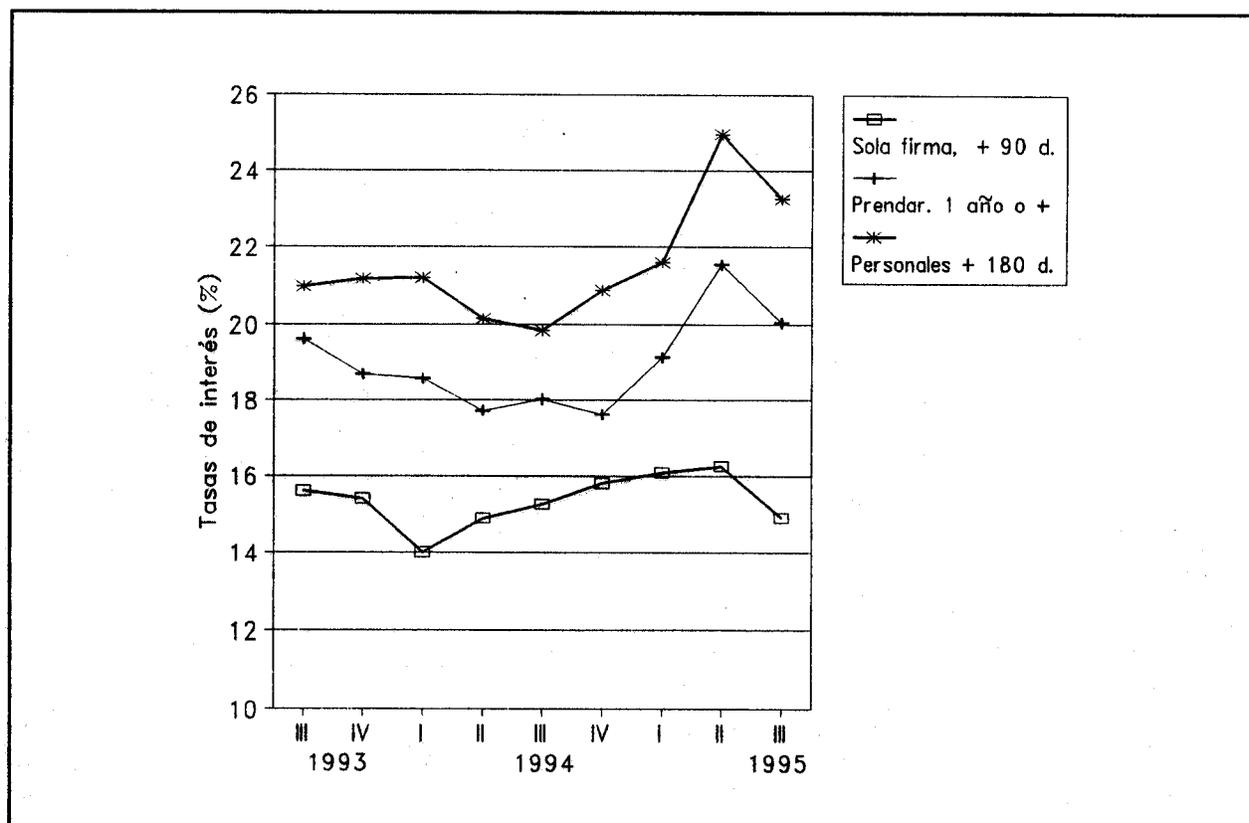
Fuentes: Banco Central de la R.A., *Boletín Estadístico*, e INDEC, *Estadística mensual*, varios números.

que los de plazo largo, por lo que no puede inferirse de estos datos cuál es la estructura por plazo de los saldos crediticios.

^{12/} Véase Banco Central de la República Argentina, *Estados contables de las entidades financieras*, junio de 1995. El plazo de una parte (no determinada) de los préstamos prendarios es menor a un año.

Las tasas mucho mayores para los adelantos en cuenta corriente y para los préstamos personales no se aplican al financiamiento de la inversión, sino a necesidades de liquidez de corto plazo de las empresas y al crédito de consumo. Los préstamos en dólares también son relativamente caros, sobre todo si se tiene en cuenta la existencia de algún riesgo cambiario (gráfico 4). De cualquier forma, tanto por razones de costo como de plazos, las empresas que tienen acceso directo al crédito externo lo han preferido en general al crédito del sistema financiero local.

Gráfico 4: Argentina, tasas de interés nominales anualizadas de préstamos en dólares del sistema financiero



Fuentes: Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*.

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 una palanca eficaz para la consolidación de 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 durable y proveyendo de capital de giro (aunque a un costo elevado) a las empresas. Desde ese punto de vista, podría decirse que, indirectamente, el sistema financiero favoreció la capacidad de las empresas para autofinanciar sus inversiones, y no olvidemos que el autofinanciamiento

ha sido, históricamente, la principal fuente de financiamiento de las empresas argentinas ^{13/}. 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 *spread* entre operaciones bancarias activas y pasivas.

Este último habla de problemas de eficiencia en la operatoria de los bancos, que ya no se puede atribuir, como en los años ochenta, a la extrema desmonetización y al rápido giro de la moneda bancaria causadas por la inflación. Parte del elevado costo bancario es atribuido por las entidades a que las dificultades en el cobro de los créditos las obligan a castigar créditos o constituir provisiones de incobrabilidad. ^{14/} Si esto fuera cierto, se correría el riesgo de entrar en un círculo vicioso característico de las crisis financieras, en las que las elevadas tasas de interés son a la vez causa y efecto de los elevados niveles de incobrabilidad.

Hay que advertir, en este punto, que 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 importante segmento del sistema bancario (el constituido por grandes bancos privados, los extranjeros y algunos oficiales), pero sí sería importante para un sector importante de la banca provincial, cooperativa y del interior, y para determinados prestatarios (pequeña y mediana empresa y familias). Esta diferenciación dentro del sistema bancario quedará al desnudo durante la crisis en 1995.

3) La crisis de 1995

a) La convertibilidad puesta a prueba

Antes de sobrevenir la crisis mexicana, la economía argentina presentaba síntomas que generaban alguna inquietud. El desequilibrio de su cuenta corriente no dejaba de crecer, llegando a 10 mil millones de dólares en 1994, una 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 superávits en 1992 y 1993. Los recursos corrientes

^{13/} Véase Ernesto Feldman, *Foreign and domestic banks in Argentina (1958-1970)*, tesis Ph.D., Oxford, 1978.

^{14/} 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 E. Gerald Corrigan y Thea Stocker, *Building a progressive and profitable national banking system in Argentina*, Goldman, Sachs & Co., 30 de abril de 1996, págs. 32 y 33.

^{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 entre las exportaciones).

(recaudación impositiva y previsional) se estancaron y tendieron a disminuir durante ese semestre, como 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 de 9,3% por ambos conceptos un año antes). Por su parte, los mercados financieros 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 parecía entrar en una contradicción: sus niveles de actividad y de crecimiento llevaban a un desequilibrio externo creciente, pero cualquier desaceleración del crecimiento agravaría el cuadro fiscal y afectaría a la ya insuficiente creación de puestos de trabajo. La dependencia hacia la entrada de capitales para enfrentar esta contradicción era cada vez mayor.

No puede entonces sorprender que la crisis mexicana haya generado en Argentina un impacto más fuerte y más durable 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 caracterizaban a México, incluyendo un régimen de cambio fijo, una tasa de ahorro doméstico baja, un sistema bancario débil, y un significativo déficit en su balanza corriente".^{16/} En ese marco se produce una fuga de capitales, con la mengua consiguiente de las reservas y de la base monetaria^{17/} (véase nuevamente el gráfico 1).

Los recursos que se volcaron a la compra de divisas provinieron básicamente de los depósitos bancarios a plazo del sector privado: éstos disminuyeron algo más de 18% entre

^{16/} Fondo Monetario Internacional, *International capital markets, developments, prospects and policy issues*, Washington D.C., agosto de 1995, pág. 64.

^{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; de este modo, "el dinero inmovilizado en el Banco Central quedó libre del riesgo de posibles devaluaciones que perjudicaran a las entidades financieras". La intención era "alejar los temores del mercado de una eventual devaluación" (véase Ministerio de Economía y obras y servicios públicos, Secretaría de programación económica, *Informe Económico*, n° 16, año 1995). Un resultado de este cambio de unidad fue una contracción instantánea y de proporciones de la "base monetaria", que quedaba reducida a la sola circulación monetaria. A partir de ese momento, el "respaldo" de las reservas internacionales se refirieron a los "pasivos monetarios" del Banco Central, que incluían a los depósitos de las entidades financieras en cuenta corriente denominados en dólares. Posteriormente, con un nuevo cambio de la reglamentación (que reemplazaba los encajes por "requisitos de liquidez" en instrumentos remunerados, se pasó al concepto de "pasivos financieros del Banco Central", que agregó a los rubros anteriores 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: Ministerio de economía y obras y servicios públicos, Secretaría de Programación Económica, *Informe Económico*, n° 15, Tercer trimestre de 1995, pág. 138.

noviembre de 1994 y abril de 1995. En un primer momento, los depositantes manifestaron una desconfianza hacia la estabilidad del tipo de cambio, produciéndose un traslado desde depósitos en pesos hacia los depósitos en dólares; los saldos totales eran a fines de enero de 1995 un 5% inferiores a los existentes a fines de noviembre de 1994, pero los depósitos en dólares habían crecido moderadamente. A partir de entonces, creció el temor por la solvencia del sistema financiero, disminuyendo ambos tipos de depósitos; parte de los saldos restantes se reorientaron hacia los bancos visualizados como más sólidos.

Los bancos aumentaron fuertemente sus tasas de interés pasivas, para tratar de retener depósitos: en la Capital Federal y Gran Buenos Aires, la tasa anual se duplica: por colocaciones a plazo fijo en pesos, se pasa de 9% en noviembre de 1994 a 20% en abril de 1995; en dólares, se pasa de 6 a 11%. Las tasas de interés activas también aumentan, llegando a 50% anual para los adelantos en cuenta corriente en promedio, pero alcanzando tasas de 80% o más en el interior del país y para deudores de segunda línea (en particular, pequeñas y medianas empresas). Los créditos no solamente se vuelven más caros, también son más difíciles de obtener, aún para muchas renovaciones habituales de préstamos de corto plazo. Esto lleva a numerosos prestatarios a una situación de cesación de pagos, con la que los bancos ven deteriorarse la calidad de sus carteras. Los cuadros 5 y 6 muestran esta evolución.

Estos cuadros deben ser leídos sólo como una aproximación del fenómeno, y esto por dos razones. La principal se refiere al 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". En situación de 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.

La otra razón se refiere a una dificultad para comparar las cifras de 1994 y 1995. En efecto, 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. En el caso de los bancos privados, ya en enero de 1995 la totalidad de la cartera aparece según los nuevos criterios, pero para noviembre de 1994, un 25,5% de las créditos seguían clasificados según los viejos criterios. Los cuadros 5 y 6 no consideran entonces, para noviembre de 1994, una cuarta parte de los créditos totales. Esto no debería afectar gravemente la comparación de la situación antes y después de la crisis, ya que no hay razón para pensar que los préstamos dejados fuera del análisis hayan estado sesgados hacia alguna categoría en particular (cartera normal, con problemas, irrecuperable, etc.). Más difícil resulta el estudio comparativo para el conjunto del año 1994, por lo que no es posible corroborar o rechazar, con esas cifras, los análisis que afirman que "una crisis bancaria estaba gestándose aun antes de la crisis mexicana".^{18/}

^{18/} Véase G. Corrigan y T. Stocker, *op. cit.*, pág. 55.

Cuadro 5: Situación de los deudores financieros, cartera comercial de los bancos privados, 1994-1996 (*)

de: Valores a fines	nov. 1994	ene. 1995	jun. 1995	nov. 1995	abr. 1996
Situación normal	92.9	91.4	90.5	91.4	91.4
Con riesgo potencial	2.5	3.1	2.9	2.3	2.5
Con problemas	1.4	1.8	2.2	2.1	1.8
Con alto riesgo de insolvencia	2.0	2.3	3.0	3.3	3.4
Irrecuperable	1.1	1.4	1.4	0.9	0.9
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(*) Cartera comercial consolidada de los bancos comerciales privados de capital nacional, los bancos extranjeros, los bancos cooperativos, las compañías financieras y las cajas de crédito. La clasificación presentada corresponde a la Comunicación "A" 2218.

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

Cuadro 6: Situación de los deudores financieros, cartera de consumo o vivienda de los bancos privados, 1994-1996 (*)

de: Valores a fines	nov. 1994	ene. 1995	jun. 1995	nov. 1995	abr. 1996
Situación normal	87.0	85.7	79.2	77.9	77.3
Cumplimiento inadecuado	4.2	4.9	7.0	6.0	6.2
Cumplimiento deficiente	2.1	2.5	4.9	5.5	4.3
De difícil recuperación	3.9	3.9	5.3	7.2	7.3
Irrecuperable	2.7	2.9	3.7	3.4	5.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(*) Corresponde a los préstamos de consumo o para la vivienda de los bancos privados de capital nacional, los bancos extranjeros, los bancos cooperativos, las compañías financieras y las cajas de crédito. La clasificación presentada corresponde a la Comunicación "A" 2218.

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

Henos aquí en un momento 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 trocaría el déficit comercial en excedente, a través de 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/}

Ahora bien, aun si ese ajuste fuese insuficiente para detener la salida de capitales, se afirmaba 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 colapsar debido a la escasez de activos externos. Si inicialmente toda la moneda doméstica no estaba cubierta, la caja de conversión puede quedarse sin reservas antes que todo el stock de moneda doméstica sea convertido. Si realmente existía un respaldo completo, las salidas masivas de capitales pueden llevar a la eliminación de la moneda doméstica de la circulación y a su reemplazo por la moneda de reserva extranjera. La caja de conversión seguiría existiendo -aunque con un balance muy reducido- y todavía estaría preparada para cambiar activos externos por moneda doméstica al tipo de cambio original."^{20/} Se advierte en ese trabajo que tal situación generaría costos, especialmente para el sistema financiero, debido a los "bruscos aumentos en las tasas de 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 acarrear el costo de la inestabilidad del sistema bancario."^{21/} En definitiva, una conversión masiva de pesos en dólares no era deseable, pero tampoco era inconcebible sin abandonar la convertibilidad. El mensaje del equipo económico, hacia fines del año 1994, era que si la gente quería reemplazar sus saldos en pesos por saldos en dólares, el gobierno estaba en condiciones de convalidar su elección. Podría desaparecer la moneda nacional, no el sistema de la 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 (M2), que en todo

^{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 concedido a *El Mercurio* de Santiago de Chile en su edición del 5 de marzo de 1995.

^{20/} Fondo Monetario Internacional, *International capital markets, developments, prospects and policy issues*, Washington D.C., agosto de 1995, pág. 124. Hemos traducido "currency board" por caja de conversión, y "currency" por moneda.

^{21/} *Ibid.*, pág. 125.

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 cuanto 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: es básicamente el ahorro de corto plazo colocado a interés, que no está incluido en la base monetaria, sino que representa el grueso del agregado M2.

Esta distinción tiene consecuencias prácticas. Una es de orden cuantitativo: cuando la crisis se inicia, a fines de 1994, el monto de M2 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 M2 (y dentro de M2, 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 especuladores 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".^{22/} 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 sumaban, en noviembre de 1994, 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. En cuanto a los préstamos interbancarios, éstos sirven para facilitar el funcionamiento normal del sistema bancario más que

^{22/} Véase Alfredo Calcagno, "El nuevo régimen cambiario y monetario: un análisis crítico", *Realidad Económica* n° 99, Buenos Aires, 2° bimestre de 1991, pág. 14.

para enfrentar una corrida, ya que las entidades con alguna liquidez tratan de asegurar su propia solvencia más que aprovechar ocasiones de ganancias financieras. De cualquier forma, aun si se socializara toda la liquidez de las entidades bancarias, ya hemos visto que 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 mil millones de dólares, para 21 mil 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 lograr sus pagos efectivos. Pero 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.^{23/} 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".^{24/}

b) 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. Debemos advertir que para este período no contamos con el balance del Banco Central, cuya publicación completa se discontinuó justamente cuando empieza la crisis (en su Boletín Estadístico solamente se encuentran datos hasta noviembre de

^{23/} 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.

^{24/} Tales procesos son propios de las crisis deflacionistas, 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 Irving Fisher, "The debt deflation theory of great depression", *Econometrica*, vol I, n°4, octubre de 1933.

1994); sin embargo, sí hay datos sobre la base monetaria (o los "pasivos monetarios") y las reservas internacionales, y otros rubros se deducen del balance de las entidades financieras. Con las cifras disponibles es posible reconstruir, en sus grandes líneas, lo ocurrido entre noviembre de 1994 y abril de 1995.

Cuadro 6: Algunos rubros del balance del Banco Central, variación de saldos entre noviembre de 1994 y abril de 1995 (en millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Activos sobre el exterior	-2900	Obligaciones con org.internac.	n.d.
Financiamiento al gobierno	n.d.	Depósitos oficiales	n.d.
Créditos a entidades financier.	1800	Cuentas varias	n.d.
		Circ.mon. fuera del sist.financ.	361
		Circ.mon. en entidades financ.	-565
		Depósitos de entidades financ.	-458
Total	n.d.	Total	n.d.

Fuente: Estimaciones sobre la base de Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*.

Cuadro 7: Balance consolidado de las entidades financieras (*), variación de saldos entre noviembre de 1994 y abril de 1995 (en millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Efectivo	-565	Créditos externos netos	1581
Cuenta corriente en el B.C.	-750	Depósitos oficiales	-312
Préstamos y valores sect.oficial	-475	Dep. priv. a la vista, mon.nac.	-170
Prést. y val privados, mon.nac.	-1309	Dep. priv. a plazo, mon. nac.	-3829
Prést. a privados, moneda ext.	989	Depósitos privados en mon.ext.	-2622
Otras cuentas del activo	-1870	Obligaciones con el B.Central	1778
		Otras cuentas del pasivo	-869
		Capital y reservas	464
Total	-3980	Total	-3980

Fuente: Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*.

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

Cuadro 8: Algunos rubros del balance consolidado del sector privado no financiero, variación de saldos entre noviembre de 1994 y abril de 1995 (en millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Circulante	361	Créditos bancarios en mon.nac.	-1309
Depósitos bancarios a la vista	-170	Créditos bancarios en mon.ext.	989
Dep. banc. a plazo, mon.nac.	-3829		
Dep. banc. a plazo, mon.ext.	-2622		
Total	-6260	Total	-320

Fuente: Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*.

Los cuadros 7 y 8 muestran la ya mencionada disminución de los depósitos bancarios. Se comprueba que esa reducción afecta a todas las clases de depósitos, pero de manera muy desigual. Los depósitos oficiales y los depósitos privados a la vista disminuyen relativamente poco (-4,5% y -4,1%), pero los depósitos a plazo caen de manera mucho más drástica: -26,6% para los depósitos en pesos, -12,5% para los denominados en moneda extranjera. 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 disminuyen 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 que disminuyeran todos los depósitos (cualquiera fuera la moneda en la que estaban pactados) es señal que existía desconfianza no solamente hacia la estabilidad cambiaria, sino también hacia 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, constituido principalmente por depósitos en la sucursal de Nueva York del banco Nación 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.^{25/} El uso de la propia liquidez, sin embargo, resultaba insuficiente para responder a la demanda de devolución de depósitos, aunque era excesivo en lo que hace a la obligación de

^{25/} 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 1566 millones de dólares hacia el sector bancario (excluido el Banco Central) durante el primer trimestre de 1995.

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 noviembre de 1994 y abril de 1995, el saldo de los créditos al sector privado solamente disminuye en 320 millones. 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. Como ya fue dicho, estas falencias frecuentemente no se hacen públicas, y dan lugar a renovaciones forzosas de los créditos; de este modo, la proporción de los créditos en situación irregular que aparecen en los balances bancarios no refleja cabalmente la calidad de las carteras.

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 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". Notemos 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. Como veremos, 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.^{26/} 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 créditos concedidos y vender o ceder en garantía sus títulos públicos. Efectivamente, ambos rubros del activo disminuyeron, como se observa en el cuadro 7. Pero

^{26/} 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 OECD, etc.). Los requisitos varían, entre 0 a 15%, según los plazos de vencimiento de los distintos pasivos bancarios.

como ya fue argumentado, no resulta sencillo a un banco individual cobrarle 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 -aun incipiente- “deflación de los créditos” resulta sumamente costosa.^{27/} En esa situación se fue reinstituyendo progresivamente la función de prestamista en última instancia del Banco Central.

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 más líquidos comprarían su cartera a los más necesitados de liquidez. 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 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 Nación. Sobre esta base, el Banco 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^{28/} Finalmente, el 1º 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 inyección de liquidez al sistema bancario a través de sus operatorias de “pases” con títulos públicos, 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, en 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 anuncia 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” suscripto por entidades

^{27/} “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”. FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, n° 343, marzo de 1995.

^{28/} Véase FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, n° 342, febrero de 1995, pp. 16 y 17, y n° 346, junio de 1995, pág. 17..

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; más adelante nos referiremos a su operatoria. Paralelamente, se anunció la conformación 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 (u\$s 1.300 millones), y préstamos del BID (u\$s 750 millones) y del Banco Mundial (u\$s 500 millones). Finalmente, en agosto de 1996 se volvió a anunciar una red de seguridad bancaria por un monto de 3.000 millones de dólares, basada esta vez en líneas de crédito de bancos extranjeros: "Los bancos se comprometen a que, en caso de producirse una crisis de liquidez dentro de un plazo de dos a cinco años, según cada oferta, desembolsarán una línea de crédito en forma automática al solo requerimiento del Banco Central de la República Argentina contra la garantía de títulos públicos argentinos"^{30/}

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 garantía oficial de los depósitos que, como vimos, 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.

^{29/} Véase FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, n° 344, abril de 1995, pág. 18.

^{30/} Declaraciones de Pedro Pou, vicepresidente a cargo de la presidencia del Banco Central, del 20 de agosto de 1996. (*Reuters*)

^{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* del 17 de abril de 1995, pág. 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".

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.

c) Algunas consecuencias de la crisis sobre el sistema financiero

La pérdida de depósitos y de reservas se detuvo con el anuncio de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional; en abril, 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 salvataje 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 suba de la tasa de interés de los Estados Unidos).

El recurso al financiamiento externo por parte del gobierno nacional y del Banco Central fue un factor decisivo, no solamente para contener la crisis cambiaria en su momento más agudo, sino para 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 1 960 millones de dólares (resultado de desembolsos del FMI), mientras el gobierno nacional lo hizo en 5 335 millones (básicamente por colocación de títulos y desembolsos de organismos multilaterales), pese a que amortizó préstamos por 2 300 millones de dólares. Esos 7 300 millones de dólares pueden compararse con el incremento de las reservas internacionales del Banco Central, que pasan de unos 10 000 millones de dólares a fines de marzo de 1995, a casi 16 000 millones a fines de diciembre.

Cuando, en el segundo semestre del año, se alejó la posibilidad de una devaluación y de una quiebra generalizada de bancos, se experimentó un retorno de depósitos y una disminución de las tasas de interés. Sin embargo, no se volvió a la situación anterior a la crisis. Por una parte, ésta afectó de manera diferente a los distintos tipos de bancos. Por la otra, 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 prácticamente 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 es 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 mostraron 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%.

Cuadro 9: Pérdida de depósitos entre noviembre de 1994 y marzo de 1995 según el tamaño de la entidad financiera

Entidades ordenadas por tamaño (*)	Depósitos en nov. 1994 (millones de pesos)	Depósitos en mar. 1995 (millones de pesos)	Tasa de variación (en porcentajes)
1 a 10	23984	22469	-6.3
11 a 30	10672	9181	-14.0
31 a 50	4753	3468	-27.0
51 a 100	6427	4102	-36.2
101 a 204	2619	1840	-29.7
Total sistema financiero	48454	41060	-15.3

(*) Se ordenaron las entidades en función de los depósitos totales que tenían en noviembre de 1994.
Fuente: Elaboración sobre datos del Banco Central de la República Argentina, *Estados contables de las entidades financieras*, varios números.

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

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 Nación y el Banco de la Provincia de Buenos Aires) y una expansión más importante aún de participación 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). 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 pasaron de ser 38

entidades a sumar tan sólo 11. La pérdida de depósitos llevó a que varias entidades resolvieran fusionarse: cinco bancos cooperativos se reunieron en uno nuevo (Argencoop), y otros ocho bancos cooperativos 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 Nación y del Banco Central.^{32/}

Cuadro 10: 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.94	Nº de entidades en nov.95	Número de casas en nov. de 1994	Número de casas en nov. de 1995	Participación en depósitos nov.1994	Participación en depósitos nov.1995
Bancos públicos de la Nación	4	4	599	592	14.0	14.9
Bco. Provincia de Buenos Aires	1	1	306	306	9.5	11.1
Otros bancos de prov. y munic.	29	27	836	737	15.5	13.5
Bcos. privados, capital nacional	66	58	1255	1523	33.4	33.4
Bcos. privados, cap. extranjero	31	31	397	419	16.0	21.1
Bancos cooperativos	38	11	877	479	10.3	5.1
Compañías financieras	22	18	33	32	1.0	0.7
Cajas de crédito	15	12	21	19	0.2	0.1
Total del sistema financiero	206	162	4324	4107	100.0	100.0

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

^{32/} “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 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, *Indicadores de Coyuntura*, n° 348, agosto de 1995, pág. 19.

Por último, mencionemos que algunos bancos cooperativos entre los más grandes compraron otras entidades o participaron en la liquidación de las fallidas: es el caso del Banco Mayo ^{33/}, y también de el Hogar de Patricios Coop., Bica, Credicoop, Coopesur y Cooperativo de Caseros. Con la excepción de este último, ^{34/} los bancos nombrados lograron recomponer sus depósitos durante el segundo semestre de 1995.

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 dos bancos provinciales privatizados (el de Entre Ríos y el de Misiones) 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.

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 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 Ciudad 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 activamente apoyado 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 refinanciamientos de

^{33/} 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.

^{34/} 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.

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.

Cuadro 11: Préstamos con alto riesgo de insolvencia e irrecuperables como porcentaje de los préstamos totales y del patrimonio neto, y valores en pesos (noviembre de 1995)

	Valor de la cartera en millones de pesos		Como porcentaje de los préstamos		Como porcentaje del patrimonio neto	
	Alto riesgo	Irrecu- perable	Alto riesgo	Irrecu- perable	Alto riesgo	Irrecu- perable
Bancos públicos nacionales	815	935	6.0	6.9	17.0	19.5
Bancos de provincias y municipales	1886	2514	10.4	13.8	104.9	139.7
Bancos privados de capital nacional	1248	438	5.2	1.8	30.8	10.8
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 soc. de ahorro y préstamo para la vivienda	478	345	6.1	4.4	31.1	22.4
Cajas de crédito	8	5	7.7	4.2	14.6	8.0
Total del sistema financiero	4615	4153	6.3	5.7	33.7	30.3

Fuente: elaborado sobre la base de Banco Central de la República Argentina, *Estados contables de las entidades financieras*, noviembre de 1995.

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 la banca cooperativa -muchas de las cuales son entidades regionales-, que tradicionalmente orientaba su crédito hacia ese tipo de agentes y hacia las regiones, ^{35/} y la crisis de numerosos

^{35/} 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 fueron 57% y 33%, respectivamente. Como puntos de comparación,

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”.^{36/}

Otros factores que demoraron la recuperación 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. Del lado de los potenciales prestatarios, el riesgo de endeudarse es ahora netamente mayor, no solamente 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 fuertemente 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).

Cuadro 12: Balance consolidado de las entidades financieras (*), variación de saldos entre abril de 1995 y septiembre de 1995 (en millones de pesos)

Activo		Pasivo	
Efectivo	244	Créditos externos netos	-606
Cuenta corriente en el B.C.	-1385	Depósitos oficiales	-764
Préstamos y valores sect.oficial	4179	Dep. priv. a la vista, mon.nac.	110
Prést. y val privados, mon.nac.	-1076	Dep. priv. a plazo, mon. nac.	1046
Prést. a privados, moneda ext.	297	Depósitos privados en mon.ext.	2425
Otras cuentas del activo	4146	Obligaciones con el B.Central	-104
		Otras cuentas del pasivo	4281
		Capital y reservas	16
Total	6404	Total	6404

Fuente: Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*.

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

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.

^{36/} Véase FIEL, *Informe de Coyuntura* n° 349, septiembre de 1995, pág. 18.

Recién en 1996 ese financiamiento muestra una recuperación cuantitativa, en el marco de un sistema cuya segmentación se ha 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". ^{37/}

4) Recapitulación y conclusiones

El régimen cambiario y monetario de la convertibilidad, en el momento en que fue adoptado, tenía como objetivo prioritario controlar el proceso inflacionario. Las autoridades económicas supieron aprovechar algunas de las condiciones económicas que caracterizaban la situación de la alta inflación (indización generalizada de precios sobre el tipo de cambio, amplia capacidad ociosa, excedente comercial) y la abundante oferta de capitales externos, para fijar el tipo de cambio, estabilizar los precios y reactivar la economía, generando un "círculo virtuoso" que incrementó la recaudación impositiva y la productividad del trabajo. Al igual que en experiencias anteriores, el uso del tipo de cambio como un "ancla" nominal y la libre entrada de capitales extranjeros originaron un fuerte cambio de los precios relativos en detrimento de los sectores productores de transables y un creciente desequilibrio comercial.

Frente a estos logros y a estas tensiones ^{38/}, se planteó prácticamente desde un comienzo el tema del verdadero alcance, y por ende, de la verdadera naturaleza del régimen de convertibilidad. Algunos observadores consideraba al plan de convertibilidad sólo como una etapa que hacia 1993-1994 ya había cumplido con su objetivo, cual era romper la inercia inflacionaria; en algún momento no muy lejano habría que superarla, mediante otro régimen monetario y cambiario que restituyera al gobierno los instrumentos perdidos para su política económica. Desde esta perspectiva podía discutirse el momento y la forma más convenientes para "salir" de la convertibilidad; podía incluso aceptarse que en el corto plazo tal salida era riesgosa o inconveniente, debido al alto endeudamiento en dólares de muchos agentes (entre ellos, el Estado) o al peligro de un rebrote inflacionario. Pero en ningún caso esos observadores

^{37/} Véase CEPAL, Oficina en Buenos Aires, *Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1995*, Documento de trabajo n° 69, LC/BUE/L.152, julio de 1996, pág. 23.

^{38/} 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 Fernando Porta, *Cuatro años con tipo de cambio fijo: ¿Ajuste estructural o ajuste recesivo?*, Cenit, Documento de trabajo 21, Buenos Aires, septiembre de 1995.

veían al sistema de la convertibilidad como algo deseable ni normal en el largo plazo.^{39/}

En el pensamiento oficial, y en todo caso en su discurso, se afianzó otra idea, que otorgaba a la convertibilidad una jerarquía muy superior. Según esta óptica, la convertibilidad no era un mero recurso para salir de una espiral inflacionaria, sino que constituía un régimen capaz tanto de favorecer un proceso sostenido de crecimiento en el largo plazo, cuanto de absorber y sortear posibles perturbaciones en el corto plazo. En particular, el clima de estabilidad que aseguraría era una precondition para el desarrollo de largo plazo: "al garantizarse la estabilidad los agentes económicos tienden a concentrarse en lo relevante, en mejorar la productividad, en ganar mercados"^{40/}. Asimismo, representaba la institución de un sistema monetario librado, en gran medida, de la discrecionalidad del gobierno, que regularía la masa monetaria en función del resultado de la balanza de pagos; en caso de déficit (sea por un shock externo o por un exceso de gasto interno), la retracción monetaria y el alza de la tasa de interés restablecerían automáticamente el equilibrio. No era de temer, como en otras ocasiones, que la demanda de dólares agotasen las reservas internacionales y forzasen una devaluación, ya que la regla monetaria establecida aseguraba que toda la moneda emitida estuviera respaldada por divisas.

¿Recurso antiinflacionario de corto plazo o régimen monetario durable? El interés que la experiencia argentina presenta para otros países y la conveniencia de adoptar un sistema similar dependen en gran medida de la respuesta a esta pregunta. Si la convertibilidad establece reglas capaces de enmarcar, sin costos apreciables, un proceso sostenido de crecimiento con estabilidad, 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 que busca minimizar la acción del gobierno. Pero si la efectividad de la convertibilidad se limita 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; además, para que el recurso a este régimen fuera preferible a otras alternativas de estabilización, se requeriría de algunas situaciones particulares, tales como la existencia de una indización generalizada de los precios sobre el dólar, y una abundante disponibilidad de divisas.

La experiencia de la convertibilidad tiene también un considerable interés teórico: ¿se trata de un sistema monetario no solamente sostenible, en el largo plazo, sino además eficiente,

^{39/} Se puede pensar desde esta óptica que si el gobierno se ha aferrado a la Convertibilidad, ha sido menos por sus virtudes que por los riesgos de abandonarla. "‘Prisionero’ de su propio éxito, el gobierno no pudo regenerar las condiciones que hubieran permitido retomar el control sobre el tipo de cambio real y la oferta monetaria. Ha subsistido siempre, y con renovada fuerza luego de los acontecimientos de México, la percepción que una devaluación nominal puede desembocar en una espiral inflacionaria en la cual el nivel final del tipo de cambio real es un dato indeterminado *a priori*". Véase Fernando Porta, *op. cit.*, pág. 6.

^{40/} Véase Domingo Cavallo, artículo difundido por Reuters el 2/2/96.

para un país de grandes dimensiones (por lo menos si se compara a Argentina con Hong Kong o Lituania)? ¿Es realmente un sistema que funciona automáticamente, tanto frente a la entrada de divisas como a su salida, sin la intervención de un prestamista en última instancia? ¿Cuál es la relación entre el régimen cambiario y monetario, por una parte, y el sistema bancario, por la otra?

En este trabajo nos concentramos en las dos últimas cuestiones, que naturalmente son parte de la respuesta para la primera. Hemos distinguido dos etapas en la experiencia argentina. La primera (1991-1994) se caracterizó por la entrada de capitales y la expansión de los depósitos y los préstamos bancarios; la segunda (1995) estuvo marcada por la pérdida de depósitos y la salida de capitales privados.

Durante el primer período el crecimiento de la actividad bancaria se apoyó en buena medida en la afluencia de capitales externos colocados a corto plazo. Este tipo de financiamiento presenta problemas para la estabilidad de los sistemas financieros, al tratarse de fondos de corto plazo y en moneda extranjera. A la volatilidad característica de los capitales de corto plazo, sensibles a cualquier variación en las condiciones de rentabilidad (como es, por ejemplo, una modificación en la brecha entre las tasas de interés interna y externa), se le agrega la existencia de un riesgo cambiario. Del lado de los activos bancarios, la rapidez de su expansión en un marco de desregulación financiera parece haber conspirado contra la calidad de los préstamos. Las tasas de interés activas fueron elevadas en términos reales, y por ende poco compatibles con el financiamiento de la acumulación de capital. 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 comienza con la crisis mexicana de diciembre de 1994, y se caracteriza por una reducción simultánea y de magnitudes parecidas de los depósitos bancarios y de las reservas internacionales, en tanto los saldos crediticios permanecieron estables. El análisis de esta etapa muestra que la presión sobre las reservas internacionales tuvo su origen en los depósitos 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"; véase la nota 17) disminuía sólo ligeramente.

En este período el sistema bancario enfrentó serios problemas de liquidez. Muchos bancos utilizaron 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 efectiva para reducir el volumen de la cartera de créditos, pero sí redujo su calidad, lo que se refleja (al menos parcialmente) en la clasificación de los créditos.

Incapaces de enfrentar la salida de depósitos (pese a que subieron fuertemente 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 jugó 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 ese rol. 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 financiero 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.

Por último, el Gobierno Nacional y el Banco Central obtuvieron créditos externos durante los tres últimos trimestres de 1995, con los que se recompusieron las reservas internacionales y se favoreció la remonetización de la economía: entre ambos aumentaron su endeudamiento en 7.700 millones de dólares, pese a que amortizaron préstamos por 2.800 millones de dólares.

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 aquél que quisiera cambiar sus pesos por dólares podría hacerlo ^{41/}, 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 vió, en cambio, que ese respaldo no es suficiente para cambiar la totalidad de los recursos monetarios (M2), 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 del créditos” de gran envergadura, ni puede sostener una hemorragia de depósitos sin la intervención de un prestamista en última instancia.

La experiencia de la convertibilidad, cuyo funcionamiento ha estado íntimamente asociado con la liberalización del sistema financiero y de los flujos de capitales, muestra que el sistema monetario y cambiario influye decisivamente sobre el funcionamiento y eficiencia del sistema financiero. En el momento de la entrada de capitales y consiguiente emisión de base monetaria, se produjo una expansión de los créditos que no se orientó, 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. Acaso no podía hacerlo (al menos no espontáneamente) dada la magnitud y la rapidez de la expansión crediticia, así como la capacidad de análisis de

^{41/} La verdadera función de este “respaldo” sería la de reducir la probabilidad que se produjera el pedido de conversión.

los bancos y de supervisión del Banco Central. En el momento de retiro de depósitos y pérdida de reservas internacionales, la brusca iliquidez resultante provocó una retracción de la oferta de créditos y una elevación de la tasa de interés; ambas afectaron la actividad económica, la solvencia de muchos agentes no financieros y la calidad de las carteras bancarias.^{42/}

Bajo el régimen de la convertibilidad se comprobó una fuerte dependencia del nivel de la actividad económica de la entrada de capitales extranjeros. Durante la etapa expansiva, el financiamiento externo permitió una rápida recuperación económica, y ésta una mejor recaudación impositiva (que es uno de los requisitos del régimen de convertibilidad, dadas las limitaciones para un financiamiento monetario de un desequilibrio presupuestario), a pesar del creciente déficit externo. Al revertirse el flujo de capitales privados, se debió absorber rápidamente el déficit comercial, con el consiguiente ajuste recesivo.

La pérdida de reservas, de actuar los automatismos teóricos del régimen monetario, debía provocar una recesión. ¿Cuál es la magnitud de la recesión necesaria para recuperar un equilibrio, si hubieran jugado esos automatismos? No lo sabemos, dado que existió una importante acción pública, pero se puede afirmar que sin ella la recesión hubiera sido mayor que la que realmente se produjo, en márgenes indeterminados, pero sin duda importantes. Recordemos que pese a la asistencia del Banco Central y al endeudamiento externo al que recurrió el Gobierno, el producto cayó un -4,4%, el desempleo superó 18% de la población activa, y debieron cerrar sus puertas (por quiebre, absorción o fusión) 51 entidades financieras entre noviembre de 1994 (cuando eran 206) y noviembre de 1995.^{43/} El sistema bancario resultante, además de estar mucho más concentrado (lo que probablemente influirá sobre su política crediticia), presentaba mayores niveles de morosidad abierta.

En lo que va de 1996 ha proseguido la recuperación de depósitos iniciada en la segunda mitad de 1995, y también han aumentado los préstamos al sector privado, aunque siguen a la zaga de los primeros. Esta lentitud en la recuperación de los préstamos al sector privado obedece a varias causas que han sido evocadas, tanto del lado de la oferta crediticia (pago de redescuentos, recomposición de liquidez, aumento de la morosidad, normas precautorias, etc.) como del de la demanda (menores perspectivas de crecimiento económico y mayor incertidumbre

^{42/} No parece, por consiguiente, que sea útil para el análisis separar los desempeños del régimen monetario-cambiario, por una parte, y del sistema financiero por la otra. Sin embargo, el balance que realiza el ex ministro Cavallo de la Convertibilidad no solamente separa ambas áreas, sino que las contapone: “la lección que dejó el tequila es que (...) tenemos un muy buen sistema monetario y que estamos muy lejos de tener un sistema financiero de calidad”. La importancia que revistiera esa enseñanza hizo decir a Cavallo que, al poner de manifiesto esas conclusiones, “el tequila fue para la Argentina una bendición, si se lo mira con una perspectiva de mediano y largo plazo”. Véase su intervención en el seminario sobre las “Reglas de política y lecciones del efecto tequila”, *El Cronista* del 13 de agosto de 1996, pág. 11.

^{43/} Aparecieron nuevas entidades, como fruto de las fusiones o nuevos ingresos, por lo que el saldo arroja una reducción de 44 entidades.

sobre los ingresos futuros). Este ha sido uno de los factores que han incidido en la duración de la recesión. En cuanto a esta última, se han presentado indicadores que sugieren algún nivel de reactivación, sobre todo si se comparan los niveles de producción con los de los momentos de mayor recesión de 1995, pero que no se han reflejado en una mejoría ni en el nivel de empleo ni en la situación fiscal. Esto último ha obligado a un aumento sostenido del endeudamiento público, y ha llevado al gobierno a tomar importantes medidas para mejorar la recaudación impositiva (de hecho, la prolongación de ese desequilibrio podría significar una amenaza al régimen de la convertibilidad), aun cuando esto podría disminuir o retrasar en alguna medida la reactivación económica.

En qué medida el régimen de la convertibilidad influye sobre la profundidad y la duración que está teniendo el proceso recesivo (suavizándolo o agravándolo), así como qué efectos tiene sobre los distintos sectores económicos y la creación de empleo, es un tema que se ha hecho presente en el debate económico, prácticamente desde el inicio de la crisis, y que resurgió tras la partida del ministro Cavallo. Del lado del gobierno han habido manifestaciones optimistas en cuanto a la posibilidad de evitar la recesión, primero, y luego a la de recuperar prontamente una senda de rápido crecimiento, siempre y cuando se mantuviera el sistema monetario y cambiario.^{44/} Una posición menos optimista pero también favorable al mantenimiento de la convertibilidad, ve a ésta como un mal menor, ya que los costos de abandonarla serían mayores que los beneficios, al menos en el corto plazo. Esto nos lleva a una última reflexión.

Los esquemas de convertibilidad, ya sea en la forma aplicada en Argentina en el período comentado o en otras realidades latinoamericanas, comparten una característica poco explorada en la literatura. Se trata de que a medida que se consolida el sistema cualquier intento de abandonarlo tiene costos elevados, que son percibidos claramente tanto por los diseñadores y ejecutores del sistema como por el público. De allí que la mantención del sistema se autosostiene crecientemente por el incremento de los costos en caso de que se le reemplace por otro. Así, con el paso del tiempo, se limitan los grados de libertad para adoptar otras políticas y las dificultades del sistema se juzgan con la perspectiva de que en el momento actual cualquiera solución fuera del sistema de convertibilidad es peor que las que se adoptan al interior del sistema. Si se juzga este fenómeno con una perspectiva histórica, Chile en 1982 no debió abandonar la convertibilidad^{45/} y toda la evolución posterior y su actual esquema de política

^{44/} En lo más agudo de la crisis, el ministro de economía estimaba que la economía crecería 3% en 1995 (cable de Reuters del 29 de marzo de 1995). Para el año 1996, en el Memorandum de política económica presentado al FMI y difundido oficialmente el 20 de marzo de 1996, se anticipó un crecimiento del PIB de 5% y "una nueva aceleración de la tasa de crecimiento del PIB" para 1997. Véase Ministerio de Economía, de obras y servicios públicos, *Informe Económico 1995*, op. cit., en anexo. Esas predicciones siguieron siendo la del equipo económico encabezado por Domingo Cavallo hasta su reemplazo, en julio de 1996 (véanse por ejemplo las declaraciones de Juan Lluch en *El Cronista* del 4/7/96, pp. 6 y 7).

^{45/} El tema surgió durante la crisis de 1995, en declaraciones del ministro Cavallo: "Si en 1982 Chile, en vez de devaluar su moneda, hubiera tomado medidas como las que estamos tomando nosotros ahora, estoy seguro de que no hubiese sufrido una caída del 15% en su PIB a lo largo de

hubieran resultado simplemente inconcebibles. Ello no obsta para reconocer que el abandono del esquema de convertibilidad tuvo un costo muy elevado para Chile en 1982 pero a la vez indica que cuando las dificultades que creó su mantención en ese año crecieron mucho no se utilizó el argumento de que el costo menor era mantener el esquema y se decidió abandonarlo.

1982 y 1983. (...) Si es que Argentina pasa esta crisis sin devaluar su moneda y sin recurrir en altos costos recesivos ... quedará probado que De Castro tenía razón y que Chile podría haber evitado la recesión ajustando la economía". Declaraciones a periodistas extranjeros, difundidas por Reuters el 7 de marzo de 1995.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Ambito Financiero (diario), Buenos Aires, varios números.

Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*, varios números.

- *Estados contables de las entidades financieras*, varios números.

Calcagno, Alfredo F., "El nuevo régimen monetario y cambiario: un análisis crítico", *Realidad Económica* n° 99, Buenos Aires, 2° bimestre de 1991.

Comisión Económica para América Latina (CEPAL), Oficina de Buenos Aires, *Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1995*, Documento de trabajo n° 69, LC/BUE/L.152, julio de 1996

Corrigan E. Gerald y Thea Stocker, *Building a progressive and profitable national banking system in Argentina*, Goldman, Sachs & Co., 30 de abril de 1996.

El Cronista (diario), Buenos Aires, varios números.

El Mercurio (diario), Santiago de Chile, edición del 5 de marzo de 1995.

Feldman, Ernesto, *Foreign and domestic banks in Argentina (1958-1970)*, tesis Ph.D., Oxford, 1978.

Fundación Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), *Indicadores de Coyuntura*, varios números.

Fisher, Irving, "The debt deflation theory of great depression", *Econometrica*, vol I, n°4, octubre de 1933.

Fondo Monetario Internacional, *Balance of payments yearbook*, 1995.

- *International capital markets, developments, prospects and policy issues*, Washington D.C., agosto de 1995.

Hayek, Friedrich A., *Prices and production*, Routledge & Kegan Paul, Londres, 1931.

- *Desnacionalización de la moneda*, Fundación de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1980

Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), *Estadística mensual*, Buenos Aires, varios números.

Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, *Argentina en crecimiento*, Buenos Aires, 1994.

Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, Secretaría de programación económica, *Informe Económico*, varios números.

Porta, Fernando, *Cuatro años con tipo de cambio fijo: ¿Ajuste estructural o ajuste recesivo?*, Cenit, Documento de trabajo 21, Buenos Aires, septiembre de 1995.

Simons, Henry, "Rules vs. authorities in monetary policy", *Journal of Political Economy*, vol. 44, febrero de 1936.