

Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson

Resumen

Este trabajo está destinado a examinar la evolución financiera de la Argentina con posterioridad a la crisis de 2001-2002. Procura indagar en la interacción entre la macroeconomía y las regulaciones financieras internas, apuntando a comprender el papel de estas últimas en el desempeño macroeconómico y, a la inversa, cómo la macroeconomía indujo transformaciones en el sistema financiero y en el esquema regulatorio. Se examinan los cambios en la normativa que tuvieron lugar al calor de la crisis de 2001-2002 y luego los que fueron tomando cuerpo como resultado de las acciones posteriores dirigidas a definir un nuevo esquema regulatorio, compatible con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flotante y con la recuperación de la capacidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero, función que había estado muy limitada bajo el régimen monetario de los años noventa.

JEL Classification: E42, E44, E51, E52, E58.

Summary

This paper presents an analysis of the financial evolution of the Argentine economy in the period following the 2001-2002 crisis. We also explore the links between macroeconomic processes and domestic financial regulations, trying to understand the influence of the latter in the macroeconomic performance and vice versa, that is, asking in which way the macroeconomic processes induced financial transformations in the regulatory framework as well. We examine the normative changes that took place as a reaction to the 2001-2002 crisis and then those that resulted from subsequent decisions aimed to define a new regulatory setting compatible with a floating exchange rate regime and with the reestablishment of the capacity of the Central Bank to act as a lender of last resort, role that had been very limited under the monetary regime of the nineties.

JEL Classification: E42, E44, E51, E52, E58.

CEDES
Buenos Aires, abril de 2011

Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio Simpson

Introducción

La dramática crisis final del régimen de convertibilidad fue seguida, a partir de 2003, luego de un período turbulento plagado de marchas y contramarchas en materia de políticas macroeconómicas y financieras, por la configuración de un nuevo régimen macroeconómico en la Argentina.

Las regulaciones financieras internas fueron progresivamente redefinidas con el objetivo de hacerlas compatibles con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flotante y con la recuperación de la capacidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero, función que había estado muy limitada bajo el régimen monetario precedente¹.

Pese a la expansión de los agregados monetarios y del crédito observada a partir de 1991, el sistema financiero argentino se mantuvo relativamente pequeño en comparación internacional a lo largo de la década de los noventa, para emerger aún mucho menor de la crisis de 2001. Posteriormente, a partir de 2003, su crecimiento acompañó la recuperación de la economía, pero aún así el país sigue presentando una muy escasa intermediación financiera interna.

Sin embargo, el sistema llegaría en buenas condiciones de solidez al momento de propagación de la crisis financiera global, en 2008. Eso fue resultado de varios factores, incluyendo la existencia de nuevas regulaciones que apuntaron a limitar su vulnerabilidad. Algo paradójicamente, la propia pequeñez del sistema financiero interno y el relativo aislamiento financiero del país en los años 2000, luego de la crisis de la convertibilidad y del *default* parcial de la deuda pública, contribuyeron también a mantenerlo libre de burbujas.

Este trabajo está destinado a examinar y presentar la evolución financiera de la Argentina con posterioridad a la crisis de 2001-2002. Procura también indagar en la interacción entre la macroeconomía y las regulaciones financieras internas, apuntando a comprender el papel de éstas últimas en el desempeño macroeconómico y, a la inversa, cómo la macroeconomía indujo transformaciones en el sistema financiero y en el esquema regulatorio.

El capítulo uno presenta sintéticamente la macroeconomía de la etapa iniciada en 2002, a la salida de la crisis. Se describen las principales características del nuevo

¹ La evolución macroeconómica y del sistema financiero de la Argentina y el importante proceso de mejoramiento de las regulaciones bancarias experimentado en los años noventa se examinan en Damill, M., R. Frenkel y L. Simpson (2010). Ver también Damill, M. y R. Frenkel (2007).

régimen macroeconómico, con eje en una política de tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE). Esta fase se extiende entre 2003 y 2006.

Posteriormente, en el capítulo 2, se analiza el período 2007-2010. En 2007 y 2008 se produjo un “desgajamiento” del modelo de TCRCE, esencialmente por la presencia de problemas irresueltos generados en la fase anterior y por importantes errores de política. Merece especial atención el progresivo incremento del ritmo inflacionario y la ausencia de respuestas de política adecuadas para enfrentar el problema. Además de esas cuestiones de orden interno, en el capítulo se consideran también los impactos de la crisis internacional sobre la Argentina.

Más adelante, en el capítulo 3, se aborda la evolución de las regulaciones financieras, examinando primeramente los cambios que tuvieron lugar al calor de la crisis de 2001-2002 y luego los que fueron tomando cuerpo como resultado de las acciones subsiguientes, dirigidas a definir un nuevo esquema regulatorio. En este capítulo se analizan también algunos procesos financieros recientes de relevancia, como las masivas salidas de capitales acaecidas a partir de mediados de 2007 y sus consecuencias.

Finalmente, el capítulo 4 del trabajo presenta reflexiones finales.

1. El régimen macroeconómico de tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE)

Las condiciones macroeconómicas previas

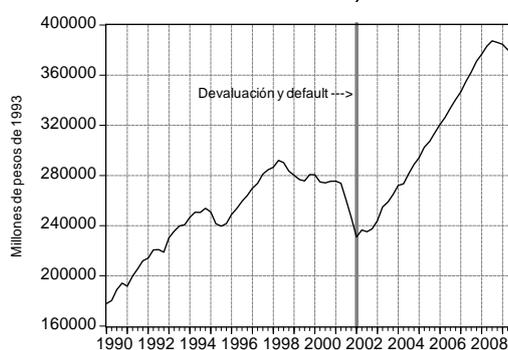
La etapa recesiva final de la convertibilidad se inició a mediados de 1998, tras el impacto de las crisis del sudeste de Asia y de la de Rusia. Tres años después, luego de varios intentos fallidos de reactivar la economía mediante la emisión de “señales” – principalmente fiscales- dirigidas a restablecer la confianza en los mercados financieros, se ingresó en una fase de contracción mucho más severa. En efecto, una masiva huida hacia activos externos en el segundo semestre de 2001 precipitó el colapso del régimen monetario, llevando al *default* parcial de la deuda pública y la devaluación del peso.

La fuerte declinación de las reservas de divisas comprimó rápidamente la liquidez interna. En diciembre de 2001 se produjo una ruptura de la cadena de pagos, luego de implantado el “corralito” (una serie de drásticas restricciones al retiro de efectivo de los bancos por parte del público, concebida como último recurso para detener la corrida contra el peso). El producto y el empleo acompañaron la trayectoria de violenta contracción de las reservas de divisas y de la liquidez. Indicadores sociales como las tasas de desempleo y la incidencia de la pobreza y la indigencia, que habían desmejorado considerablemente a lo largo de la década de los noventa, especialmente a partir del efecto Tequila, sufrieron un brusco deterioro adicional, alimentando las tensiones sociales y la aguda crisis política que puso fin al gobierno de Fernando de la Rúa (Damill, Frenkel y Maurizio, 2003).

Cambio de régimen y recuperación económica

La caída vertical del producto y del empleo continuó luego de la devaluación, pero sólo por un muy breve período, como puede constatarse en el gráfico siguiente. Contrariando difundidas opiniones y creencias, incluidas las de diversos funcionarios del FMI, los traumáticos episodios políticos y económicos que pusieron fin al régimen de convertibilidad fueron seguidos por una recuperación veloz, que se inició apenas un trimestre después de esos eventos.

Gráfico 1.
Producto interno bruto a precios constantes
de 1993 (datos trimestrales desestacionalizados,
1990.01-2009.3)



Fuente: Ministerio de Economía.

La ilustración muestra la trayectoria en “V” configurada por la fase de colapso económico de los últimos trimestres de la convertibilidad y el rápido repunte posterior. El detonante de la recuperación fue precisamente el cambio brusco de precios relativos a favor de los sectores productores de bienes transables, que impulsó la sustitución de bienes importados por otros producidos internamente.

Más allá del cambio de precios relativos, el mérito de la rápida recuperación económica que siguió a la crisis se debe también a un conjunto de políticas que, aún con errores, marchas y contramarchas, apuntaron generalmente a recuperar los equilibrios macroeconómicos básicos. Cabe mencionar entre ellas: la reimplantación de controles cambiarios (los que por un lado forzaron a los exportadores a liquidar en el mercado local buena parte de las divisas generadas por el comercio internacional, y por otro limitaron las salidas de fondos por cuenta de capital); el establecimiento de impuestos a la exportación (“retenciones”), que capturaron para el fisco una parte del efecto favorable de la devaluación sobre los ingresos de los productores de bienes transables (contribuyendo así grandemente a la recomposición del equilibrio fiscal y atenuando el impacto sobre los precios internos y, por ende, sobre los salarios reales); una política monetaria flexible que permitió, por una parte, asistir a los bancos en la fase de crisis y, luego, alimentar la recomposición de la demanda de dinero, apuntalando la recuperación; una política cambiaria que procuraría, algo más adelante, cuando el mercado de divisas comenzó a presentar un exceso de oferta,

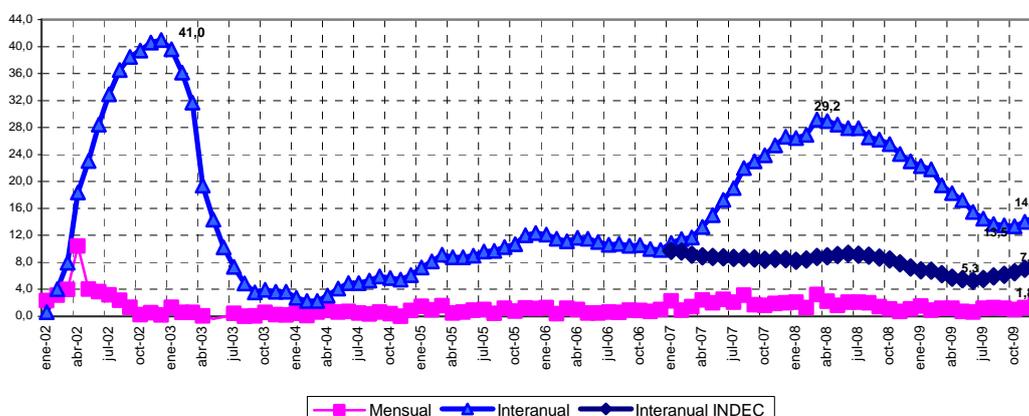
evitar la apreciación del peso mediante la intervención del Banco Central (y en algunos períodos también del Tesoro, con recursos fiscales).

Luego de la devaluación inicial que llevó la paridad a \$1,40 por dólar, el gobierno adoptó un régimen de libre flotación por un breve lapso, siguiendo la orientación por la que bregaba el FMI. Una vez instaurada la flotación, en febrero de 2002, la paridad se disparó, alcanzando niveles próximos a \$4 por dólar, en un marco de expectativas de subas mucho mayores. La reimplantación de los controles cambiarios fue esencial para contener esa burbuja cambiaria: forzando a los exportadores a liquidar divisas internamente y limitando las salidas de fondos, se conseguiría, hacia mediados de 2002, estabilizar el tipo de cambio nominal.

Rápidamente la demanda de pesos comenzó a recomponerse y se pasó a una fase de exceso de oferta de moneda extranjera. La interrupción de la burbuja en el mercado de cambios contribuyó decisivamente a frenar las subas de los precios, según ilustra el gráfico siguiente. En el mismo sentido operaron, por un lado, el congelamiento de las tarifas públicas² y, por otro, las elevadísimas tasas de desempleo, que heredadas de los años noventa y acentuadas por la crisis, mantuvieron contenidos a los salarios nominales en el sector privado.

Gráfico 2

Variación mensual e interanual del IPC



Fuente: Indec, y para las cifras posteriores a diciembre de 2006, la estimación del IPC elaborada y difundida por Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

El nuevo régimen macroeconómico

Desde mediados de 2002 se fue configurando un esquema macroeconómico novedoso en la economía argentina, cuyo diseño contrastaba fuertemente con el que acababa de sucumbir. Estaba basado en los siguientes pilares: un tipo de cambio real

² Muchas de las cuales estaban dolarizadas, ajustándose por la inflación de los EE.UU., según rezaban los contratos establecidos al llevarse a cabo las privatizaciones.

competitivo (alto) y estable (TCRCE), superávit fiscal y de la cuenta corriente del balance de pagos, y una política monetaria que procuró a un tiempo evitar la apreciación del tipo de cambio real, acumular reservas internacionales, facilitar la recuperación de la liquidez, restablecer la salud del sistema bancario luego de la crisis y al mismo tiempo limitar, mediante la esterilización, el efecto monetario expansivo de la acumulación de reservas.

Una política crucial para la consolidación de ese esquema fue la reestructuración parcial de la deuda pública que estaba en situación de *default* desde fines de 2001, concretada en 2005. La operación redujo el flujo de compromisos de intereses en cabeza del sector público así como el monto del capital adeudado y alargó considerablemente el plazo medio de las obligaciones financieras del Estado. De esta manera, contribuyó significativamente a viabilizar el pilar fiscal del esquema³.

Luego de 2003, el gobierno argentino designó como “el modelo” a esta configuración de políticas macroeconómicas. “El modelo” tenía al tipo de cambio real competitivo como su rasgo más definitorio. Este pilar del esquema constituía su componente más activo, porque del tipo de cambio competitivo provenían principalmente los impulsos al crecimiento de la producción y el empleo⁴.

Los efectos de ese esquema macroeconómico sobre el crecimiento y la inversión fueron extraordinariamente exitosos a lo largo de varios años. Se alcanzaron tasas de crecimiento del producto de entre 8 y 9% anual y la tasa de inversión se elevó rápidamente desde 11,3% del PIB en 2002 a 21,6% en 2006⁵.

La discusión teórica y la observación de otras experiencias sugieren que la instrumentación de un TCRCE tiene otras virtudes, además del efecto favorable sobre el crecimiento y la ocupación, que también fueron observadas en Argentina en el período 2003-06. Estas se relacionan, por ejemplo, con la robustez del sector externo (los resultados de las cuentas corriente y de capital y financiera del balance de pagos, y la acumulación de reservas) y con la prevención de crisis.

Pero los efectos del TCRCE no son todos virtuosos. Un importante aspecto negativo de la preservación de un tipo de cambio competitivo es que esa componente del esquema macroeconómico puede generar presión inflacionaria⁶.

³ Ver Damill, Frenkel y Rapetti (2010).

⁴ Un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución de los ingresos hasta finales de 2006 se encuentra en Damill, Frenkel y Maurizio (2007). El análisis de los canales de transmisión del tipo de cambio competitivo se examina en Frenkel (2004a), (2004b), (2006), (2008), Frenkel and Taylor (2007), Frenkel and Ros (2006), Frenkel and Rapetti (2008). Una descripción del modelo de TCRCE se presenta también en Damill y Frenkel (2010).

⁵ Cabe mencionar que también jugaron a favor del crecimiento local a la salida de la crisis de la convertibilidad los aumentos en los precios de exportación y el alto ritmo de expansión de la economía mundial. Algunos analistas atribuyen a ese “viento de cola” toda la explicación del repunte, pero esa opinión no encuentra sustento en los datos, que muestran que los factores internos fueron claramente predominantes, especialmente en la determinación del punto de inflexión, es decir, en la reversión de la tendencia declinante del PIB a partir de 2002. Al respecto, ver Frenkel y Rapetti (2006), Damill, Frenkel y Maurizio (2007) y Damill y Frenkel (2010).

⁶ Véanse por ejemplo Frenkel (2008) y Damill y Frenkel (2010).

Efectivamente, luego de los mínimos para la etapa alcanzados en 2003, la inflación tendió a incrementarse. Hemos argumentado en los textos que acaban de citarse que la inflación se aceleró porque la presión sobre la demanda agregada resultante de la preservación de un tipo de cambio competitivo no fue contenida y regulada por otras políticas económicas. Por el contrario, cuando hubiera sido necesario utilizar la política fiscal como freno, esta política adoptó un sesgo expansivo, adicionando un impulso fiscal positivo al rápido crecimiento de la demanda agregada que venía impulsando el gasto privado⁷.

2. Problemas irresueltos a comienzos de 2007, errores de política macroeconómica y “desgajamiento” del modelo

La aceleración de la inflación y las estadísticas oficiales

En efecto, cuando las primeras detonaciones de la crisis financiera internacional comenzaron a hacerse oír, a mediados de 2007, la Argentina se encontraba ya transitando una etapa en la que algunos de los logros macroeconómicos y sociales del período iniciado en 2002 mostraban signos de deterioro o se debilitaban por razones de origen interno. Entre esos signos de deterioro sobresalía un aumento significativo del ritmo inflacionario.

La rápida expansión económica que tuvo lugar desde 2003 se dio en un contexto inicial de inflación relativamente baja. El impacto inflacionario de la devaluación de comienzos de 2002 fue bastante limitado, y luego de una suba inicial importante, los ritmos de variación de precios se atenuaron para alcanzar un mínimo de 3,7% anual en 2003. La estabilización de las tasas inflacionarias se logró luego de que, hacia mediados de 2002, el gobierno consiguiera estabilizar la tasa cambiaria. Una vez estabilizado el mercado cambiario, las expectativas de mayor depreciación cedieron. Sin embargo, a partir de los niveles mínimos para la etapa alcanzados en 2003, inferiores al 4% anual, la inflación medida por el IPC se duplicó en 2004 y volvió a duplicarse en 2005, superando el 12%.

Debe tenerse en cuenta que esta aceleración se producía pese a que el gobierno mantuvo prácticamente fijos diversos precios que pesan significativamente en la canasta del IPC, tales como los de combustibles, transporte y energía. En 2006 se consiguió detener la aceleración mediante algunas acciones puntuales, que afectaron a mercados específicos, principalmente los de lácteos y carne. Fue especialmente efectiva para reducir el ritmo de aumento del índice la intervención en el mercado de la carne, cuyo precio tiene una fuerte ponderación. A fin de 2006 la tasa anual del IPC se había reducido a 10%, pero los precios de bienes no regulados ni sujetos a acuerdo estaban aumentando a un ritmo anual de 13%.

⁷ Nuestra forma de ver la cuestión supone que la aceleración de la inflación experimentada desde 2004 podría haberse evitado sin resignar el objetivo de preservación del tipo de cambio competitivo. La cuestión, muy importante para la formulación de políticas, se discute en Frenkel (2008) y Damill y Frenkel (2010).

Cuadro 1
Tasas de variación anuales del IPC

Año	Variación (%)
2002	41.0
2003	3.7
2004	6.1
2005	12.3
2006	9.8
2007	26.6
2008	23.0
2009	14.8

Fuente: hasta 2006, INDEC. Para 2007, 2008 y 2009, la estimación del IPC elaborada y difundida por Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

Hasta fines de 2006 el objetivo de las autoridades era mantener la tasa de inflación en un dígito. El principal instrumento para esto, además del congelamiento de las tarifas y precios de servicios públicos, era una política de controles, bajo la forma de acuerdos sectoriales. Pero la persistencia de la presión inflacionaria hacía crecientemente inefectivo ese instrumento. A la presión de demanda del gasto privado y algún impacto interno de los aumentos de los precios internacionales (no neutralizados completamente por la regulación de los precios de combustibles y energía y los acuerdos sectoriales) se sumaba el sesgo expansivo que había adoptado la política fiscal en 2005, que se acentuaría en 2007.

La persistencia de las presiones inflacionarias no llevó a las autoridades a encarar un programa integral de estabilización. Un programa de esa naturaleza, capacitado para contener la inflación en un dígito, habría requerido tomar control del ritmo de aumento de la demanda agregada mediante un replanteo del esquema macroeconómico.

En un contexto de debilidad de los efectos de la política monetaria – característico del funcionamiento de la economía en todo el período-⁸ un programa antiinflacionario integral debía basarse principalmente en un cambio de orientación de la política fiscal. La política fiscal debía pasar a ejercer un impulso contractivo en lugar del de carácter expansivo que venía presentando. Dicho en forma más simple: el gasto público, que venía incrementándose a mayor velocidad que los ingresos, debía crecer a un ritmo menor que estos. Ese importante cambio de orientación, junto con una reformulación consistente de la política monetaria y otras medidas complementarias, como la reformulación de la política de ingresos, debían plantearse al público como la

⁸ La debilidad de los efectos de la política monetaria es consecuencia del bajo grado de monetización e intermediación financiera de la economía. En este contexto es razonable conjeturar una baja elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés y, dado el reducido *ratio* crédito/producto, también deben ser débiles los efectos del canal de crédito.

adopción de una política antiinflacionaria integral, con un objetivo explícito de inflación de un dígito, para señalar la inflación futura e influir en las expectativas privadas.

Sin embargo, frente a la aceleración inflacionaria que se hacía difícil contener mediante las regulaciones y controles, las autoridades no adoptaron un programa antiinflacionario integral ni tampoco endurecieron los controles para intentar aumentar su efectividad. Influyó probablemente en estas decisiones que 2007 era el año de elecciones presidenciales. En lugar de instrumentar medidas para contener efectivamente la inflación, se decidió aparentemente mantener el objetivo de inflación de un dígito, pero para las cifras de inflación publicadas por el INDEC, controlando el indicador en lugar de controlar la inflación. El gráfico 2, incluido más arriba, ilustra la aceleración inflacionaria. Desde los inicios de 2007 comenzaron a difundirse datos oficiales de precios que presentaban variaciones significativamente por debajo de las estimadas por fuentes privadas, y también muy inferiores a las calculadas por los institutos de estadística provinciales que mantuvieron su autonomía en relación con el gobierno nacional. La economía fue perdiendo al IPC como referencia socialmente aceptada en las discusiones sobre reajustes de contratos nominales, y fueron también afectados cálculos como los relativos a la incidencia de la pobreza y de la indigencia, para los cuáles se utiliza información de canastas parciales que integran el IPC y que estuvieron también sujetas a manipulación. Más adelante, en el segundo trimestre de 2008, la manipulación de los resultados estadísticos se extendió a los estimadores de actividad, de actividad industrial, y a las Cuentas Nacionales. Los problemas con relación a estas estadísticas parecen haberse agravado a partir del cuarto trimestre de 2008. El contraste con la información recogida por otras fuentes sugiere la existencia de una sistemática sobreestimación del producto y los niveles de actividad desde entonces.

El aislamiento financiero internacional y la fuga de capitales

Además del daño generado por el oscurecimiento estadístico de la economía, la manipulación de las estadísticas de precios tuvo otros efectos. Las cifras de inflación medidas por el IPC son la fuente de cálculo del coeficiente CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia), que se utiliza para el ajuste de deudas, en especial de parte de las obligaciones en pesos emitidas por el gobierno nacional en ocasión de la reestructuración llevada a cabo en 2005. En la medida en que el IPC subestima la inflación, lo mismo sucede con el CER y, por ende, los porcentajes de reajuste del capital de las deudas son inferiores a lo que resultaría sin tal manipulación.

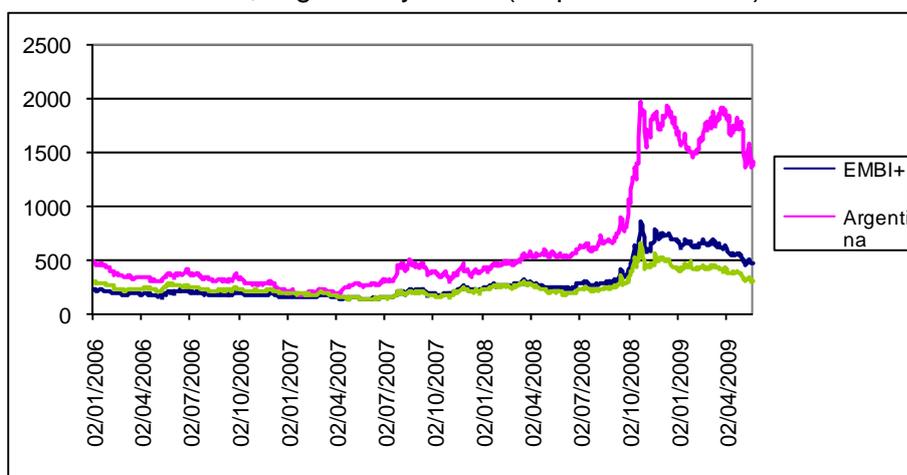
Esa es seguramente la principal razón por la que la deuda argentina fue castigada por los mercados, desde comienzos de 2007, según refleja muy nítidamente la evolución de los precios de los bonos públicos argentinos. La liquidación de bonos argentinos comenzó en abril de 2007, precisamente cuando se verificó que la práctica de subestimación de las tasas de inflación se había constituido en una conducta sistemática y permanente. La subestimación de la inflación por el IPC y su reflejo en el

CER afecta el ajuste de capital de los bonos en pesos y consecuentemente su valuación, pero no afecta técnicamente la valuación de los bonos denominados en moneda internacional. Sin embargo, la liquidación involucró a todos los títulos, en moneda nacional e internacional.

La evolución de los precios de los bonos en moneda internacional se refleja en forma inversa en la serie de “riesgo país”; cuando el precio de los bonos cae, aumenta el riesgo país y viceversa. Como puede verse en el Gráfico 3, el diferencial por riesgo que afrontaba la deuda argentina a comienzos de 2007 se había igualado, prácticamente, a la media de los países de mercado emergente y por momentos resultó inferior al de Brasil. En ese período las primas de riesgo de los países de mercado emergente tocaban un mínimo histórico. A partir de abril de 2007 el *spread* afrontado por la deuda argentina se despega del resto, subiendo muy por encima de la media de los mercados emergentes. La intervención en las cifras de inflación fue interpretada como una suerte de quita sobre el capital de la deuda en pesos, y la desconfianza se extendió inmediatamente a las cotizaciones de otros instrumentos de deuda no ajustados por CER, como es el caso de la emitida en moneda internacional.

Puede verse en el gráfico que los precios de los bonos continuaron cayendo en adelante, en términos absolutos y también con relación a los precios del resto de las economías de mercado emergente. Esto hizo inviable la colocación de títulos y determinó una situación de aislamiento con relación al mercado internacional de capitales. Este hecho resulta muy llamativo, porque constituye un cambio de la situación de la economía frente al mercado que no parece tener otra explicación que la sugerida arriba. Debe recordarse que poco antes de ese cambio, en 2006, se discutían en Argentina las mejores maneras de manejarse frente a los ingresos de capitales y el gobierno instrumentaba medidas para frenarlos.

Gráfico 3
Primas de riesgo país de mercados emergentes
EMBI+, Argentina y Brasil (en puntos básicos)



Fuente: Ministerio de Economía.

Otro efecto asociado con la extensión de la desconfianza en los mercados financieros ha sido la fuga de capitales. La cuenta "Formación de activos externos del sector privado no financiero" del balance cambiario del Banco Central comenzó a arrojar resultados negativos importantes desde el tercer trimestre de 2007, acumulando una salida de 8.900 millones de dólares en la segunda mitad de ese año. De allí en adelante, un importante flujo de fuga de capitales se constituyó en característica prácticamente permanente del balance de pagos argentino.

El inicio de la fuga de capitales coincide temporalmente con el comienzo de la crisis financiera en Estados Unidos, en agosto de 2007. La emergencia de la crisis probablemente influyó, pero para ensayar alguna ponderación a los factores que indujeron la fuga debe tomarse en cuenta que uno de los efectos iniciales más significativos derivados de la crisis *sub-prime* no fue negativo: por el contrario, ese efecto tomó la forma de un fuerte aumento de los precios de las *commodities*, como fue explicado arriba. Precios como el de la soja, el principal producto de exportación del país, subieron en la segunda mitad de 2007, mejorando significativamente el ya superavitario balance en cuenta corriente.

De manera contradictoria, ese impacto positivo acabó convirtiéndose en el origen de la primera y muy importante derrota política del gobierno de la presidenta Cristina Fernández. En efecto, la reacción gubernamental ante esa suba de precios fue la de incrementar los impuestos de exportación al sector agropecuario, con el fin de obtener recursos fiscales adicionales capturando ese excedente. Esto dio lugar a un fuerte enfrentamiento con ese sector, el que concitó mucha adhesión en otros sectores sociales. El conflicto, con epicentro en el segundo trimestre de 2008, desembocaría en una votación en el Congreso en la que la posición oficial fue finalmente derrotada. El clima de enfrentamiento y tensión social y política generado en este período de disputa deterioró las expectativas sobre el curso futuro de la economía; se acentuaron las salidas de capitales que habían comenzado a mediados de 2007. Esto ocurría meses antes del agravamiento de las turbulencias financieras externas que siguió a la quiebra del banco Lehman Brothers. Las salidas de fondos se incrementarían nuevamente en octubre de 2008, después del anuncio de la nacionalización de las administradoras privadas de fondos de jubilaciones y pensiones (AFJPs).

El peso que otorgamos a la aceleración de la inflación sin respuesta de política y a la manipulación de las estadísticas del INDEC en la generación del aislamiento financiero y la fuga de capitales obedece a que no se percibían en las variables fundamentales de la economía otros elementos que pudieran explicar esos cambios de comportamiento. A fines de 2007 la economía mantenía su rápido sendero expansivo, el nivel de reservas de divisas era muy elevado, al igual que el superávit del comercio con el resto del mundo y, pese al giro expansivo de la política fiscal, aún se alcanzaba un superávit de las cuentas públicas.

El sesgo expansivo de la política fiscal

Las cuentas fiscales jugaron un papel contractivo al comienzo de la fase de crecimiento rápido. En efecto, entre 2001 y 2004 se produjo un fuerte ajuste del resultado primario y financiero del sector público, que se debió sólo en parte a la reducción de la carga de intereses sobre la deuda originada en el *default*⁹. La introducción de impuestos a la exportación, que captaron parte del efecto redistributivo de la devaluación, y luego el efecto de la rápida expansión económica sobre la recaudación tributaria tuvieron también papeles relevantes.

El giro expansivo de la política fiscal comenzó en 2005 y se acentuó posteriormente, en 2007, lo que puede atribuirse en parte a que ese fue un año electoral, en el que el gobierno pretendía y lograría imponer su propia sucesión. Abandonando la idea, planteada hasta 2005, de conformar un fondo fiscal anti cíclico, entre 2004 y 2007 la política fiscal adicionó un impulso positivo a la demanda agregada del orden de un punto del PIB por año, por la paulatina reducción del superávit primario¹⁰. La importancia de este cambio merece ser resaltada. En 2005 la economía estaba creciendo a una tasa anual algo mayor al 9% y venía manteniendo un ritmo de expansión similar por tres años consecutivos. Por otro lado, la tasa de inflación venía acelerándose sistemáticamente y alcanzaría un 12,3% a fin de ese año (véase el cuadro 1, más arriba). Con evidentes presiones inflacionarias operando, pocas dudas caben acerca de que se requería la aplicación de algún freno al ritmo de expansión de la demanda agregada. Por la debilidad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria ya mencionada, el principal instrumento de freno disponible era la política fiscal. Pero el gobierno tomó el camino inverso, agregando un impulso fiscal expansivo al rápido aumento del gasto privado.

En el Gráfico 4 se presentan los superávits del sector privado, del sector público y del resto del mundo. Característicos de los años noventa fueron un permanente superávit del resto del mundo en relación con el país y una situación fiscal crecientemente deficitaria. El superávit privado presentaba un comportamiento contra cíclico, incrementándose en la recesión¹¹. Luego de la crisis de 2001-2002 esa configuración se modificó drásticamente. Por una parte, la cuenta corriente del balance de pagos se hizo superavitaria, lo que en el gráfico se refleja en un déficit del resto del mundo para todo el período posterior a 2001. Como contrapartida, el sector público pasó a ubicarse en zona de superávit, y lo mismo sucedió con el sector privado. La

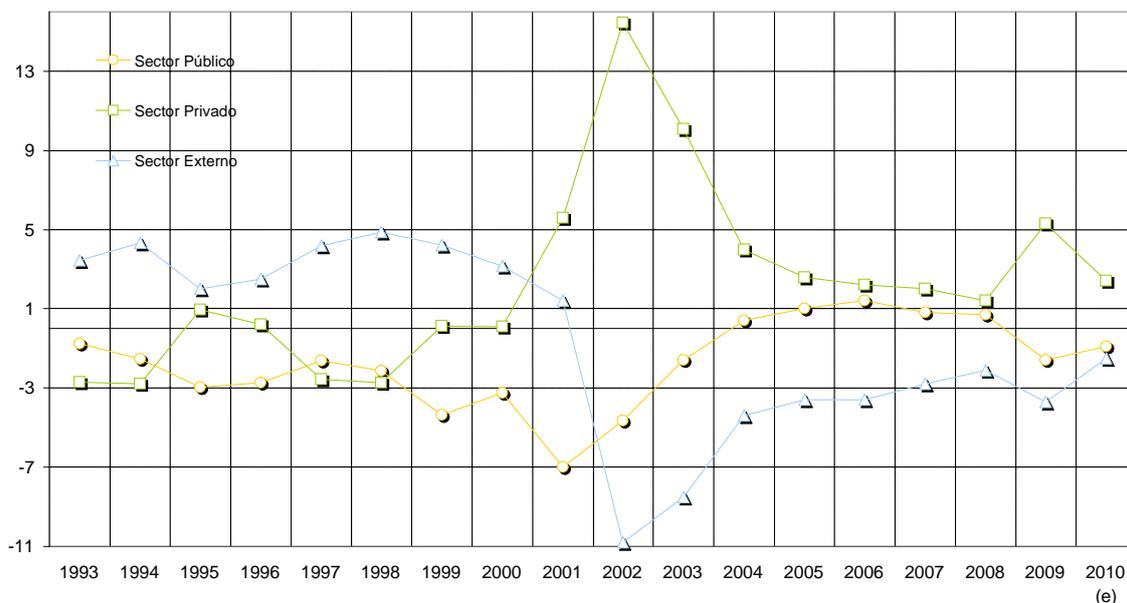
⁹ El sector público consolidado pasó de un déficit financiero equivalente a 7 puntos del PIB en 2001, a un superávit de 3,5% del producto en 2004, en un drástico ajuste equivalente a 10,5 puntos del PIB, según surge de las cifras del Ministerio de Economía.

¹⁰ El resultado primario del sector público consolidado alcanzó a 5,2 puntos del PIB en 2004, para declinar posteriormente. En 2007 fue de 3,3% del PIB, pero en ese último año se sumaron ingresos por casi 7800 millones de pesos originados en traspasos forzosos de aportantes del sistema previsional privado al público. Sin esos ingresos adicionales, el superávit primario habría rondado 2,3% del PIB en 2007, es decir 2,9 puntos por debajo del máximo de 2004, según surge de las cifras publicadas por el Ministerio de Economía.

¹¹ El superávit del resto del mundo es el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo. La sumatoria de los superávits sectoriales es necesariamente nula.

existencia de superávits gemelos, fiscal y en la cuenta corriente del balance de pagos, indica que el endeudamiento neto (del país y del sector público, respectivamente) ha tendido a reducirse.

Gráfico 4
Evolución de los superávits sectoriales
(en % del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Cuentas Nacionales (Indec), del Ministerio de Economía, y estimaciones propias.

Es notable el hecho de que, pese a la rápida expansión en todo el período post crisis, el superávit en cuenta corriente se haya mantenido. También lo es que el superávit en cuenta corriente se haya conservado incluso en 2009 y 2010, a pesar del cambio desfavorable en los mercados internacionales de bienes causado por la crisis global. En el plano fiscal, entre tanto, se ha venido registrando una tendencia al deterioro del resultado financiero, por lo que se ingresó en zona de déficit en 2009.

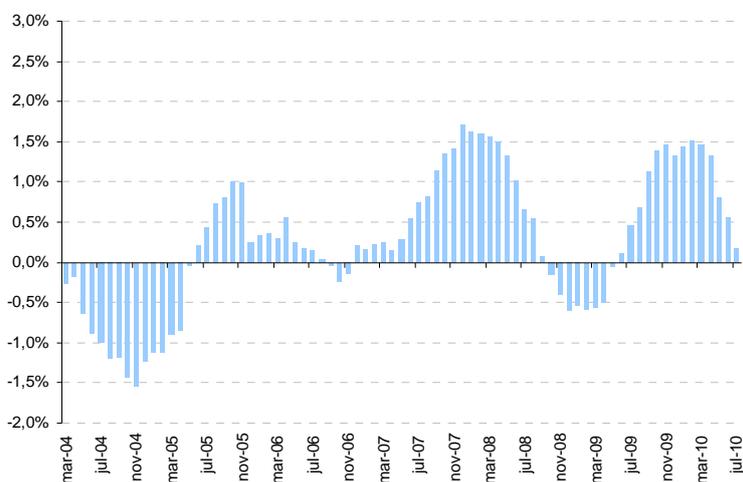
Si se atiende al impacto agregado de la política fiscal sobre la demanda agregada, los principales puntos de inflexión observados en el período posterior a la crisis de 2002 se dieron en 2005, en 2008 y en 2009. En esos momentos se observaron cambios de orientación. El primer punto de inflexión se verificó poco tiempo después de la operación de reestructuración de la deuda pública concretada en febrero de 2005 bajo la administración de Néstor Kirchner. El sector público había jugado un papel contractivo desde la crisis hasta ese momento, como ya se señaló, pero pasaría enseguida a alimentar el crecimiento de la demanda agregada, en el período 2005-2008. A fines de 2008, las variables fiscales volverían a tener un impacto negativo sobre el gasto total, por un breve período, para retomar la senda expansiva en 2009.

Esos cambios de orientación pueden constatare en el gráfico 5. Se representa allí el “impulso fiscal” sobre la demanda agregada. Las barras graficadas cuantifican la contribución adicional del sector público a la demanda. El gráfico tiene periodicidad mensual pero las cifras reflejan la variación de la presión fiscal sobre el gasto agregado producida en el período *anual* que concluye en cada mes.

Una aproximación gruesa a esa contribución a la demanda resulta de observar la evolución del resultado fiscal primario. Más arriba indicamos que esas variaciones fueron negativas entre 2004 y 2007 (es decir, el resultado primario se redujo, como indicador de una contribución fiscal positiva al gasto total), y resultaron del orden de 1 punto del PIB al año, en promedio, aproximadamente.

Una medida más sofisticada del impulso fiscal como la presentada en el gráfico 5 arroja resultados de un orden de magnitud semejante a éste.

Gráfico 5
Impulso fiscal como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y el Banco Central.

La medida de impulso fiscal allí ilustrada refleja las variaciones de gastos primarios y recaudación, pero corregidas de modo de dejar de lado los cambios que son de naturaleza endógena (como los aumentos de la recaudación asociados al incremento del producto entre los distintos momentos considerados), o bien aquellos que, siendo exógenos, tampoco reflejan variaciones discrecionales de la política fiscal (por ejemplo, una suba de los precios de bienes exportables por encima de sus valores de tendencia genera ingresos fiscales adicionales, pero este aumento de la recaudación no constituye señal de una política contractiva y debe dejarse de lado en el cálculo del “impulso fiscal”).

En setiembre de 2008 la crisis global comenzó a repercutir de modo más violento sobre las economías emergentes. En los últimos meses de ese año se produjo una caída sustancial de los precios de *commodities* que la Argentina exporta, lo que necesariamente impactó sobre la recaudación de tributos sobre el comercio exterior.

Además, comenzó a declinar el nivel de actividad, como consecuencia de la contracción de las exportaciones y también de la inversión, en este caso tanto por el cambio desfavorable del contexto externo cuanto por la mayor incertidumbre, abonada por las malas noticias del exterior y por los problemas internos ya examinados. A partir de ese momento, el cambio de contexto forzó cierto giro contractivo de la política fiscal. Sin embargo, a poco de entrado el año 2009 el gasto público recuperó una marcha ascendente a ritmo superior a los ingresos, por lo que el sesgo expansivo de la política fiscal se restableció.

La crisis financiera internacional y la economía argentina

A partir de 2007, los procesos internos que se han descrito se combinaron con los derivados de la crisis global. Los impactos financieros y comerciales de la crisis alcanzaron a todas las economías en desarrollo, pero el daño causado y el tipo y magnitud de los efectos estuvieron en función, en cada caso nacional, de la particular inserción internacional, financiera y comercial, de la economía. Los efectos también estuvieron condicionados por las respuestas de las políticas económicas nacionales, dadas las diferentes capacidades de atenuar o compensar los efectos desestabilizantes y recesivos de los shocks y las nuevas condiciones.

Con relación a esos efectos diferenciales, una primera distinción gruesa entre casos nacionales puede establecerse según el grado de dependencia del funcionamiento previo de la economía a los ingresos de capital. Esta dependencia es indicada por la situación de la cuenta corriente del balance de pagos, la magnitud de las reservas internacionales disponibles, la magnitud de las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado y la proporción de capital exterior en el financiamiento de los bancos, empresas y gobiernos. Estos datos dan cuenta de la sensibilidad de la economía a los shocks externos, así como de los grados de libertad de las políticas económicas para llevar adelante acciones compensatorias. Por ejemplo, este criterio separa a las economías de mercado emergente de Asia y América Latina, de un lado, de las economías del centro de Europa, Turquía y otras de inserción financiera reciente, cuya dependencia de los ingresos de capital se asemeja a la que tenía América Latina en los años noventa¹².

El criterio de dependencia de los ingresos de capital, especificado por la situación de la cuenta corriente, la magnitud de las reservas internacionales disponibles, la magnitud de las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado y la proporción de capital exterior en el financiamiento de los bancos, empresas y el gobierno, ubicaban a la economía argentina en una de las mejores posiciones relativas dentro de la región latinoamericana. Efectivamente, las políticas cambiaria y de acumulación de reservas contribuyeron a que el país arribara al momento de contagio de la crisis internacional con un importante acervo de reservas y un significativo superávit de cuenta corriente, como ya se indicó. Señalamos también

¹² Ocampo (2009).

que, por otro lado, el sector público mantenía una posición de superávit financiero. Además, Argentina concentra sus exportaciones en *commodities* agrícolas cuyos precios cayeron relativamente menos y mantuvieron mejores perspectivas que el resto de las *commodities*.

Sin embargo, el país mostraba dos características que, en una mirada superficial, podrían parecer rasgos extremos de una economía fuertemente impactada por la crisis internacional por el lado financiero. El primer rasgo era un completo aislamiento financiero internacional del sector público que, adicionalmente, endurecía en gran medida las restricciones de financiamiento internacional del sector privado. Todos los países en desarrollo sufrieron una restricción del financiamiento internacional disponible y el aumento de su precio, pero en otros países de la región se recuperaron flujos privados que permitieron financiar al menos cierta proporción de los vencimientos de deuda de los sectores público y privado¹³. Por ejemplo, a principios de 2009, Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú obtuvieron financiamiento internacional privado a tasas de interés que incluían aún *spreads* altos en comparación con la situación previa a la quiebra de Lehman Brothers, pero que resultaban manejables gracias al bajo nivel de la tasa de interés de los bonos de largo plazo del Tesoro de Estados Unidos. En cambio, el aislamiento financiero de Argentina ha venido obligando a cubrir la totalidad de los vencimientos en divisas con tres fuentes disponibles, únicamente: el flujo neto del resultado en cuenta corriente del balance de pagos, las fuentes multilaterales y la reducción de reservas¹⁴.

El segundo rasgo es un flujo importante y persistente de fuga de capitales. En el contexto que se inaugura con el *shock* financiero internacional de setiembre-octubre de 2008, todos los países estaban expuestos a experimentar salidas de capital, en la medida en que continuaba el proceso de desapalancamiento y fuga a la calidad. Pero en el caso argentino la fuga de capitales significó un flujo prácticamente continuo desde julio del año 2007, intensificado en el segundo trimestre de 2008¹⁵, en octubre de 2008 y en la primera mitad de 2009, como puede constatarse en el gráfico 17, incluido más adelante¹⁶.

Esos rasgos podrían parecer efectos extremos de la crisis internacional sobre la economía, pero no lo son: los precios de los bonos argentinos se despegaron del resto de los mercados emergentes e iniciaron una pronunciada caída en abril de 2007, en pleno auge financiero de dichos mercados. El flujo de salida de capitales se hizo

¹³ Ver FMI (2009).

¹⁴ El gobierno argentino ha venido realizando algunas acciones para revertir esta situación de aislamiento, con eje en el intento de completar la salida del *default* mediante una nueva operación de canje dirigida a resolver el problema de los *holdouts*, remanentes del canje realizado en 2005. La nueva operación de canje se completó en 2010. Entre tanto, la situación de incumplimiento con gobiernos nucleados en el club de París permanece.

¹⁵ En conexión con el conflicto del gobierno con el sector agropecuario en torno a los impuestos a la exportación.

¹⁶ Las salidas de fondos se intensificaron nuevamente desde fines de 2009 y en los primeros meses de 2010, como resultado de las medidas del gobierno dirigidas a crear, con reservas de divisas del Banco Central, un fondo para el pago de vencimientos de deuda pública a lo largo de 2010, y del conflicto político que esta decisión generó, según se comenta más adelante.

importante desde el segundo semestre de 2007, cuando los mercados emergentes apenas habían sido afectados por la fase inicial de la crisis y cuando Argentina estaba recibiendo el importante shock positivo resultante del auge de los precios de las *commodities*. Ambos rasgos, la caída del precio de los bonos y las salidas de capitales, fueron inducidos por circunstancias locales, bien antes que la crisis financiera internacional incidiera de forma importante sobre las economías de mercado emergente.

Efectos de la crisis sub-prime sobre las cuentas públicas

A partir de setiembre de 2008 la recaudación tributaria sufrió los impactos del cambio del marco internacional y del freno al nivel de actividad interna. El primer factor fue el más importante. La recaudación de impuestos al comercio exterior cayó abruptamente a fines de 2008 y comienzos de 2009. Eso se debió, por un lado, a la declinación de los precios de exportación de bienes como la soja y otros, que afectó los ingresos por retenciones. Más tarde pesó también la declinación de las cantidades exportadas de productos agropecuarios afectados por una grave sequía que dañó la producción de la campaña 2008-2009. La abrupta declinación de las importaciones tuvo también impacto en los ingresos fiscales. Otros impuestos, como el IVA-DGI y ganancias, que se vinculan con el nivel de actividad, fueron alcanzados por el efecto de la recesión.

Como ya se indicó, luego de los primeros meses de 2009, el gasto público agregado retomó un ritmo de crecimiento muy superior al de la recaudación, con el consiguiente deterioro del resultado primario. Este deterioro se reflejó en los mercados financieros, al tomar cuerpo expectativas de posibles dificultades para el servicio de la deuda pública, las que sin embargo fueron disipándose en los últimos meses de ese año y a comienzos de 2010.

Frente al deterioro fiscal, el gobierno tomó a comienzos de 2009 diversas medidas como el incremento de algunas tarifas públicas para contener la evolución de los subsidios. Aunque la acción de mayor envergadura destinada a fortalecer las finanzas del sector público fue la operación extraordinaria de estatización del sistema privado de jubilaciones y pensiones. Con ella, el gobierno obtuvo recursos excepcionales que le permitieron hacer frente en mejores condiciones a las derivaciones negativas de la crisis global. Si bien es cierto que la operación de estatización de los fondos del sistema previsional privado basado en las AFJPs, decidida a fines de 2008, tuvo un efecto muy negativo sobre las expectativas privadas y sobre la credibilidad gubernamental, también lo es que cambió decisivamente el panorama financiero fiscal. Por un lado, permitió al sector público contar con un flujo adicional anual de ingresos anuales muy significativo. Además, le permitió utilizar, para financiarse, activos que la ANSES mantenía contra otros agentes, como plazos fijos en bancos y activos externos.

Otra consecuencia muy relevante de la operación de estatización de los fondos previsionales privados es que la misma permitió al sector estatal hacerse de un significativo volumen de títulos de la deuda pública que estaban en poder de las AFJPs, el que fue internalizado por esta vía, reduciendo el tamaño de los compromisos netos con otros acreedores. Hacia mediados de 2009, aproximadamente un 30% de la deuda pública pasó a estar en manos de organismos estatales, de la ANSES en primer lugar, y del BCRA en segundo término.

En materia de servicios de la deuda, esta operación en la esfera previsional fue complementada con otras destinadas también a reducir el tamaño de los compromisos de próximo vencimiento. Por un lado, se concretaron operaciones de refinanciación, en especial de los llamados “préstamos garantizados”, que redujeron el flujo de vencimientos próximos. Por otro lado, se realizaron recompras de deuda (por parte de la ANSES, pero también del Banco Central y del Banco Nación), aprovechando las cotizaciones “de *default*” que venían presentando los títulos públicos. De este modo, el perfil de la deuda pública fue cambiando de manera significativa y favorable. Así, como ya se señaló, un porcentaje elevado de los vencimientos de intereses y capital a partir de 2009 pasó a corresponder a pagos dentro del propio sector público, lo que facilita la realización de operaciones de refinanciamiento mediante la colocación de nueva deuda a esos organismos.

De todos modos, ha persistido el problema de hacer frente a los compromisos remanentes en un contexto en el que el sector público argentino no ha contado con acceso al financiamiento de fuentes privadas, en particular al de fuentes externas. Esto ha obligado a hacer frente a los vencimientos con superávit fiscal o, tratándose de vencimientos de deudas en dólares, a recurrir a la disponibilidad de crédito del Banco Central al sector público, lo que implica la utilización de reservas de divisas de la autoridad monetaria para efectuar esos pagos.

Pese a estos recursos extraordinarios, la continuación en 2009 de una tendencia del gasto público a crecer largamente por encima de los recursos corrientes, combinada con el aislamiento financiero gubernamental, han puesto una exigencia importante sobre el financiamiento fiscal. A fines de 2009 el gobierno nacional decidió, mediante un decreto “de necesidad y urgencia”, crear un fondo (el Fondo del Bicentenario) de poco más de 6000 millones de dólares, con reservas del Banco Central, con el fin de emplear esos recursos para pagar vencimientos de deuda externa a lo largo de 2010. De este modo, quedaban de hecho “liberados” otros recursos para ser utilizados en distintos fines de gasto.

La medida generó varios conflictos simultáneos. Por un lado, entre el Ejecutivo y el Presidente del Banco Central, que inicialmente pareció mostrar cierta reticencia a conformar ese Fondo y al que, por tal razón, le fue solicitada la renuncia, poniendo en entredicho la cuestión de la autonomía del Banco. El conflicto en torno a la utilización de las reservas y en relación con la conducción del Banco Central involucró naturalmente al Parlamento, y también al Poder Judicial, y al extenderse acentuó la incertidumbre y alentó un nuevo repunte de las fugas de capitales.

En marzo de 2010 la presidenta Cristina Fernández derogó el decreto de creación del Fondo del Bicentenario pero creó otros dos con fines similares, y el gobierno comenzó a utilizarlos para pagos de deuda. Si bien algunas cuestiones permanecieron abiertas en la discusión pública y en el ámbito judicial, la utilización de reservas para el pago del servicio de la deuda externa pública ha continuado, y fue ganando aceptación y desdibujándose como problema en la escena política.

Recurriendo en parte a fuentes no ordinarias de financiamiento fiscal (como la transferencia de utilidades del Banco Central generadas por la revaluación de las reservas de divisas, entre otras), el gobierno ha mantenido la política de gasto vigente (es decir, la que se vino caracterizando por un aumento de las erogaciones a ritmo superior a los ingresos). Asimismo, contribuyó a viabilizar la política expansiva un importante repunte de la recaudación que se debió en parte al buen desempeño del sector agroexportador en 2010 y también al inicio de la recuperación económica, motorizado en alguna medida por la propia política fiscal expansiva y también por el buen desempeño del consumo privado (alentado asimismo por la vigencia de tasas reales de interés negativas).

La crisis global y la demanda agregada

Como se indicara más arriba, los canales de transmisión de la crisis global sobre la economía nacional fueron básicamente el financiero y el comercial. Nos concentramos ahora en el impacto por la vía comercial.

El principal canal real de transmisión de la crisis global estuvo constituido por la caída de las exportaciones, que durante 2009 se contrajeron un 21%. Este resultado puede descomponerse en una disminución de precios medios de aproximadamente 16% interanual y una reducción del 5% interanual en las cantidades exportadas.

En las cuentas nacionales a precios corrientes, las exportaciones argentinas resultaron equivalentes, en el promedio del año 2008, a 20% de la demanda global, y a alrededor de 24% del PIB. Siendo así, una declinación de casi 21% en esa variable es un *shock* macroeconómico negativo de gran magnitud, equivalente a más de 4 puntos porcentuales de la demanda global y a 5 puntos porcentuales del PIB a precios corrientes, nada menos.

Esa declinación impactó fuertemente en algunos sectores de la producción manufacturera en especial, como la industria de autopartes y del automóvil, y también en el sector agropecuario. En ciertos segmentos de la actividad productiva orientados al mercado internacional se evidenció un impacto inmediato del agravamiento del cuadro externo que siguió a la quiebra del banco Lehman Brothers. Los sectores productores de bienes transables comenzaron a sufrir retrocesos porcentuales considerables en sus ventas, lo que no había sucedido desde la crisis de 2001-2002.

Existen evidencias de que la demanda agregada venía frenando su ritmo expansivo desde el segundo trimestre de 2008, como derivación del conflicto

agropecuario¹⁷. Las tasas de variación de la inversión bruta interna fija tendieron a declinar desde el primer trimestre de 2008 en adelante, para hacerse negativas luego del tercer trimestre de ese año.

A las fuentes internas de mayor incertidumbre se agregó, en el último trimestre de 2008, el serio agravamiento del cuadro internacional. La inversión siguió debilitándose, registrando durante 2009 una caída de alrededor de 11 puntos porcentuales en relación con el año anterior. Como la inversión equivalía, en 2008, a precios corrientes, a poco más de 19% del PIB según la estimación de Cuentas Nacionales del INDEC, esa declinación equivale a su vez más de 2 puntos porcentuales del producto. Eso explica buena parte de la contracción del PIB durante 2009, la que alcanzó una magnitud de entre 4 y 5% según mediciones privadas, interrumpiendo la larga expansión que se había iniciado en 2002.

Un hecho notable del comportamiento de las variables de gasto en los últimos años ha sido la abrupta reducción de las importaciones. Una parte importante de la contracción de la demanda agregada en 2008-2009 resultó de hecho absorbida por menores compras de bienes al resto del mundo, lo que atenuó significativamente el impacto sobre la actividad interna. En efecto, la reducción de las compras provenientes del resto del mundo alcanzó un 32,5% a precios corrientes durante 2009. Esa declinación se debió principalmente a la caída de las cantidades de bienes importadas (22%), mientras que la reducción del precio medio de importación fue menor (13%). Tal es así que la fuerte reducción de las exportaciones fue más que compensada por esta abrupta declinación de las importaciones, y el saldo favorable de la cuenta de comercio, a pesar del *shock* externo negativo, en realidad se incrementó en 2009 hasta alcanzar valores record, levemente superiores a los del año 2002.

En el análisis de los componentes de la demanda agregada puede inferirse entonces que las “exportaciones netas”, es decir, exportaciones menos importaciones, no han actuado contractivamente porque, como se señaló, la reducción de estas últimas tendió a compensar la declinación de las primeras. Como también se indicó arriba, buena parte de la reducción del producto en 2009 se explica por el comportamiento de la inversión, mientras que el consumo declinó levemente.

La contracción del PIB, en especial en las manufacturas, comenzó a revertirse desde mediados del año 2009. A partir de entonces algunos datos de contexto evolucionaron de manera relativamente favorable. Por ejemplo, se evidenció una mejora de la economía mundial, y subieron los precios de la soja y de otras *commodities* que el país exporta. También la economía del Brasil comenzó a presentar indicadores favorables. Por otro lado, mejores precios y un cuadro climático favorable apuntalan una importante reactivación de la actividad agroexportadora. Así, aunque la

¹⁷ Una de las consecuencias de este conflicto parece haber sido un considerable cambio de la política orientada a mantener un tipo de cambio competitivo y estable, que el gobierno venía siguiendo al menos desde 2003. En efecto, en el segundo trimestre de 2008 se dejó apreciar la paridad nominal en un contexto de inflación alta. Esto hizo que la expectativa de preservación de un tipo de cambio real elevado por un período prolongado, que seguramente fue un aliciente decisivo para las inversiones en capacidad productiva de bienes transables durante la rápida expansión posterior a 2002, se viera dañada, afectando a su vez la pujanza del ritmo inversor.

situación interna continúa presentando fuentes importantes de incertidumbre, la reactivación fue adquiriendo dinamismo, alimentada en parte por la política fiscal expansiva, y el PIB retomó en 2010 un ritmo de expansión comparable al anterior a la crisis global.

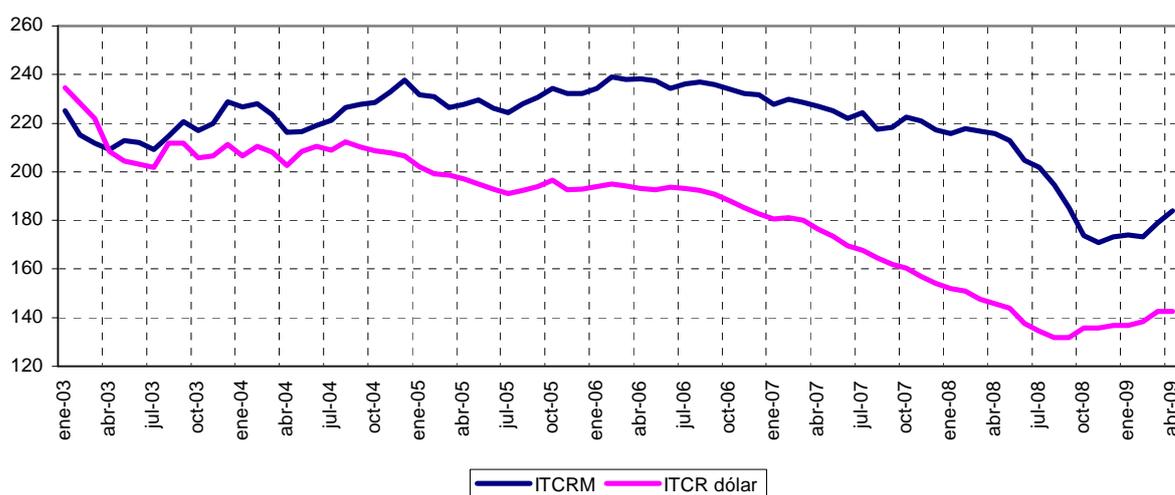
La apreciación del tipo de cambio real

Desde comienzos de 2007 la orientación de la política macroeconómica abandonó en la práctica el principal pilar del esquema sostenido desde 2003: la preservación del tipo de cambio real competitivo y estable. La aceleración de la inflación y su desconocimiento por parte de las estadísticas oficiales fueron probablemente los factores más importantes de ese cambio.

La evolución de dos indicadores del tipo de cambio real puede verse en el Gráfico 6. Éste presenta el tipo cambio real multilateral (ITCRM), con las ponderaciones de las monedas que integran la canasta calculadas por el Banco Central, y el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos (ITCR dólar). Hasta diciembre de 2006 el deflactor representativo de los precios domésticos de ambas series es el IPC calculado por el INDEC. De enero de 2007 en adelante el deflactor de ambas series es el estimador del IPC elaborado por el centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA¹⁸.

Gráfico 6

Evolución de índices de tipo de cambio real
(dic 2001=100)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

¹⁸ En adelante, todas las magnitudes reales, como las correspondientes a la base monetaria real y otros agregados monetarios y financieros, son deflactadas por este mismo índice.

Como puede verse en el gráfico, entre comienzos de 2003 y diciembre de 2006 el ITCRM oscila alrededor de una tendencia estable, mientras que el ITCR dólar experimenta una apreciación considerable, particularmente durante 2005 y 2006. Dado que entre 2003 y 2006 la tendencia del tipo de cambio nominal resultante de la política cambiaria es de 1.6% al año y que la tasa de inflación local superó la de los socios comerciales de Argentina, la estabilidad del ITCRM resultó de la apreciación de la canasta de monedas de los socios comerciales.

El Banco Central nunca hizo explícito el objetivo de preservación de una tendencia estable del ITCRM. El objetivo explícito del Banco Central con relación a sus intervenciones en el mercado cambiario fue la acumulación de reservas con fines preventivos de crisis y preservación de la estabilidad financiera. Sin embargo, la política de flotación administrada, que determinó una tendencia casi estable del tipo de cambio nominal resultó en una tendencia estable del tipo de cambio real multilateral, gracias a la apreciación experimentada por los socios comerciales. Por otro lado, esa política cambiaria implicó la tendencia a la apreciación del tipo de cambio bilateral con Estados Unidos.

Desde enero de 2007, en coincidencia con el inicio de la subestimación de las tasas de inflación por el INDEC, hasta abril de 2008, el ITCRM muestra una tendencia continua a la apreciación. Por otro lado, la serie de tipo de cambio real multilateral publicada por el Banco Central (que utiliza como deflactor las estimaciones del IPC publicadas por el INDEC) no sólo no refleja una apreciación en ese período sino que muestra una tendencia creciente.

El contraste entre ambas series hace difícil interpretar la orientación de la política cambiaria del Banco Central entre enero de 2007 y abril de 2008. En el período 2003–2006 la estabilidad del tipo de cambio real multilateral coincidió con una tendencia casi estable del tipo de cambio nominal determinado por el Banco Central. Que el Banco Central controló el precio de la moneda internacional y determinó su tendencia se desprende de su prácticamente permanente intervención compradora en esa etapa. Los datos del período 2003–2006 no permiten distinguir si el Banco Central tenía un objetivo implícito de estabilidad de la tendencia del tipo de cambio nominal o uno de estabilidad de la tendencia del tipo de cambio real. Tomando esto en cuenta, la orientación del Banco Central entre enero de 2007 y abril de 2008 admite distintas interpretaciones.

Una hipótesis es que en el período 2003–2006 el Banco Central no tuvo como objetivo prioritario de la política cambiaria la preservación de la estabilidad del tipo de cambio real multilateral o, si lo tuvo, lo abandonó en 2007 para dar prioridad a la estabilización del tipo de cambio nominal. Los objetivos de estabilidad nominal y real eran coincidentes hasta comienzos de 2007. En cambio, desde principios de 2007, con la aceleración de la inflación, el objetivo de estabilidad del tipo de cambio real multilateral entró en conflicto con la estabilidad del tipo de cambio nominal y la hipótesis es que el Banco Central habría dado prioridad al segundo objetivo.

Otra hipótesis es que el Banco Central mantuvo formalmente el objetivo de preservar la estabilidad del tipo de cambio real multilateral, pero utilizó los datos de inflación publicados por el INDEC para guiar los ajustes inducidos en el tipo de cambio nominal por la política de flotación administrada. Claro está que el Banco Central no puede ignorar que el INDEC subestima la inflación efectiva y que, consecuentemente, la política cambiaria estaba guiando efectivamente una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real multilateral. La tendencia a la apreciación resultó más acentuada en el ITCR dólar, porque la canasta de monedas del tipo de cambio multilateral continuó apreciándose en este período. Por sus resultados, esta hipótesis es semejante a la primera.

Las hipótesis precedentes quizá atribuyen a la conducción de la política cambiaria de ese período una orientación más sistemática que la que en realidad tuvo. Una tercera hipótesis plausible es que la manipulación de las estadísticas de precios del INDEC haya acentuado el desgajamiento de las políticas macroeconómicas. Desde comienzos de 2007 la conducción de las políticas cambiaria y monetaria fue impactada por la subestimación oficial de la inflación y las rápidas consecuencias negativas que eso tuvo en los mercados financieros. A esas perturbaciones se sumaron a mediados de 2007 el comienzo de la crisis financiera internacional, la fuga de capitales y la presión compradora en el mercado de cambios. Puede conjeturarse que en ese contexto el Banco Central dejó de lado consideraciones de largo plazo de la política cambiaria para concentrarse en la estabilización del mercado de cambios en torno a un tipo de cambio nominal estable. Más allá de las interpretaciones, el hecho es que el ITCRM se apreció 7% entre diciembre de 2006 y abril de 2008.

Después, desde la segunda semana de mayo de 2008, hubo una evidente nueva orientación de la política cambiaria. El Banco Central vendió en el mercado 2 106 millones de dólares de las reservas en poco más de un mes para reducir el precio del dólar de 3.15 a 3 pesos. En este período de caída y estabilización del tipo de cambio nominal, las tasas mensuales de inflación estaban en los máximos experimentados desde 2003. Entre mayo y agosto las tasas interanuales de los precios al consumidor se encontraban en el orden de 25%, como puede verse en el Gráfico 2. La caída y posterior estabilización del tipo de cambio nominal entre mayo y agosto se tradujo en una fuerte apreciación del ITCRM. De esta manera, por la apreciación gradual experimentada entre enero de 2007 y abril de 2008 y por el cambio de orientación de la política cambiaria entre mayo y agosto de 2008, el país arribó al momento de contagio financiero de la crisis internacional sobre los países en desarrollo con un tipo de cambio real multilateral 15% inferior al de diciembre de 2006 y al que se había preservado o más o menos estable entre 2004 y 2006.

Una reacción de muchos países en desarrollo frente a los impactos de la crisis que se iniciaron en setiembre de 2008 fue la devaluación de sus monedas. De esta manera, la canasta de monedas que integra el tipo de cambio multilateral argentino se depreció significativamente en setiembre y octubre de 2008. Por otro lado, en octubre de 2008 el mercado cambiario argentino estuvo sometido a una demanda intensificada

por una fuerte salida de capitales. Las autoridades decidieron no permitir un rápido aumento del precio del dólar frente a la presión de la demanda, lo que también implicó la decisión de no acompañar las devaluaciones de los socios comerciales para preservar la competitividad del tipo de cambio real. Aunque el ritmo de la devaluación nominal se aceleró desde principios de octubre, el ITCRM de noviembre de 2008 resultó el más bajo desde 2003, 25% inferior que el de diciembre de 2006. Si bien el Banco Central aceleró luego el ritmo de aumento del tipo de cambio nominal, la apreciación precedente sólo se revirtió de manera leve.

El régimen cambiario del país no fue modificado. La existencia de un monto importante de reservas continúa garantizando la capacidad del Banco Central para determinar el nivel y la tendencia del tipo de cambio real mediante la política de flotación administrada. De hecho, hasta el momento del anuncio de la decisión gubernamental de adelantar la fecha de las elecciones legislativas de 2009 (debían realizarse en octubre y se adelantaron a junio), el Banco Central venía impulsando una considerable tendencia al aumento del tipo de cambio nominal. Pero a ese ritmo de aumento debe restarse el deterioro de la competitividad causado por la inflación. Aunque el ritmo de inflación se había moderado en 2009 con respecto a las tasas muy altas de mediados de 2008, la economía continuaba experimentando altas tasas de inflación (en abril de 2009, la tasa interanual del IPC se encontraba en el orden del 19%).

Aunque el régimen cambiario no se modificó formalmente, la orientación de la política cambiaria sí se modificó en 2007, y los cambios se acentuaron en 2008, 2009 y 2010. Las autoridades parecen haberse autoimpuesto una limitación en el uso del instrumento, en el momento económico menos indicado para restringir su utilización. Efectivamente, una de las ventajas relativas que ostenta la región latinoamericana es la flexibilidad de los tipos de cambio y de las políticas cambiarias. Esta flexibilidad, conjugada con la disponibilidad de importantes reservas, permite un uso pleno y controlado del tipo de cambio para ajustar las economías a las nuevas condiciones generadas por la crisis internacional. Bajo condiciones políticas de mayor normalidad, la economía argentina no debería haber sido una excepción.

3. Las relaciones financieras y el cambio del marco regulatorio de la actividad bancaria en los años 2000

El colapso del régimen de convertibilidad, tras una larga agonía de tres años y medio en la cual se acentuó la sobrecarga de deuda pública y la dolarización, y el carácter desordenado de la salida, generaron un período de caos bancario en un marco de emergencia sostenida.

Los bancos pasaron a ser técnicamente insolventes, el sistema perdía depósitos y el crédito caía continuamente. La escalada del dólar en la primera mitad de 2002 y la incertidumbre acerca de la capacidad del gobierno de estabilizar la situación imprimían un espíritu de transitoriedad a las medidas que se iban adoptando,

mientras que los distintos sectores afectados pugnaban por minimizar su contribución en el “reparto de pérdidas”.

La resolución de la crisis exigió un muy alto grado de tolerancia normativa, en el marco de una estrategia deliberada por ganar tiempo, dada la magnitud del descalabro y la imposibilidad de que un sector público en *default* pudiera asistir al sistema en la medida necesaria para restablecer su solvencia.

A la salida de la convertibilidad, al replantearse el régimen de funcionamiento del sistema financiero, se tomaron dos decisiones fundamentales: desdolarizar drásticamente el sistema bancario (en especial los créditos) y establecer la forma en que se repartirían las pérdidas entre los sectores, lo que se hizo a través de una pesificación asimétrica e incompleta. Un tercer elemento esencial fue que, como resultado de la flotación del peso y la pesificación, el BCRA pudo recuperar su función de prestamista de última instancia. La flotación cambiaria, la desdolarización y la tolerancia normativa dieron mayores márgenes de maniobra al BCRA y así hicieron posible enfrentar una crisis sin precedentes, aún para los estándares de un país con una historia económica de catástrofes recurrentes.

Una comprensión adecuada de la complejidad del proceso de reestructuración bancaria y reformulación normativa posterior a la crisis exige una revisión previa de sus antecedentes inmediatos¹⁹.

Corralito, corralón, pseudo-dolarización y canje de deuda antes de la débaque final

Hacia fines de 2001 ya no existía la posibilidad de optar por estrategias de salida no traumáticas, luego de una etapa en la cual el gobierno había “redoblado la apuesta” a favor de la convertibilidad frente a cada escenario adverso. Algunas de las medidas que se adoptaron en el último mes de vida de la convertibilidad acabaron haciendo más complicada la reorganización económica post crisis.

El corralito, en particular, instituido el 3 de diciembre de 2001, tuvo efectos negativos en el funcionamiento del sistema que perdurarían durante varios años, ya que al impedir el retiro de los depósitos a la vista de los bancos, dañó seriamente el papel “transaccional” del dinero bancario.

La medida tuvo un inevitable impacto negativo sobre el sistema de pagos y dio pie a una prima de liquidez a favor del dinero en efectivo. Además, las autoridades económicas hicieron una apuesta desesperada e inútil por la (pseudo)dolarización, al disponer que las financiaciones otorgadas a partir del 3 de diciembre sólo pudiesen ser instrumentadas en dólares.

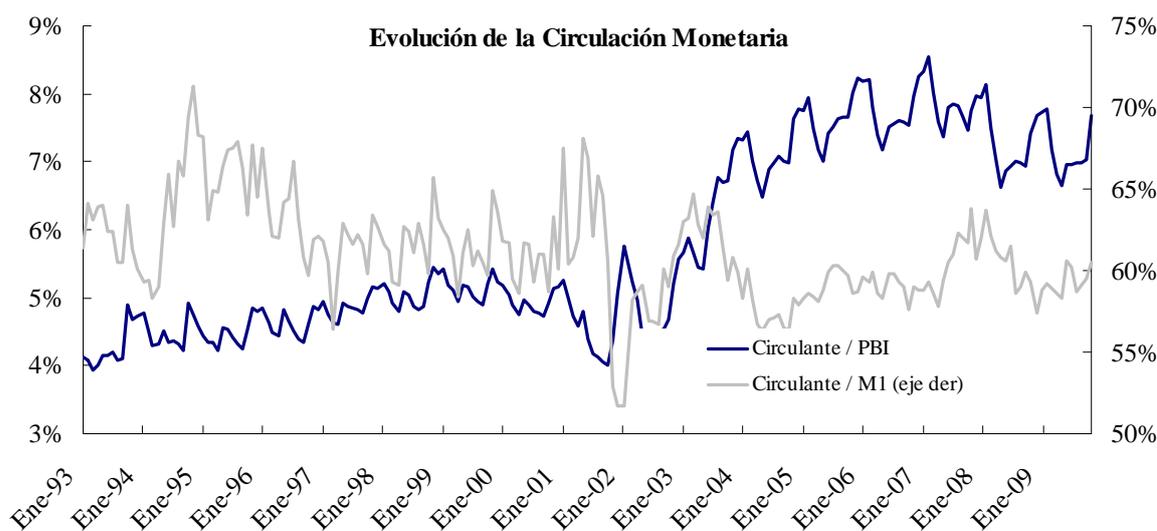
El corralito, que sería relajado gradualmente a lo largo del tiempo, consiguió atenuar la salida de depósitos privados, pero al costo de exacerbar la recesión y alimentar tendencias que generarían serios problemas en el futuro. Además, resultó

¹⁹ El diseño y la evolución del régimen regulatorio anterior, establecido a lo largo de los años noventa, se analizan en Damill, Frenkel y Simpson (2010).

insuficiente, ya que los ahorristas trasladaban sus depósitos a plazo hacia cuentas a la vista con el objetivo de convertir los fondos en dólares, a través de distintos mecanismos de “filtración”. Este proceso hizo inevitable el establecimiento del llamado “corralón”, que tornó indisponibles los depósitos a plazo fijo, para que se pudiera liberar el sistema de pagos.

Es claro que habría sido mejor reprogramar sólo los depósitos a plazo a principios de diciembre, la mayor parte de los cuales estaban denominados en dólares y cumplían el rol de ahorro o reserva de valor, preservando así el funcionamiento normal de los depósitos a la vista, al estilo del llamado “Plan Bonex” (diciembre 1989), o del esquema adoptado en Uruguay en 2003 (que priorizó el respaldo de los depósitos a la vista y reestructuró por decreto los plazos fijos). De este modo se habrían minimizado las dificultades que surgieron en la cadena de pagos por la escasez de dinero para realizar transacciones. Adicionalmente, las medidas adoptadas estimularon un aumento significativo en el nivel de dolarización de los depósitos, que llegó a alcanzar el 75% a fines de 2001, factor éste que también complicaría el proceso de normalización posterior.

Gráfico 7



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

La disrupción del sistema de pagos fue tan aguda que se generó un notable aumento de la demanda de efectivo (real), la que registró un incremento del 20% en el primer trimestre de 2002, a pesar del contexto de inflación asociado a la devaluación²⁰. Curiosamente, la preferencia por el efectivo no representó un fenómeno meramente transitorio, generado por la desconfianza hacia el dinero bancario y el crecimiento de

²⁰ La emisión de cuasi monedas cumplió un papel fundamental para evitar un colapso más grave del nivel de transacciones. En efecto, la circulación monetaria real “amplia” (incluyendo cuasimonedas) aumentó 40% entre el mínimo registrado en octubre de 2001 y el máximo en marzo de 2002. Estas serían retiradas de circulación en el marco del Programa de Unificación Monetaria (mayo-diciembre 2003).

la economía subterránea. Por el contrario, la crisis generó una ruptura estructural en la relación circulante/PIB, que promedió un 5% en el período de convertibilidad pero no bajó de 7% desde 2004 y subió por períodos hasta 8,5%, niveles muy elevados para los estándares internacionales, que se mantuvieron a pesar de haberse registrado tasas de inflación elevadas desde 2007.

Otro antecedente relevante para comprender el proceso de reestructuración bancaria post crisis es el canje de deuda soberana instrumentado en noviembre de 2001²¹, tanto por su impacto sobre la liquidez de los bancos como por el tratamiento regulatorio de los activos que reemplazarían a los bonos canjeados. La nueva deuda se instrumentó bajo la forma de préstamos garantizados con recaudación tributaria (PGs), los que daban a los bancos condiciones más favorables de contabilización, que no reflejaban las pérdidas económicas involucradas.

En diciembre de 2001, todavía vigentes la Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica del BCRA, los problemas de liquidez de los bancos debieron ser enfrentados dentro de los límites que imponían dichos instrumentos legales. Dado que la corrida bancaria había tenido un impacto diferenciado sobre los distintos tipos de bancos, se procuró “nivelar el campo de juego” mediante el establecimiento de una “sobreintegración” de encaje para aquellas entidades cuyos depósitos aumentarían, en un claro apartamiento respecto de la solución de mercado²², con el fin de reciclar fondos hacia las entidades con fuertes pérdidas de depósitos, a través del BCRA²³.

Todas las medidas adoptadas desde la imposición del corralito hasta la derogación de la Ley de Convertibilidad procuraron mostrar que el régimen se mantenía en pie, pero la falta de credibilidad obligaba a dolarizar por completo el sistema, para lo cual no bastaba la creación de un “argendólar” meramente virtual e intangible. El único aspecto positivo de las medidas adoptadas es que la bancarización forzosa, que aumentó el tamaño potencial del negocio bancario (particularmente en el mercado de consumo), aceleró un proceso que, de manera espontánea, podría haber demorado mucho más tiempo.

²¹ Este canje pretendía ser la primera fase (interna) de una reestructuración completa de la deuda pública, y fue percibido como un *default* encubierto. Involucró 41.700 millones de dólares (VN) de deuda del gobierno federal (sobre 68.700 millones elegibles) y 10.000 millones de títulos provinciales.

²² Esto influyó en la decisión de muchos bancos extranjeros de no apoyar a sus subsidiarias y sucursales locales, ya que la ayuda se canalizó fundamentalmente hacia la banca pública y el mayor banco privado de capital nacional. La intención fue, claramente, evitar la desaparición de los bancos de capital nacional y una pérdida de reputación de la banca pública (esto último sí ocurriría, más adelante, en Uruguay). De todos modos, no es evidente que gran parte de la banca extranjera, aún de no haberse tomado esta medida, hubiera decidido apoyar a sus subsidiarias. El caso argentino plantea serias dudas acerca del posible papel de los bancos extranjeros como prestamistas de última instancia, en caso de una crisis sistémica.

²³ Con este fin se creó el Fondo de Liquidez Bancaria (FLB), que complementaba el régimen *de facto* de redescuentos y adelantos por iliquidez que había sido necesario introducir desde mediados de 2001 para afrontar las corridas de depósitos.

Fin de la convertibilidad: pesificación y compensaciones bancarias

Con la derogación de la paridad cambiaria establecida en la Ley de Convertibilidad, el 6 de enero de 2001, terminó también el breve experimento de pseudo-dolarización. De inmediato hubo que enfrentar explícitamente el problema de cómo distribuir las pérdidas generadas por la devaluación del peso entre los distintos sectores y, particularmente, de cómo mantener en sordina la situación de virtual insolvencia de todo el sistema bancario, mientras se esperaba un proceso de recuperación económica que en ese momento no parecía inminente.

Al respecto, es importante tener en cuenta que, a diferencia de lo ocurrido en otros países que soportaron crisis bancarias de magnitud, el BCRA (y el gobierno nacional) contó con menos instrumentos y con recursos comparativamente escasos para promover la recapitalización de las entidades financieras, debido al alto nivel de endeudamiento del sector público nacional en el momento de la crisis bancaria y al corte del financiamiento multilateral, cuyos desembolsos netos se tornaron negativos en 2002.

La estrategia que se adoptó revirtió totalmente la implementada una década antes, al impulsar un proceso de desdolarización forzoso del sistema bancario a través de la pesificación de la mayor parte de los activos y pasivos de las entidades. La pesificación, implementada el 3 de febrero de 2002, fue asimétrica e incompleta. Fue asimétrica porque los activos y pasivos en dólares fueron convertidos a pesos a paridades diferentes. La mayor parte de las obligaciones en dólares del sector privado con el sistema financiero fueron convertidas a una relación de un peso por cada dólar, mientras que, simultáneamente, los depósitos (reprogramados) lo fueron a una paridad de 1,4 pesos por cada dólar (ambos quedaron indexados al CER). Los depositantes sufrían una gran pérdida medida en dólares, ya que el tipo de cambio libre subió fuertemente por encima del tipo de cambio oficial (\$1,40 por dólar), cuya vigencia fue, de todas maneras, transitoria²⁴. Las deudas de las familias se convirtieron a una paridad de un dólar por un peso, aunque se las ajustó por el CER. Pero luego también se suspendió ese ajuste y, con el fin de contemplar la capacidad de pago de los hogares, en el caso de los préstamos hipotecarios, se reemplazó el CER por un nuevo índice, el denominado Coeficiente de Variación Salarial (CVS), que pretendía capturar la evolución de los salarios. Finalmente, incluso la indexación por CVS fue dejada sin efecto. Los PGs de la “fase 1” del canje fueron pesificados a la relación de \$1,40 por dólar y se les incorporó el devengamiento por CER.

La pesificación se realizó en forma incompleta porque no todos los activos y pasivos bancarios estuvieron alcanzados. Las deudas bajo legislación extranjera planteaban un problema especial, ya que su pesificación efectiva estaba fuera del alcance de las atribuciones del gobierno nacional y porque era necesario ser muy

²⁴ Hubo un breve período donde convivieron un Mercado Oficial y el llamado Mercado Libre de Cambios, que comenzaron a funcionar el 11 de enero de 2002. El mercado cambiario se unificaría el 8 de febrero de 2002 con la constitución del denominado Mercado Único y Libre de Cambios (MULC).

cuidadoso con los pasivos externos de los bancos para no perjudicar indebidamente el flujo de crédito comercial y, en general, el mínimo acceso a fondeo externo que todavía conservaban las instituciones locales tras el *default*. Obviamente, no era posible pesificar las obligaciones en dólares con no residentes (líneas de crédito del exterior y bonos corporativos). Pero también era cierto que los bancos no contaban con activos que generaran flujos de caja en dólares con los cuales hacer frente a esas deudas.

El Estado Nacional debió hacerse cargo de compensar a los bancos por el quebranto patrimonial asociado al carácter asimétrico e incompleto de la pesificación. Pero hubo un tercer factor que ameritó la compensación por parte del gobierno, porque el tratamiento de los activos y pasivos pesificados fue diferenciado también en términos de los mecanismos de indexación aplicados (ciertos activos fueron indexados al CVS, mientras que por el lado de los pasivos tenían como contrapartida la indexación por CER²⁵).

Aunque el esquema de compensaciones y su tratamiento regulatorio y contable favorables permitieron moderar y “disimular” el quebranto patrimonial de los bancos derivado de la pesificación, éstos sufrieron inevitablemente las consecuencias del incremento de la morosidad y la incobrabilidad generados por la recesión, así como por la caída de la cotización de los títulos públicos.

Algunas medidas extraordinarias adoptadas para aliviar la situación de los deudores, que no fueron “focalizadas” sino generalizadas con independencia de la situación particular de cada empresa o sector, tuvieron un impacto negativo adicional sobre el patrimonio y la rentabilidad de los bancos y dificultaron el recupero de los créditos. En particular, la declaración de la emergencia productiva y crediticia hasta fines de 2003, mediante la modificación de la Ley de Concursos y Quiebras, dispuso la suspensión de las ejecuciones judiciales y extrajudiciales y del trámite de medidas cautelares por un plazo original de 180 días, pero fue prorrogada sucesivamente. Esto implicaba una restricción para las entidades financieras que quisieran ejecutar garantías reales en defensa de los créditos en cesación de pagos. Además, en noviembre de 2003 se creó un sistema de refinanciación hipotecaria, aunque la economía ya se encontraba en un franco proceso de recuperación.

Además del costo patrimonial de la pesificación y la indexación asimétricas, los bancos registraron pérdidas no originadas en medidas adoptadas por el gobierno ni en el deterioro de la situación económica o las condiciones de mercado, sino debidas a la proliferación de recursos judiciales de amparo, mediante los cuales los depositantes conseguían, generalmente, recuperar el valor original en dólares de sus depósitos²⁶.

²⁵ La compensación a los bancos implicó la emisión de títulos de deuda pública por u\$s13.600 millones para los llamados bonos “compensación” y “cobertura”.

²⁶ El impacto patrimonial negativo de los amparos surgía porque los depósitos debían devolverse al tipo de cambio dispuesto por cada juez en cada una de las sentencias, paridad que en la gran mayoría de los casos era sustancialmente superior a la paridad oficial de \$1,40 por dólar a la que habían sido pesificados los depósitos.

A pesar de estar originado por una situación de relativa “anomia jurídica”, y no por responsabilidad de las entidades, las pérdidas por amparos no fueron compensadas por el Estado Nacional. Sin embargo, para moderar el impacto negativo sobre la solvencia (patrimonio) de los bancos, el BCRA permitió diferir en el tiempo la contabilización de los quebrantos, mediante la implementación de un cronograma de amortización de 60 meses para el reconocimiento de las diferencias de cambio.

Pero además del impacto sobre la solvencia del sistema, los amparos tuvieron un fuerte impacto negativo sobre la liquidez de las entidades, ya que el drenaje de fondos superó los \$1.000 millones mensuales, casi el 10% de las disponibilidades de los bancos, en el primer trimestre de 2002.

La normativa cambiaria y la asistencia a las entidades en el nuevo régimen

La corrida bancaria, atenuada pero no frenada del todo por las restricciones, y la fuga de capitales, obligaron a una redefinición rápida y drástica del régimen cambiario y de las normas que regulaban la provisión de liquidez a las instituciones financieras. Pero algunos de los cambios introducidos no sólo respondían a las exigencias de la coyuntura, sino que también pretendían sentar las bases de un cambio estructural del marco legal y normativo.

Las líneas rectoras del nuevo sistema cambiario, que continúa vigente hasta la actualidad, fueron establecidas principalmente en el año 2002, y en menor medida en el 2003, y se caracterizan por los fuertes controles de cambios y sobre los movimientos de capitales. En el terreno bancario el eje fue la desdolarización forzosa del sistema y la recreación de un papel efectivo de prestamista de última instancia para el BCRA.

Las restricciones para acceder a divisas fueron muy rigurosas durante el período más crítico²⁷, que se extendió hasta finales de 2002, ya que a pesar de las limitaciones al retiro de efectivo y la reprogramación de los depósitos, no se consiguió impedir la filtración de fondos fuera del sistema bancario y su fuga hacia el dólar, en un contexto donde la economía carecía de financiamiento externo. Por ese motivo, el BCRA implementó una serie de medidas orientadas a reducir la demanda y aumentar la oferta de divisas.

Las nuevas normas apuntaron a tener un gran control sobre todas las operaciones (estableciendo condiciones de realización, plazos admitidos y montos máximos) y las restricciones no sólo afectaron a la cuenta financiera del balance de pagos sino también a las transacciones en cuenta corriente²⁸. Principalmente, se incrementó el número de conceptos que requerían autorización del BCRA para girar divisas al exterior, se disminuyeron los montos máximos de venta de dólares a

²⁷ En diciembre de 2001 se restableció la obligatoriedad de ingreso y liquidación en el mercado cambiario de las divisas por cobros de exportaciones, y la condición previa de esa liquidación para acceder a cualquier beneficio o devolución de tributos que correspondieran.

²⁸ Aunque las deudas comerciales no fueron afectadas por ningún tipo de restricción, sí lo estuvieron los saldos preexistentes en concepto de anticipos y prefinanciaciones del exterior.

empresas (y particulares), los bancos fueron obligados a liquidar parte de su posición de cambios y los exportadores fueron forzados a liquidar sus divisas directamente en el BCRA.

Después del primer semestre de 2002 se fueron relajando los controles gradualmente, a medida que mejoraba la situación macroeconómica y se estabilizaba el mercado cambiario. Eso se hizo mediante flexibilizaciones, paulatinas y escalonadas, para operar en el MULC²⁹. Pero el relajamiento de los controles estuvo sesgado hacia medidas que facilitaron la salida de capitales³⁰. En contraste, las restricciones a la entrada fueron reforzadas, reflejando la creciente preocupación por la entrada de capitales especulativos a partir de 2005. Al mismo tiempo se fueron refinando progresivamente los sistemas de control y seguimiento de las operaciones de modo de cerrar filtraciones.

Como consecuencia, el control a los movimientos de capitales es más efectivo en la actualidad que en 2002, y hay una considerable segmentación entre el mercado local y el internacional, que impide un arbitraje completo. Cabe destacar que esta conclusión es contraria a la hipótesis convencional según la cual la eficacia de los mecanismos de control disminuye con el paso del tiempo, a medida que el sector privado descubre mecanismos para eludir el cumplimiento de las normas.

Una de las modificaciones normativas importantes tuvo como objetivo “racional” la posesión de activos externos líquidos por parte de las entidades financieras, para lo cual se estableció un porcentaje máximo de tenencia admitida de activos de alta liquidez en moneda extranjera como proporción de la RPC, mediante un concepto denominado Posición General de Cambios (PGC). En marzo de 2002 dicho límite fue fijado en 5% de la RPC de cada entidad, pero ha sido aumentado varias veces desde entonces.

Otra medida importante, porque su objetivo es acotar el descalce en moneda extranjera, fue el establecimiento del concepto de Posición Global Neta en Moneda Extranjera (PGNME), para el cual se dispuso un límite del 30% de la RPC en valor absoluto. Pero en 2004, en un contexto donde ya había una sobreoferta de dólares, se limitó la restricción sólo a las posiciones de signo negativo, criterio que se ha mantenido hasta la actualidad.

Liberada de las restricciones impuestas por el régimen de convertibilidad, y en un marco de flotación cambiaria, la modificación de la Carta Orgánica (C.O) del BCRA en enero de 2002 permitió brindar una asistencia masiva a las entidades financieras. Los elementos centrales de la reforma fueron los mecanismos introducidos para que el

²⁹ Fundamentalmente en lo referido a plazos máximos para liquidar los cobros de exportaciones de bienes, la obligación de ceder al BCRA las divisas correspondientes a dichos cobros (levantada en mayo de 2003), y las restricciones a los pagos de importaciones y de deudas (que requerían conformidad previa del BCRA).

³⁰ Por ejemplo, en septiembre de 2002 se estableció que el BCRA debía prestar conformidad previa para inversiones en el exterior (o compra de billetes) por parte de residentes (personas físicas o jurídicas) que superaran los u\$s 100.000 por mes. El límite se fue relajando hasta que, finalmente, en noviembre de 2008 se fijó en u\$s 2 millones por mes.

BCRA pudiera intervenir en el mercado cambiario y el régimen de asistencia financiera por iliquidez (“transitoria”).

En lo referido a la asistencia por iliquidez, las principales modificaciones fueron la eliminación del plazo máximo de 30 días para la cancelación de adelantos y redescuentos, y la posibilidad de conceder asistencia por encima del límite máximo (100% de la RPC de cada entidad) bajo circunstancias extraordinarias o como herramienta para dotar al sistema financiero de la liquidez adecuada para restablecer su normal funcionamiento. Además, se introdujo la posibilidad de otorgar asistencia con garantía de instrumentos de deuda emitidos por el Estado Nacional. A pesar de modificaciones posteriores que definieron con más precisión su espacio de acción, el régimen le ha dejado al BCRA un margen considerable de discrecionalidad y las entidades financieras no pueden estimar con precisión la asistencia de la cual podrán, eventualmente, disponer. Hay en esta materia una política deliberada de “ambigüedad constructiva”.

Nuevos instrumentos de regulación monetaria

Para poder disponer de instrumentos para regular la liquidez (controlar la oferta monetaria) en una etapa de fuerte asistencia al sistema financiero, y con el fin de poder establecer tasas de interés de “referencia”, y dado el *default* sobre los títulos de deuda del Estado Nacional, el BCRA introdujo, en marzo de 2002, las Letras del Banco Central de la República Argentina (Lebacs), que se ofrecen a través de licitaciones públicas con el sistema holandés (precio único). De este modo, en los primeros meses de 2002 quedó configurado el esquema básico de intervención del BCRA que, con algunos refinamientos posteriores (mediante la incorporación de instrumentos adicionales, principalmente el “corredor de pases”) ha regido hasta la actualidad: la intervención en el mercado de divisas mediante la compra-venta de reservas internacionales; los controles de capitales, y los instrumentos de absorción/expansión de la base monetaria. Se trata, indudablemente, de un esquema estándar, pero que no fue sencillo construir luego de una década de convertibilidad.

No obstante las medidas adoptadas, los depósitos continuaron cayendo rápidamente, y en junio las reservas de liquidez del sistema se ubicaban por debajo del 16% en promedio, aunque no llegaban ni a la mitad de ese nivel en algunos bancos, un nivel exiguo en una corrida bancaria. Durante todo el período el BCRA tuvo que otorgar adelantos y redescuentos a fin de evitar un colapso generalizado.

La expansión monetaria resultante se volcó fundamentalmente a la compra de dólares, creando una oferta excedente de dinero en el mercado cambiario que se mantuvo a lo largo de casi todo el semestre y que llevó la cotización promedio del dólar a \$2,9 en abril y \$3,6 en junio (con un máximo diario de casi \$3,80 hacia el final de ese mes). Los otros destinos de los fondos que salieron del sistema fueron principalmente el atesoramiento de efectivo (que llegó a niveles excepcionales) y la cancelación de deuda bancaria. Las tasas de interés subieron fuertemente, y el

rendimiento de las Lebac a 14 días llegó a 129% anual el 10 de julio, reflejando una alta expectativa de depreciación del peso.

En un contexto de extrema dificultad, y tras abandonar un proyecto original de canje compulsivo de depósitos reprogramados que generó un alto costo político, se implementó en mayo el primero de dos canjes voluntarios de depósitos por títulos públicos.

En julio de 2002 los depósitos tocaron un mínimo, tanto en términos nominales como reales. No obstante, cabe señalar que, si se consideran sólo los depósitos en pesos a plazo fijo de carácter voluntario, el punto de inflexión se registró en el mes de mayo. A partir de allí tuvieron una trayectoria monótona creciente. En diciembre, cuando se liberó el corralito, ya ascendían a 7.000 millones, equivalente a 37% de dicho segmento de depósitos. En total, durante el año 2002 los depósitos privados cayeron un 42% en términos reales.

La recuperación permite avanzar con la reforma del marco prudencial

Varios elementos confluyeron para que a principios del segundo semestre de 2002 se observara un punto de inflexión en el desarrollo de la crisis, y comenzara a verificarse una mejora progresiva de la situación en casi todos los frentes. Para esto fue fundamental la estabilización del tipo de cambio, que fue seguida en julio por una desaceleración de la salida de fondos de los bancos y en agosto por la reversión de la tendencia declinante de los depósitos, al registrarse el primer aumento en términos netos desde agosto de 2001. También ayudó que las tasas de inflación resultaran menores que las esperadas y que, por consiguiente, los rendimientos de las colocaciones fueran percibidos como fuertemente positivos en términos reales (y en dólares). A partir de ese momento comenzó un lento pero continuo proceso de remonetización, hasta el año 2007. También fueron importantes para estabilizar el tipo de cambio los “retoques” a los mecanismos de control de cambios implementados entre mayo y septiembre, que mejoraron sustancialmente su efectividad, lo que hizo posible reducir significativamente las filtraciones³¹.

Paralelamente a la recuperación de los depósitos, y tras registrarse un déficit cambiario de u\$s 542 millones en el primer semestre, se pasó a un superávit cambiario de u\$s 2701 millones en el segundo, cuando se registró un importante superávit en cuenta corriente. A partir de julio el BCRA pasó a ser un demandante neto en el mercado de divisas. Es interesante señalar que el 91% de la formación de activos externos del sector privado no financiero en 2002 se materializó mediante la acumulación de billetes en moneda extranjera, dada la desconfianza del público hacia el sistema bancario.

³¹ Particularmente la obligación de liquidación en el BCRA de las divisas originadas en exportaciones. El monto mínimo que generaba tal obligación era de u\$s 1 millón, pero fue reducido a u\$s 500.000 en junio y nuevamente a u\$s 200.000 en septiembre.

En este contexto de mayor estabilidad, dado el costo político del “corralón” y ante la necesidad de ir recuperando progresivamente la reputación del sistema financiero y poner freno al drenaje de fondos a través de las medidas cautelares, se permitieron ciertas transferencias a cuentas de libre disponibilidad y se realizó una segunda oferta de canje de depósitos³².

¿Qué factores hicieron posible que la devolución de fondos en la moneda original fuera finalmente factible? Por un lado, la recuperación económica impulsó un aumento de la cotización de los títulos públicos, lo cual benefició a los que aceptaron alguno de los dos canjes propuestos. Pero también es claro que la reestructuración de la deuda pública generó una liberación “esperada” de recursos que se terminó reflejando en la caída de los rendimientos de los bonos y en un aumento, por ende, del grado de recupero de los depositantes.

El proceso de normalización registró un hito cuando, el 2 de diciembre, se determinó la libre disponibilidad de las cuentas a la vista, aprovechando las señales de normalización que venía mostrando el sistema financiero (se consolidó el crecimiento de los depósitos en términos reales). La ausencia de efectos negativos de la liberación de fondos sobre el mercado cambiario también permitió relajar las restricciones sobre la transferencia de capitales al exterior.

De este modo, el cierre del año 2002 marcó el final de la primera etapa de estabilización del sistema financiero. Pero tras haberse desmantelado el “corralito”, a principios de 2003 subsistía el problema planteado por el “corralón”, que aún no había sido desactivado y que representaba un 29% de los depósitos totales del sistema, planteando un importante riesgo de liquidez, dada la fuerte concentración de los vencimientos. Por ese motivo, en febrero de 2003 se permitió la devolución anticipada de los depósitos reprogramados y en abril las autoridades decidieron finalmente la liberación total de los Cedros (Certificados de depósitos reprogramados). Esto permitió extender el plazo efectivo de los pasivos, al reforzar la confianza del público y atenuar el impacto de los amparos.

A partir de estas medidas y la mejora general de las condiciones económicas y financieras, el riesgo de liquidez rápidamente dejó de constituir un problema central, y los defectos de liquidez de 2002 se transformaron en importantes excesos hacia fines de 2003.

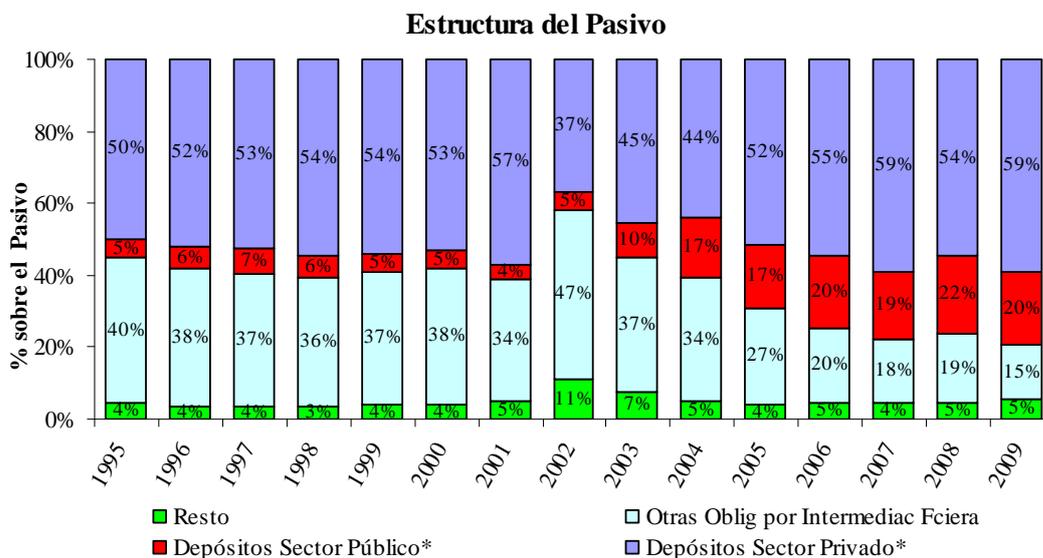
El proceso de normalización del sistema también se manifestó en el terreno patrimonial. Las pérdidas contables, que habían marcado un récord en 2002 y se mantuvieron en niveles elevados en la primera mitad de 2003, desaparecieron hacia fin de año. La solvencia también comenzó a recuperarse en la segunda mitad de 2003, gracias a una generalizada refinanciación de los pasivos (con acreedores externos³³, condicionada a una reducción del valor presente de la deuda, y con el Banco Central) y a aportes adicionales de capital equivalentes a 25% del patrimonio neto consolidado

³² Básicamente se ampliaban las opciones de los depositantes.

³³ Principalmente de los bancos privados. Se realizaron quitas, canjes por títulos públicos y capitalización de deudas por parte de casas matrices de bancos extranjeros.

del sistema financiero de fines de 2003. Estos dos procesos, reducción de pasivos externos y aportes (y posteriormente generación interna de capital), cambiaron considerablemente la estructura del pasivo en relación a la vigente durante el régimen de convertibilidad, que mostró un aumento significativo de la participación de los depósitos en el fondeo total.

Gráfico 8.
Estructura del pasivo del sistema bancario



Fuente: Banco Central.

La “convergencia a la normalidad”

Superado el primer trimestre de 2003, y con el proceso de recuperación económica en marcha, el BCRA terminó de precisar, a través de un conjunto de normas, las bases del régimen prudencial, así como las características del proceso de convergencia desde la situación todavía excepcional que regía en esa etapa, y un régimen de funcionamiento normal.

Había dos objetivos primordiales. Primero, dar tiempo a las entidades para absorber las pérdidas originadas por la crisis y para recomponer “endógenamente” su base de capital, de modo que pudieran recuperarse sin necesidad de capitalizarlas con fondos públicos. Esto significaba combinar aportes de capital de los accionistas con la generación de ganancias a lo largo de varios años. El segundo objetivo, vinculado con el primero, era aplicar la tolerancia normativa en aspectos que pudieran facilitar el aumento del crédito, con una estrategia de tratamiento diferenciado de los *stocks* heredados del pasado respecto a los flujos futuros.

Seguramente la iniciativa más importante del BCRA para la normalización del sistema financiero en los años posteriores a la crisis fue el conjunto de cambios normativos establecidos en abril de 2003 (Comunicación “A” 3911). Se establecieron

mecanismos que creaban franquicias normativas en materia de solvencia, al afectar aspectos de las normas de capitales mínimos, valuación de activos del sector público, fraccionamiento y graduación del riesgo crediticio.

Un elemento central fue el restablecimiento, a partir de enero de 2004, del régimen de capitales mínimos, cuyo cumplimiento había dejado de ser obligatorio en diciembre de 2001. En línea con los estándares internacionales, se fijó la exigencia de capitales mínimos en el 8% de los activos ponderados por riesgo, lo cual implicaba una reducción respecto al 11,5% que había estado vigente durante la convertibilidad, el cual no parecía justificarse en el nuevo régimen de funcionamiento de la economía, que disminuía la fragilidad financiera asociada y aumentaba la capacidad de respuesta del BCRA.

Sin embargo, para darle tiempo al sistema para recuperar sus niveles de solvencia, y teniendo en cuenta que todavía la situación era excepcional debido a la alta exposición al sector público heredada de la crisis y al elevado riesgo de tasa de interés asociado, se adoptó un esquema de convergencia gradual a la exigencia plena.

En efecto, se buscó disimular la brecha existente entre el valor contable de los activos bancarios y su valor de realización, pero apuntando a que se diera un proceso de normalización gradual que permitiera ir aproximando las valuaciones de los créditos al sector público a los precios de mercado. Paralelamente, la norma establecía mecanismos que iban aproximando la exigencia y la integración regulatoria de capital con la exigencia e integración de largo plazo.

Era crucial decidir cuál sería el tratamiento de la exposición de los bancos con el sector público y su impacto sobre la posición de capital. Por ello, se estableció un mecanismo para diferir en el tiempo el reconocimiento de las diferencias patrimoniales generadas por la caída del valor de mercado de la deuda pública, mediante coeficientes de atenuación de la exigencia por riesgo de tasa de interés y de la exigencia por exposición al sector público³⁴.

El cronograma de aumento de los coeficientes haría que la exigencia por el riesgo de crédito de los activos del sector público llegara a su nivel normal en enero de 2009, mientras que la exigencia por riesgo de tasas de interés se restablecería plenamente en enero de 2007. En la práctica, ese largo período de transición implicaba aplicar un alto grado de tolerancia regulatoria, tanto en lo que respecta a la exigencia de capital como al cómputo de su integración por parte de las entidades financieras. La norma implicaba apostar a que hacia enero de 2008 el sistema bancario habría resuelto totalmente sus problemas de solvencia.

En definitiva el cronograma se cumplió, aunque no era evidente (*ex ante*) que fuera a resultar sencillo. Ayudaron la mejora en la situación económica general y las medidas del BCRA que indujeron a las entidades a reducir su exposición al sector público, porque disminuyó la incidencia de los beneficios normativos.

³⁴ Ninguno de los dos componentes existe a nivel internacional. La exposición al sector público suele ser considerada como libre de riesgo en las regulaciones de capitales mínimos. El riesgo de tasa de interés no tiene un tratamiento estándar internacionalmente aceptado.

La magnitud de los beneficios regulatorios era más importante en la exigencia que en la integración, aunque la diferencia varió a lo largo del tiempo. En particular, la valuación favorable de los activos del sector público fue, por su impacto cuantitativo, y en todo momento, el factor más importante de todos los beneficios regulatorios establecidos en abril de 2003.

Además del tratamiento especial de la exposición con el sector público, y también en materia de solvencia, fue necesario reducir a niveles internacionales el límite para los activos inmovilizados, que habían registrado un crecimiento sustancial como consecuencia de la crisis.

Hay que destacar que, a pesar de la continua mejora registrada por los indicadores bancarios, recién en el cuarto trimestre de 2006 el sistema financiero registró por primera vez, a nivel agregado, un exceso (“sobreintegración”) de capitales mínimos teniendo en cuenta la posición ajustada (eliminando todos los beneficios normativos), aunque el signo de tal posición siguió siendo vulnerable a las volátiles cotizaciones de los títulos públicos.

En 2004 también se dejaron sin efecto en forma definitiva as tablas de indicadores de riesgo que multiplicaban las exigencias de capital en función de la tasa cobrada a las financiaciones.

En otro plano, y a partir de otra importante lección que dejó la crisis, se establecieron límites a la exposición de las entidades financieras con el Sector Público no Financiero, tanto en función de su RPC como de sus activos totales. La exposición total con los tres niveles de gobierno (nacional, provincial y municipal) no debe superar un 75% de la RPC y, a partir de enero de 2006, el 40% del activo total del banco (reducido a 35% en julio de 2007).

En materia de liquidez, en marzo de 2003, una vez superada la etapa crítica, se restableció el criterio que fija las exigencias de efectivo mínimo en función de los plazos residuales de vencimiento de las obligaciones, y se incorporaron otros pasivos financieros a las partidas sujetas a exigencia. Con esta medida la regulación de reservas de liquidez volvía a reflejar un enfoque prudencial, en lugar del énfasis esencialmente monetario que la caracterizó en 2002. Aunque se establecieron tasas distintas para los depósitos en pesos según su plazo hasta el vencimiento, las diferencias fueron menos marcadas que las que rigieron hasta 1995, de forma tal que la estructura de pasivos no afecta demasiado el nivel relativo de liquidez entre las entidades. En consonancia con el objetivo de desdolarizar el sistema bancario, la exigencia de liquidez para el segmento en moneda extranjera fue establecida en niveles más altos que para el segmento en pesos.

Un punto importante en materia de liquidez que era necesario resolver era el problema planteado por las elevadas deudas de las entidades con el BCRA y la necesidad de aumentar el plazo promedio de las obligaciones de los bancos, de modo que estuvieran en mejores condiciones para prestar y fuera factible una reducción más acelerada del “corralón”.

Para contribuir a esos objetivos se estableció un esquema voluntario, denominado *matching* que determinaba un cronograma de amortización y tasas de interés similares a las de los activos afectados en garantía de dichas asistencias (mayoritariamente del sector público), con un máximo de 70 cuotas de amortización (el cronograma fue de 120 cuotas en un caso puntual) y tasa de interés de 3,5% anual sobre saldos ajustados por CER. El esquema tenía como prerrequisito la “regularización” de los pasivos externos de las entidades³⁵.

El *matching*, que permitía diferir la devolución de los redescuentos, sumado a las reestructuraciones de pasivos externos, que implicaban extender los plazos y reducir el valor de las deudas en valor presente, permitió aumentar fuertemente el plazo promedio de las obligaciones del sistema financiero, haciendo factible la apertura del “corralón”, ya que permitieron despejar el panorama respecto de los requerimientos futuros de liquidez. A esto contribuyó también, de manera decisiva, la mejoría general del sistema financiero gracias a la recuperación económica.

En efecto, en 2003 y 2004 el sistema financiero afianzó el vuelco positivo que se había insinuado en los últimos meses de 2002. La fuerte recuperación de los depósitos, que ya crecían en términos reales, hizo posible que las entidades recompusieran significativamente su nivel de liquidez, que llegó a 30% de los depósitos totales en el último trimestre de 2004. En 2005, por primera vez luego de la crisis, el sistema mostró ganancias, que sumadas a los aportes de capital acumulados desde principios de 2002 permitieron ir recomponiendo el patrimonio neto del sistema en términos reales

En 2004, y por primera vez desde 1999, los préstamos al sector privado crecieron en términos reales (15,8%). Este proceso fue liderado en esa etapa por los bancos privados, lo cual reflejaba el mayor peso de los créditos con garantía real en los bancos públicos, que son los que tuvieron un desempeño más débil. El nivel agregado de morosidad comenzó a mostrar una tendencia declinante desde 2003, luego de cuatro años de deterioro continuo.

Pero a pesar de la clara mejora de la situación, en comparación con el panorama al estallar la crisis y el período inmediato posterior, el sistema financiero había quedado reducido a un tamaño insignificante y no había jugado papel alguno en la recuperación del nivel de actividad y el empleo que se consolidó a partir del segundo semestre de 2002. La recuperación económica se desarrolló “sin crédito”, facilitada por la valorización de los activos en dólares, que fueron movilizados para aprovechar las altas rentabilidades en numerosos sectores generadas por la devaluación y la mejora de los términos de intercambio. El resultado fue que la exposición al sector privado a fines de 2003 cayó a un nivel mínimo de 18% del activo, frente a un promedio de 46% en el período 1996-2001.

³⁵ Se establecieron ciertas pautas que inducían a las entidades a hacer reestructuraciones de sus deudas con los otros acreedores (no BCRA) que implicaran una reducción del valor presente, así como a fomentar la capitalización de deudas por parte de las casas matrices y/o aportes de capital.

Parte de la falta de dinámica del crédito en los primeros años tras la crisis tiene su explicación en factores de demanda: la reticencia de muchos empresarios a establecer una relación de dependencia con instituciones que los habían “maltratado” durante la crisis, el fuerte aumento del flujo de caja libre como consecuencia del jubileo de las deudas bancarias en 2002 y el hecho de que la capacidad instalada existente superaba largamente la demanda y en muchos casos hacía innecesaria la inversión en capital fijo.

Por el lado de la oferta, aunque la liquidez dejó de ser una limitante, el esquema regulatorio heredado de los noventa no contemplaba la particular situación de las empresas tras la crisis, en buena medida porque relativizaba la validez de algunos de los criterios (o indicadores) habitualmente utilizados para evaluar el riesgo crediticio. En otras palabras, la metodología subestimaba el universo de los potenciales tomadores de crédito con capacidad de repago.

Ciertamente, la cartera irregular del sistema bancario alcanzó magnitudes astronómicas, llegando a representar un 39% de los créditos al sector privado no financiero a fines de 2002, a pesar de la flexibilización de las normas de previsionamiento. Había un amplio espectro de deudores que se encontraban en situación concursal o en etapa judicial, cuya financiación resultaba prácticamente imposible con las normas vigentes, ya que los fondos eventualmente desembolsados debían ser íntegramente provisionados. Además, el patrimonio neto de las empresas quedó muy reducido tras la crisis e incluso, con frecuencia, era negativo, lo cual impedía otorgarle crédito a una firma, independientemente de que la marcha del negocio y sus perspectivas futuras fueran favorables. Era necesario evitar que la historia crediticia reciente de las empresas tuviera un peso desproporcionado en la calificación de los préstamos.

En un esfuerzo por atenuar estos problemas, el BCRA introdujo a lo largo de 2003 algunos cambios regulatorios que apuntaban a facilitar el otorgamiento de préstamos por parte de los bancos en casos como los recién mencionados, así como, en general, a aumentar la posibilidad de acceso al crédito por parte de las *pymes*³⁶. Se suponía que la mayoría de las modificaciones tendrían un carácter transitorio, dado el

³⁶ Entre otras medidas, se permitió clasificar a los deudores comerciales con deudas inferiores a \$5 millones en base a un criterio basado exclusivamente en los atrasos registrados en el servicio de la deuda, con lo cual se evitaba tener que efectuar una proyección de flujos de fondos. Además, en el caso de deudores que hubieran formalizado convenios de pago en el marco de un concurso preventivo, se podían reclasificar sus deudas en situación normal, y brindarles financiamiento, tomando en cuenta su capacidad de pago, en lugar de los porcentajes de cancelación del capital refinanciado. También se incrementaron los porcentajes de nuevo financiamiento que se podía otorgar a empresas en las categorías 2 a 5, pero permitiendo que las provisiones correspondieran a una situación normal (1%), y se flexibilizaron restricciones para la refinanciación de deudas bancarias. Se admitió la financiación a clientes en situación irregular en otra entidad sin tener que constituir provisiones por “efecto arrastre”, y se ajustó el previsionamiento requerido en función de las pérdidas por quitas de capital (bajo el argumento de que dichas quitas aumentan la cobrabilidad del crédito restante). En 2007 se institucionalizaron definitivamente estos criterios, al establecerse una dinámica de mejora de la clasificación del deudor refinanciado, en función del pago de un porcentaje mínimo de la deuda o de las cuotas canceladas puntualmente para cada categoría.

objetivo de volver a endurecer las regulaciones prudenciales en el mediano/largo plazo, sin embargo, algunos elementos subsistieron³⁷.

Los esfuerzos por eliminar obstáculos normativos al otorgamiento de crédito prosiguieron entre los años 2005 y 2007, con medidas dirigidas a mejorar la calificación de los deudores, simplificar las operaciones y disminuir el costo de las financiaciones mediante la flexibilización de las normas en materia de garantías, exigencia de capital y otros aspectos³⁸. La consecuencia fue que prácticamente se desmontaron las restricciones normativas que pudieran estar impidiendo una mayor dinámica crediticia. Por lo tanto, la escasa profundidad crediticia en Argentina debe atribuirse a otros factores, según se comenta más abajo.

El difícil camino de convergencia a la normalidad

Si bien a lo largo de 2004 se consolidó la mejora evidenciada en 2003, todavía subsistían hacia fines de año algunos problemas heredados de la crisis y de la terapia específica implementada para lidiar con ella que planteaban riesgos considerables para las entidades financieras, y que podían ser un obstáculo para un comportamiento más dinámico en materia crediticia. Estos problemas estaban vinculados por un factor en común: las dificultades para asimilar en el activo un alto volumen de deuda pública de un país en cesación de pagos.

En primer lugar, el sistema financiero enfrentaba un alto nivel de exposición al sector público, equivalente a 40,9% del activo, consistente mayoritariamente en instrumentos de largo plazo cuya tenencia era difícil de desarmar en el futuro cercano. No obstante, la gradual amortización de estos activos y la aplicación de los flujos de caja resultantes a los pagos comprometidos en el esquema del *matching*, al incremento de los activos líquidos y a la expansión del crédito al sector privado permitían avizorar una solución de mediano plazo al problema. Por otro lado, los continuos ajustes a la baja en la valuación de los activos del sector público disminuían la exposición contable y, al mismo tiempo, mejoraban las condiciones para desprenderse de estos activos. Además, el superávit fiscal implicaba que el *stock* de deuda pública tendría una tendencia decreciente y que la solvencia del estado mejoraría, disminuyendo el riesgo asociado a una determinada exposición al sector público. Estas consideraciones se verían adicionalmente reforzadas por las consecuencias del canje de deuda de 2005. En definitiva, la exposición al sector público siguió una trayectoria monótona decreciente hasta el año 2009.

En segundo lugar, el sistema enfrentaba dos descalces de moneda. Uno generado por el exceso de activos indexados en relación con los pasivos del mismo

³⁷ Por ejemplo, es posible que los porcentajes de provisionamiento sean un poco bajos en algunas categorías, y merezcan ser recalibrados. Además, sería conveniente introducir algún grado de diferenciación por línea de crédito, para reflejar su distinto grado de cobrabilidad en la práctica, fenómeno que se observa frecuentemente aún cuando se trate de préstamos a un mismo deudor.

³⁸ El activismo normativo en materia crediticia también se reflejó en el intento de impulsar el crédito hipotecario a sectores de recursos relativamente limitados.

tipo, y otro determinado por la existencia de una posición neta positiva en moneda extranjera.

El primer descalce era una consecuencia de la tenencia de activos de largo plazo a tasa de interés fija ajustables por inflación (reales) y pasivos a corto plazo a tasa de interés de mercado no ajustables (nominales). Esto implicaba que los resultados de las entidades tenían una alta sensibilidad a las variaciones de la tasa real de interés, y era el más problemático de los dos descalces arriba mencionados, tanto debido a la magnitud de la exposición al riesgo involucrada (142% del PN), como por su impacto negativo sobre la generación de crédito, particularmente de largo plazo.

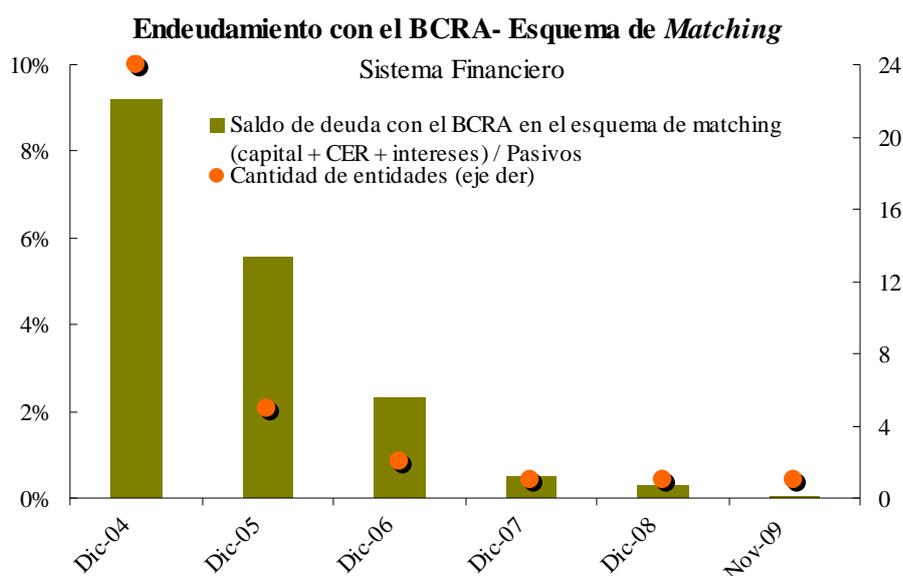
Un elemento que, paradójicamente, dificultaba la solución del problema eran las facilidades normativas de que gozaban los activos ajustables introducidas en abril de 2003 y sus modificaciones posteriores, tanto en materia de exigencias prudenciales como en lo que respecta a su valuación, ya que implicaban que los bancos registrarían pérdidas contables si pretendían disminuir las tenencias que generaban el descalce en cuestión mediante su venta en el mercado. Pero dada la trayectoria generalmente descendente que tuvieron las tasas de interés reales en los siguientes años y la tendencia ascendente de la inflación, el descalce terminaría por generarles resultados positivos a los bancos, y su trayectoria como porcentaje del patrimonio neto fue monótonamente decreciente.

El considerable descalce de moneda se manifestaba en una posición neta activa ("larga") equivalente a 41% del patrimonio neto a diciembre de 2004, originada en la recepción de compensaciones en dólares (Boden) y la cancelación de los pasivos en moneda extranjera (ya sea por reestructuración o capitalización de deudas). En esas condiciones, la apreciación del peso tenía un impacto negativo sobre el patrimonio de los bancos. No obstante, la magnitud de este descalce era mucho menor si se valuaban los títulos públicos en dólares a precios de mercado, de modo que, desde esta perspectiva, la posición larga en dólares no planteaba un riesgo serio a mediano/largo plazo y podía atenuarse si dichos activos se revaluaban (lo que efectivamente ocurrió en 2005 y 2006).

Finalmente, el sistema financiero mostraba un importante descalce de plazos, hecho también vinculado con la importante exposición al riesgo de sector público. En consecuencia, el aumento de las tasas de interés de largo plazo podía generar un impacto patrimonial negativo, en tanto una inversión de la curva de rendimientos ocasionaría un deterioro de la relación entre ingresos y egresos financieros.

En este escenario, la política del BCRA en los siguientes años buscó crear condiciones para una fuerte expansión del crédito al sector privado, lo cual permitiría atenuar los descalces mencionados, al mismo tiempo que se fomentaba la generación interna de capital por parte de las entidades, creando condiciones para que éstas obtuvieran resultados positivos. Pero algunas medidas planteaban conflictos entre los objetivos perseguidos. En este sentido, las autoridades consideraron que hacia fines de 2004 había condiciones para una aceleración del cronograma de cancelación de redescuentos en relación al previsto en el esquema de *matching*.

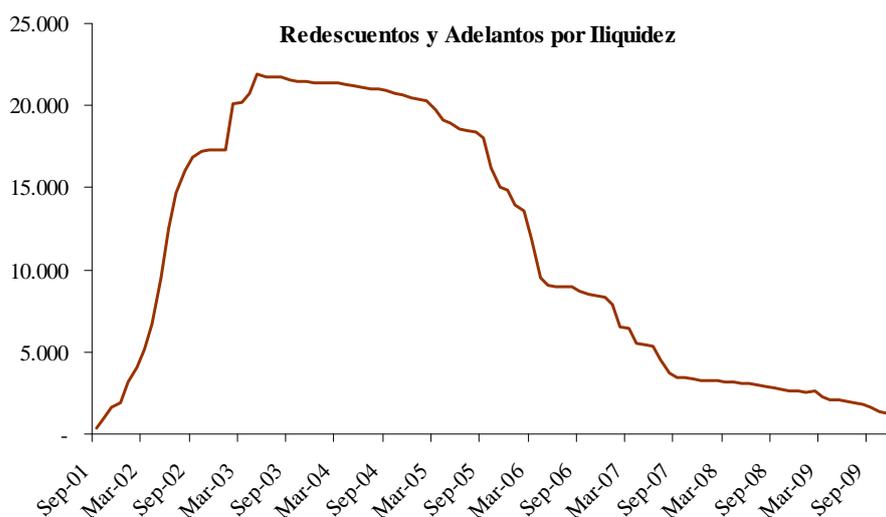
Gráfico 9



Fuente: BCRA.

Las entidades poseían altos niveles de liquidez que superaban la exigencia y el BCRA estaba interesado en generar mecanismos para absorber fondos del mercado de dinero y moderar el sesgo expansivo que estaba teniendo la política monetaria. Además, para las entidades resultaba muy ventajoso cancelar un fondeo que en las condiciones prevalecientes resultaba caro (3,5% + CER). Estas razones llevaron a establecer un procedimiento en diciembre de 2004 por el cual podían realizar adelantos de cuotas para acelerar el cronograma de cancelación previsto en el esquema de *matching*³⁹.

Gráfico 10



Fuente: BCRA.

³⁹ La limitación del mecanismo de cancelación anticipado previsto en el diseño original era su carácter irreversible. En diciembre de 2009 una entidad pública canceló su última cuota pendiente. El último banco privado canceló en febrero de 2007.

Como contrapartida, la cancelación anticipada y el adelanto de cuotas reducían la madurez del fondeo, aumentando el descalce de plazos heredado de la crisis 2001-2002. Pero mejoraban la solvencia, al contraerse el endeudamiento ajustable por CER (debido al menor costo de fondeo) aunque, por otro lado, aumentaban la posición activa en instrumentos ajustables y, por ende, la magnitud del descalce de tasa de interés real que tenía el sistema financiero.

En definitiva, los mecanismos de transición establecidos por el BCRA en 2002-2003 probaron ser suficientes para darle tiempo al sistema a “curar sus heridas”, aprovechando el impacto favorable de un largo período de crecimiento económico ininterrumpido y la mejora significativa de la solvencia del Estado Nacional.

El sistema bancario emerge fortalecido (2005-2009)

Entre los años 2005 y 2009, tras superar la etapa más dura de la crisis, y ya habiéndose ajustado el marco regulatorio al nuevo régimen económico vigente, el sistema financiero continuó recuperándose y hubo una mejora sostenida de los indicadores de solvencia, rentabilidad, calidad de cartera y eficiencia, mejora que no se detuvo en 2009 a pesar de la recesión.

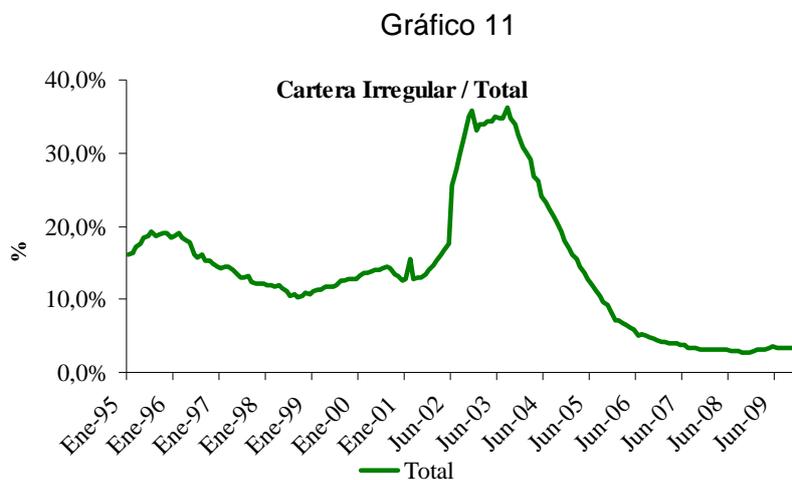
En primer lugar, la integración de capital de los bancos en relación a los activos ponderados por riesgo (RPC/APR) fue aumentando progresivamente, al pasar de un mínimo de 14% a fines de 2004 a casi 19% en diciembre de 2009⁴⁰. No sólo aumentó el nivel de capitalización del sistema sino que también se produjo una mejora de la calidad del capital, en la medida en que disminuyó la participación de activos con valuaciones especiales en el patrimonio.

En segundo lugar, la rentabilidad del sistema mostró una mejora sostenida, al dejar atrás los quebrantos del período 2002-2004 y registrar resultados positivos que aumentaron desde 0,9% de los activos (netos) en 2005 a un ROA de 2,4% en 2009. Hay que destacar que los resultados no atribuibles a la herencia del pasado fueron considerablemente mejores. El mayor peso del crédito al sector privado, que casi duplica su participación en el activo total entre 2004 y 2009 (19,6% a 38,4%), explicó el aumento del resultado por intereses, ya que los *spreads* en 2009 fueron semejantes al promedio de los registrados en los años 2004-2005. En comparación con el ROA promedio de 0,7% registrado en el período 1996-1998 (los años de apogeo de la convertibilidad), el sistema que emergió de la crisis tiene una rentabilidad más alta, diferencia que es aún más pronunciada en el caso del ROE.

En tercer lugar, la cartera irregular continuó reduciéndose desde 18,6% de las financiaciones en diciembre de 2004 a 3,5% en diciembre de 2009. Tal vez éste sea el aspecto en que más mejoró el sistema financiero en comparación con su desempeño en la segunda mitad de la década del noventa, lo cual se refleja en la caída de los

⁴⁰ Si se valúan los títulos públicos a precios de mercado el capital recién se habría tornado positivo a nivel agregado en 2004 y sólo habría superado a la exigencia en el segundo trimestre de 2006.

cargos por incobrabilidad. En los años de más baja mora en dicho período (1997-1998) la cartera irregular fue equivalente, en promedio, a 13% de las financiaciones al sector privado no financiero, y generaba cargos por 1,3% del activo en promedio, comparado con 0,5% en 2008-2009.



Fuente: BCRA.

En cuarto término, el sistema bancario también ha hecho progresos en materia de eficiencia, lo cual se reflejó en la evolución de la cobertura de los gastos administrativos con el margen financiero y los resultados por servicios, indicador que subió de 115% en 2004 a 196% en 2009, a pesar de los fuertes aumentos de las remuneraciones, y es superior al promedio de 149% del período 1999-2001, los mejores años de ese indicador antes de la crisis. En comparación con el segundo quinquenio de la convertibilidad, tanto el margen financiero como los resultados por servicios son más altos en 2007-2009, mientras que la incobrabilidad es más baja.

La evolución monetaria y crediticia

La mejora consistente de los indicadores arriba mencionados no fue acompañada por un desempeño semejante de los agregados monetarios y crediticios a lo largo de todo el período 2005-2009. Estos detuvieron su trayectoria ascendente en moneda constante en 2007, tanto como consecuencia del impacto de la crisis global como de la desconfianza producida por la intervención del Indec. En el segundo trimestre de ese año se produce una caída de los depósitos, que fue seguida más tarde, en enero de 2008, por un quiebre de la tendencia alcista de los préstamos al sector privado.

En efecto, entre diciembre de 2004 y abril de 2007 los depósitos privados aumentaron un 32,9% en términos reales para alcanzar el máximo de la serie histórica post crisis con una relación depósitos privados/PIB que ascendió a 16,3% en el primer trimestre de 2007, aún bien por debajo del promedio de 24,5% del período 1998-2000.

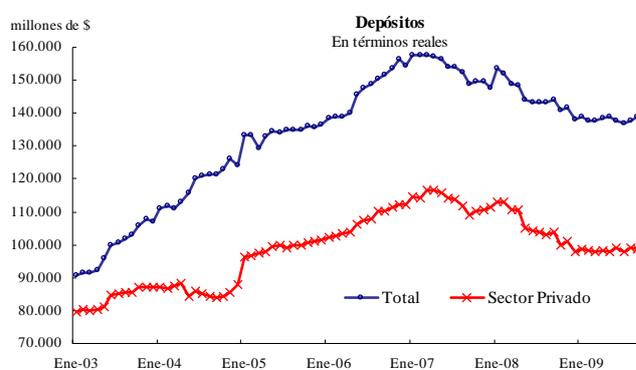
Desde entonces los depósitos del sector privado en términos reales tuvieron una trayectoria descendente (-16,4%) hasta un tocar un mínimo en mayo de 2009, pero hacia fin de dicho año habían crecido 4,2%. En el mismo período el M3 privado cayó de 24% a 19% del PIB.

Finalmente, debe enfatizarse la debilidad que implica el alto nivel de la relación entre depósitos transaccionales y plazos fijos (depósitos con fines de “ahorro”), variable que, al igual que la demanda por efectivo, sufrió un cambio estructural a raíz de la crisis.

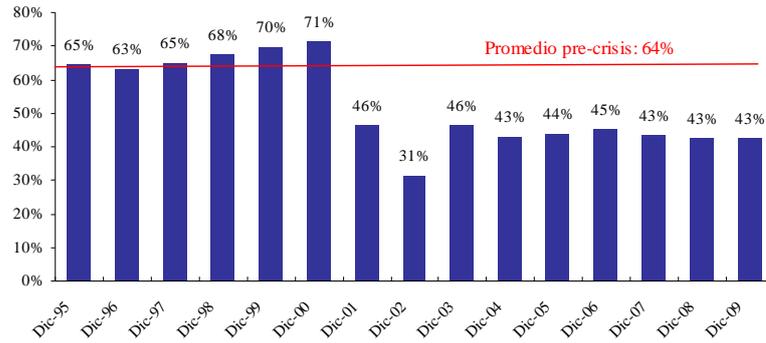
Por el lado del crédito la evolución fue un poco más dinámica hasta 2007. No obstante, el progreso registrado no permitió recuperar la profundidad crediticia observada en la segunda mitad de la década del noventa. En el período 2004-2007 la relación préstamos/PIB subió de 7,1% a 11,7%, un nivel todavía muy por debajo del promedio de 22% registrado en el período 1998-2000. A partir de enero de 2008 los préstamos al sector privado no financiero inician una tendencia decreciente (en términos reales) y, a pesar de una modesta recuperación en el segundo semestre, habían acumulado una caída de 3,5% a diciembre de 2009.

El tamaño del activo del sistema es, en moneda constante, claramente inferior al existente bajo el régimen bancario de la segunda mitad de la década del noventa, a pesar que el PIB es aproximadamente un tercio mayor a precios constantes.

Gráfico 12
Evolución de los depósitos bancarios



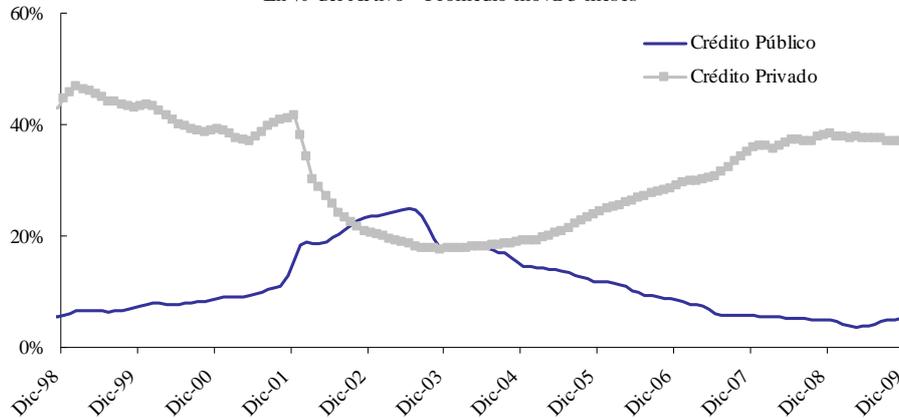
Depósitos Plazo Fijo del Sector Privado no Financiero
Depósitos Plazo Fijo / Depósitos totales



Fuente: BCRA.

Gráfico 13

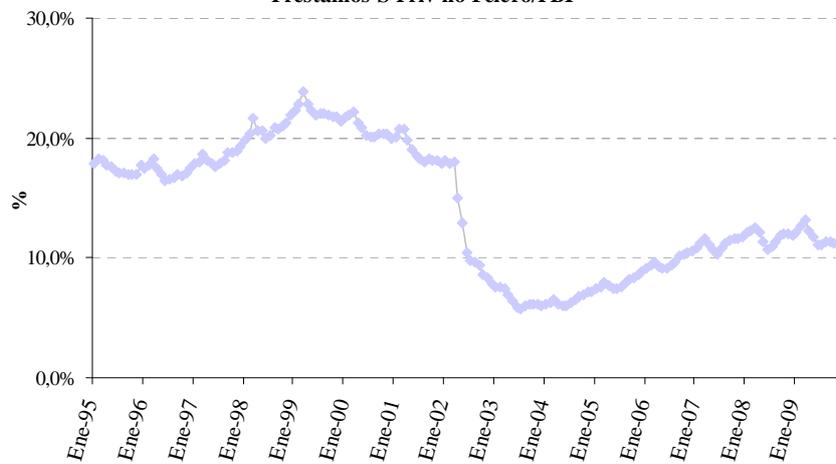
Riesgo de Crédito Público y Privado
En % del Activo - Promedio móvil 3 meses



Fuente: BCRA.

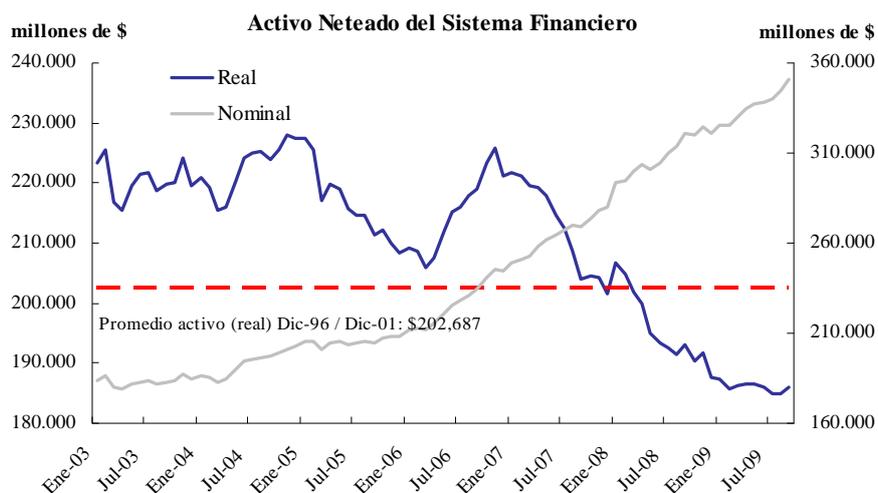
Gráfico 14

Préstamos S Priv no Fciero/PBI



Fuente: BCRA.

Gráfico 15



Fuente: BCRA.

Fuga de capitales: la transmisión financiera de la crisis global y los factores internos

Diversos factores provocaron la reversión del proceso de remonetización desde el segundo trimestre de 2007.

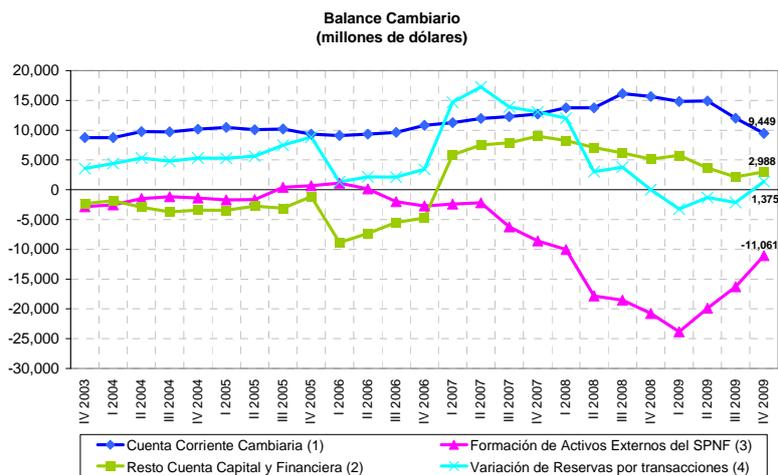
Por una parte, la crisis global se transmitió a la economía a través del canal financiero, y estimuló la salida de capitales privados. Pero, como ya se señaló, la ralentización de la dinámica de los agregados monetarios y crediticios fue exacerbada por perturbaciones de origen interno, especialmente por varias acciones del gobierno que promovieron la desconfianza, como la manipulación de las estadísticas de inflación y la estatización del sistema previsional privado. La percepción de que las autoridades proceden con un alto grado de arbitrariedad en sus decisiones generó un clima negativo para la confianza del público, que se reflejó en salida de capitales, caída de la inversión y en una retracción tanto de la oferta como de la demanda de crédito, en un contexto de marcada "preferencia por la flexibilidad". Esos factores de origen interno operaron exacerbando el impacto del canal financiero de transmisión de la crisis global. Por ese motivo, las repercusiones en Argentina fueron particularmente intensas, superando a las observadas en países con posiciones externas y fiscales *a priori* más vulnerables.

Como puede verse en los gráficos 16 y 17, las salidas de fondos registradas en el balance cambiario de la Argentina se hicieron muy marcadas a partir del segundo semestre de 2007, en consonancia con el estallido de la crisis *sub-prime* en EE.UU. y reflejando el creciente convencimiento por parte del público de que la intervención del Indec no era un hecho pasajero. Se registraron picos especialmente intensos, como el del segundo trimestre de 2008, asociado al conflicto del gobierno con el sector agropecuario. Como en otros episodios históricos, dicha tendencia se vio acompañada

por un aumento del grado de dolarización de los depósitos, que fue particularmente acentuado en el caso de los plazos fijos, donde la participación de las imposiciones en moneda extranjera subió de 18,1% a 35,8% entre marzo de 2007 y junio de 2009.

Desde mediados de 2007 y hasta el cuarto trimestre de 2009, la acumulación de activos externos por parte del sector privado no financiero alcanzó a 39.862 millones de dólares, cifra que equivale al 75% de los ingresos de divisas por exportación registrados en todo el año 2008 en el balance cambiario.

Gráfico 16



Notas al gráfico 16:

SPNF: Sector privado no financiero.

- Se atribuye a cada trimestre la suma de los saldos de los cuatro trimestres consecutivos que terminan en dicho trimestre.
- A la serie denominada "Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero" se le ha restado la variación de los depósitos de los bancos locales en el BCRA, en dólares. Las cifras del balance cambiario proceden esencialmente de las estadísticas del Mercado Único y Libre de Cambios. Parte de las compras de dólares efectuadas por el Sector Privado no Financiero se canalizan hacia depósitos en dólares en los bancos locales y, una fracción de esos fondos, se canalizan a su vez hacia el BCRA como reservas en dólares de los bancos. Si bien esos fondos reflejan la toma de posición en activos *en dólares* del SPNF, no se trata propiamente de activos *externos* en su poder (es decir, de activos contra "no residentes"). El correspondiente activo del SPNF está constituido por los depósitos locales en dólares, que no son un pasivo del resto del mundo sino de otros agentes residentes (los bancos).
- El saldo de la cuenta de capital y financiera es (2) + (3).
(1) + (2) + (3) = (4). Notas:

SPNF: Sector privado no financiero.

- Se atribuye a cada trimestre la suma de los saldos de los cuatro trimestres consecutivos que terminan en dicho trimestre.
- A la serie denominada "Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero" se le ha restado la variación de los depósitos de los bancos locales en el BCRA, en

dólares. Las cifras del balance cambiario proceden esencialmente de las estadísticas del Mercado Único y Libre de Cambios. Parte de las compras de dólares efectuadas por el Sector Privado no Financiero se canalizan hacia depósitos en dólares en los bancos locales y, una fracción de esos fondos, se canalizan a su vez hacia el BCRA como reservas en dólares de los bancos. Si bien esos fondos reflejan la toma de posición en activos *en dólares* del SPNF, no se trata propiamente de activos *externos* en su poder (es decir, de activos contra “no residentes”). El correspondiente activo del SPNF está constituido por los depósitos locales en dólares, que no son un pasivo del resto del mundo sino de otros agentes residentes (los bancos).

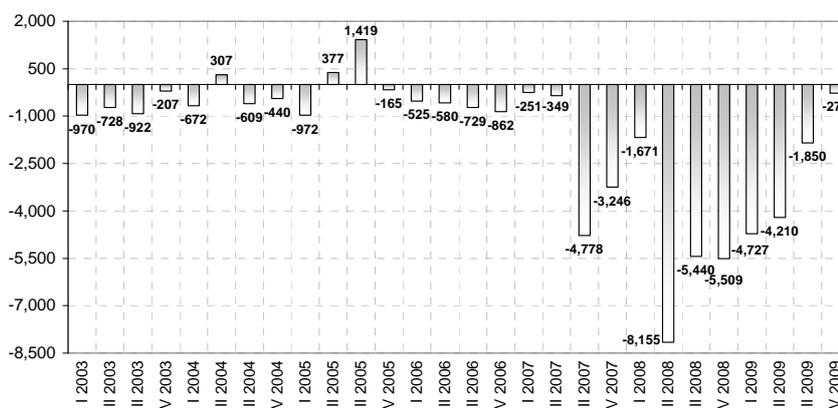
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

No obstante, es claro que en el segundo semestre, y particularmente en el cuarto trimestre, el público disminuyó su percepción sobre el riesgo local. El resultado del MULC alcanzó en ese trimestre su nivel máximo desde el segundo trimestre de 2007, cayó fuertemente la demanda de activos externos e, incluso, y por primera vez desde 2005, se registró una venta neta de billetes en moneda extranjera por parte del público.

Por su magnitud, aunque no por sus consecuencias, la salida de fondos entre el tercer trimestre de 2007 y el tercero de 2009 sólo es comparable a lo observado en los episodios de fuga de capitales más traumáticos en la historia del proceso de integración financiera internacional del país, como los acontecidos bajo el programa de la “tablita cambiaria” de 1978-81, y en dos oportunidades bajo el régimen de convertibilidad: en ocasión de la crisis mexicana, y en la fase final de ese régimen en 2000-2001.

Gráfico 17

Evolución de la Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero en millones de dólares



Nota: para la forma de cálculo, ver nota al pie del Gráfico 16.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Pero esta vez, el contagio de una crisis internacional encontró a Argentina en una posición externa y fiscal que la hacía mucho menos vulnerable que antaño. La

histórica fragilidad externa de la economía argentina, que ha sido su verdadero talón de Aquiles, fue atenuada por la generación sistemática de saldos positivos en la cuenta corriente del balance de pagos, gracias a sostenidos superávits en el comercio con el resto del mundo.

En el período que se extiende desde mediados de 2007 al cuarto trimestre de 2009, el balance comercial acumuló un excedente de u\$s43.786 millones, según el balance cambiario, cifra que excede la acumulación de activos externos por parte del sector privado no financiero en el mismo lapso. En ese mismo período, la cuenta corriente cambiaria (ver Gráfico 16), que registró hasta el segundo trimestre de 2008 una tendencia creciente, acumuló un saldo de u\$s30.727 millones, equivalentes a 77% de la acumulación de activos externos del sector privado no financiero.

En definitiva, y a diferencia de los otros episodios de salidas masivas de capitales que hemos mencionado, en este caso se pudo satisfacer la demanda de activos externos del sector privado con el flujo de superávit comercial, y no hubo necesidad de apelar a las reservas del BCRA. Así, en el Gráfico 18 se ve que las reservas internacionales no se vieron mayormente afectadas por la salida de capitales.

No obstante, la escasa reducción de las reservas también se debe a que el Banco Central obtuvo recursos del BIS (el Banco de Basilea) y, ya en el cuarto trimestre de 2009, se produjo el ingreso de los DEGs asignados al país por el FMI (equivalentes a u\$s2.620 millones). Además, el aumento de los depósitos de los bancos en moneda extranjera en el Banco Central, reflejo de cierta dolarización de los depósitos privados asociada a la salida de capitales, fue una contribución adicional al sostenimiento de las reservas.

Gráfico 18



Fuente: BCRA.

Además del superávit comercial, que permitió un paulatino descenso del endeudamiento externo neto, en el terreno de las finanzas públicas la economía pasó, como resultado del ajuste fiscal posterior a la crisis de 2001-2002, a generar sostenidamente resultados superavitarios. Esto redujo los requerimientos de fondos a

la renovación parcial de compromisos que iban venciendo, a lo cual se sumó el impacto favorable de la reestructuración de deuda en 2005. El canje correspondiente disminuyó los pasivos externos y postergó en el tiempo el perfil de vencimientos, además del impacto del crecimiento del PIB y las exportaciones, que redujeron aún más el peso relativo del servicio de la deuda.

Este paulatino “proceso de desendeudamiento” a partir de 2002 también tuvo como protagonista al sector privado. En efecto, la deuda externa del mismo disminuyó desde u\$s 78.880 millones en diciembre de 2001 a u\$s 55.450 millones en septiembre de 2009 (de 297% a alrededor de 85% de las exportaciones de 2010). En el caso particular del sector financiero, la deuda externa cayó de u\$s16.400 a u\$s3.800 millones, en gran medida como resultado de capitalizaciones de deuda por parte de casas matrices del exterior. A diferencia del sector privado no financiero, el sector bancario canceló en términos netos préstamos financieros y líneas de crédito en 2007 y 2008.

El hecho es que la economía argentina se ha “desapalancado” en los últimos ocho años y ha dejado de depender del ahorro externo. Esta es una diferencia esencial, aunque no la única, cuando se compara este episodio de fuertes salidas de capitales con otros del pasado. Tanto bajo la “tablita” cambiaria de fines de los setenta, cuanto en ocasión del efecto Tequila y en la fase final de la convertibilidad, la economía presentaba una mayor vulnerabilidad externa, en la forma de déficits en cuenta corriente relativamente grandes y crecientes, en contextos de fuerte apreciación cambiaria. Además, en los tres casos, el sistema financiero registró una acelerada expansión en la fase previa a la salida de capitales, alimentada precisamente por fuertes ingresos de capitales del exterior. Tanto en 1981 como en 2002 el “descalce” de monedas generado por los préstamos a los sectores productores de bienes no transables, y el subsidio que, implícitamente, tenía el crédito en dólares, tuvieron consecuencias devastadoras. En cambio, el desaliento deliberado de la dolarización, la minimización normativa del descalce de moneda y la ausencia de atraso cambiario, moderaron significativamente la fragilidad del sistema en 2007-2009. Esto se manifiesta en que los préstamos en moneda extranjera tienen una participación baja en el crédito total al sector privado (14,8%) comparado con la década del noventa (65% en promedio, en 1998-2001).

Small is beautiful?

Sin embargo, también es cierto que la propia estrechez de la intermediación financiera interna contribuye a que el sistema bancario sea menos vulnerable, ya que las escasas magnitudes involucradas le dan un mayor poder relativo al Banco Central como prestamista de última instancia. De manera algo paradójica, en una economía financieramente aislada de los mercados internacionales y con una muy escasa intermediación financiera interna, esas carencias resultaron en una relativa ventaja frente a la crisis financiera internacional, ya que contribuyeron, junto con los cambios

en el sistema regulatorio que se han examinado, a atenuar la transmisión de los impulsos externos negativos, limitando, de ese modo, su gravitación sobre las variables macroeconómicas internas.

La reducida dimensión de la intermediación financiera interna también explica la relevancia secundaria de la política monetaria en la determinación de la demanda agregada y, en consecuencia, la menor potencialidad de la misma para ser utilizada como freno cuando se requiere moderar el aumento del gasto de origen privado, como era la situación durante la aceleración inflacionaria posterior a 2004⁴¹. Pero de todos modos las autoridades no intentaron implementar una política monetaria contra cíclica. En verdad convalidaron el fuerte impulso sobre la demanda agregada originado en el sector fiscal y la política de ingresos. No obstante, sí adoptaron medidas para atenuar el impacto que las turbulencias financieras externas que comenzaron en 2007 tuvieron sobre las entidades bancarias y en el mercado cambiario.

Política monetaria: dilemas y situaciones de “stress”

Una vez superada la etapa más crítica de la crisis, y habiéndose desplomado las distintas tasas de interés de mercado entre el segundo semestre de 2002 y el primer semestre de 2003, la política monetaria recorrió un camino casi totalmente despejado de dificultades hasta principios de 2007. El natural proceso de remonetización de una economía en crecimiento generaba un aumento continuo de la demanda de dinero al mismo tiempo que los bancos dejaban de necesitar la ayuda del BCRA y, por el contrario, iban cancelando la asistencia recibida mientras mejoraban su posición de liquidez. Las tasas de mercado tuvieron una disminución pronunciada, acompañando la disminución de las tasas de política, y a fines de 2003 y en los primeros meses de 2004 tocaron mínimos, hasta allí históricos. Es a partir de ese momento en que el BCRA comienza a montar un nuevo esquema de regulación monetaria, mediante el establecimiento de un mercado de pases (activos y pasivos) contra Lebac y Nobac, con el objetivo de establecer un “corredor” de tasas, en el marco de un programa de fortalecimiento de sus instrumentos de política (ver gráfico 20).

En 2005 se encaró el que, probablemente, fue el único esfuerzo digno de mención para moderar el exceso de liquidez en la economía, mediante la suba progresiva de las tasas de pases y el aumento del monto y las tasas en las colocaciones de Lebac y Nobac. Complementariamente, en junio se introdujo una norma para frenar la entrada de capitales especulativos, al exigirse la constitución obligatoria de depósitos no remunerados de 30% (“encaje”).

⁴¹ Sin embargo, se podría argumentar que, en la medida en que los préstamos son de corto plazo y exigen un *rollover* continuo, un aumento significativo de la tasa de interés puede tener cierta potencia, pero su efecto es más disruptivo porque afecta fundamentalmente el capital de trabajo y no el crédito para inversión. Por otro lado, en un contexto como el argentino, un aumento de las tasas de corto plazo afectaría muy negativamente la rentabilidad de los bancos, que se han beneficiado de tasas reales de fondeo fuertemente negativas.

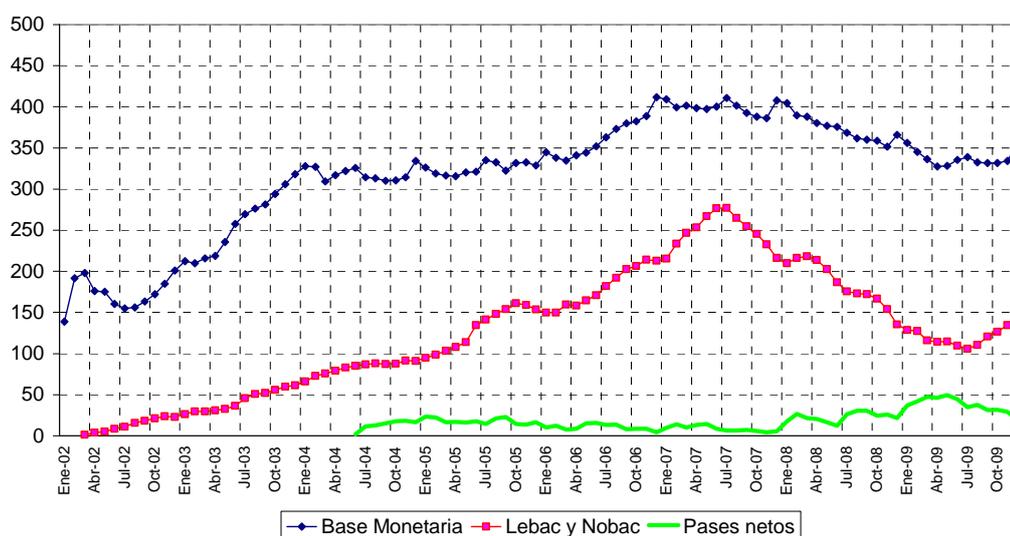
Posteriormente se abandonó todo esfuerzo por aplicar una política monetaria contra cíclica. La tendencia general ascendente de las tasas de pasivos y Lebacs en los siguientes años estuvo asociada a una caída de la tasa real y representó, en realidad, una política monetaria crecientemente acomodaticia. Las tasas (promedio) de los plazos fijos han sido sistemáticamente negativas en términos reales desde fines de 2003 hasta la actualidad.

En efecto, ya terminando el año 2006, y con el proceso de remonetización en fuerte desaceleración, el período “fácil” de la política monetaria estaba llegando a su fin, y el BCRA enfrentaba, finalmente, un serio dilema entre el objetivo de contribuir a combatir las presiones inflacionarias y el desafío de frenar o atenuar el proceso de apreciación cambiaria, el que resultaba insoluble si las autoridades no estaban dispuestas a aumentar las tasas de interés. La segmentación efectiva del mercado permitida por el “encaje” hacía que esta estrategia resultase una alternativa más viable para lograr alguna combinación aceptable de los dos objetivos que en un contexto de libre movilidad de capitales.

Desde el segundo semestre de 2002 y hasta mediados de 2007, la entidad había intervenido continuamente en un mercado cambiario con permanente exceso de oferta de divisas, al tiempo que esterilizaba el efecto monetario expansivo de dicha intervención colocando letras de corto plazo (Lebacs y Nobacs), fenómenos que pueden observarse en el Gráfico 19.

Gráfico 19

Evolución de indicadores monetarios reales
(en millones de pesos de 1999)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

Cabe señalar, sin embargo, que la esterilización mediante la colocación de letras fue resultando insuficiente una vez que el proceso de remonetización post crisis se fue desacelerando y comenzó cierta declinación del superávit fiscal y de su efecto contractivo, al tiempo que el cronograma de cancelación de redescuentos se fue agotando, tras alcanzar un máximo en 2005 y 2006 (cuadro 2). Dadas estas tendencias, las compras de divisas por parte del BCRA se manifestaron en un aumento notable del circulante, que llegó a 8,5% del PIB en el primer trimestre de 2007. La acumulación de “dinero excedente” no absorbido contribuyó, a la postre, al aumento de la tasa de inflación observado en 2007-2009.

Cuadro 2
Tasa de crecimiento de la base monetaria
y contribución de factores de expansión y de absorción

Periodo	Total	Compra de Divisas	Sector Público	Pases	Redescuentos	Intereses y Primas	Remun. Ctas. y Reintegro	Títulos del BCRA en pesos	Títulos del BCRA en US\$	Rescate de cuasimonedas	Otros
2003	59,1%	57%	-3%	0%	-2%	-3%	1%	-18%	1%	24%	4%
2004	13,1%	50%	-14%	-12%	-3%	-2%	1%	-9%	0%	0%	1%
2005	4,3%	54%	-10%	-4%	-18%	-1%	0%	-19%	0%	0%	1%
2006	46,3%	79%	-10%	11%	-15%	0%	0%	-18%	0%	0%	0%
2007-1	-1,6%	14%	1%	-4%	-2%	0%	0%	-11%	0%	0%	0%
2007-2	6,2%	21%	-3%	-1%	-1%	0%	0%	-10%	0%	0%	0%
2007-3	3,0%	-1%	-1%	1%	-1%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
2007-4	14,8%	6%	-3%	2%	0%	0%	0%	10%	0%	0%	1%
2008-1	-0,5%	8%	0%	-5%	0%	0%	0%	-4%	0%	0%	0%
2008-2	3,8%	-9%	-1%	3%	0%	0%	0%	8%	0%	0%	2%
2008-3	-0,9%	4%	-2%	-7%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	3%
2008-4	8,0%	-7%	-6%	3%	0%	0%	0%	14%	0%	0%	3%
2009-1	-10,8%	-5%	-3%	-9%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	2%
2009-2	3,4%	0%	-3%	3%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	1%

Nota: primera columna de la izquierda muestra la tasa de crecimiento de la base monetaria entre períodos. Las restantes, descomponen ese crecimiento presentando la contribución de cada rubro.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCRA.

Pero el contexto cambió abruptamente a mediados de 2007, en el primero de tres episodios sucesivos de recrudescimiento de la salida de capitales. Las salidas de fondos que se registraron en el tercer trimestre comenzaron a afectar la liquidez interna y el BCRA pasó, de esterilizar parte de la emisión que hasta entonces se originaba en el sector externo, a recomprar Lebacs y Nobacs, justamente con el propósito de estabilizar el mercado cambiario. Un segundo episodio se observó en el segundo trimestre de 2008 (conflicto con el campo y caída de Lehman Brothers), cuando se registró el récord de salida de capitales de la serie histórica (u\$s8.155 millones), y obligó al BCRA a ajustar las tasas de interés. Y entre septiembre y diciembre del mismo año (estatización de las AFJPs) volvió a acelerarse la salida de fondos y las tasas de interés de mercado (Badlar de bancos privados, *call* y plazos fijos) alcanzaron niveles muy elevados, que no se registraban desde el último trimestre de 2002 y los primeros meses de 2003, lo cual obligó al BCRA a proveer liquidez de manera masiva⁴². Tras este episodio, la salida de capitales continuaría con fuerza hasta después de las elecciones legislativas de junio de 2009.

⁴² Entre el 4 de noviembre y el 31 de diciembre el efecto expansivo neto de su intervención ascendió a \$17.500 millones (tras una contracción previa de \$9.000 millones entre el 18 de

Gráfico 20

Tasa de interés de LEBACs (3 meses) y de pases activos y pasivos (7 días), en porcentaje nominal anual

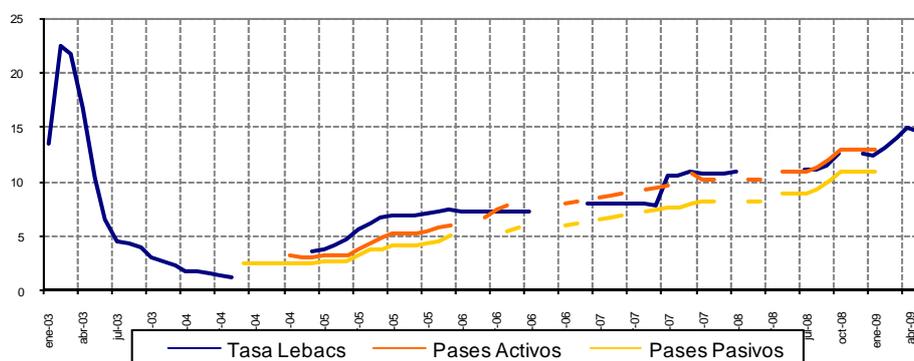
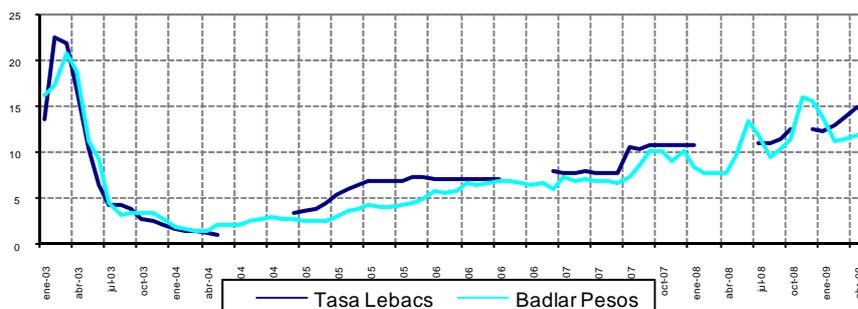


Gráfico 21

Tasa de interés de LEBACs (3 meses) y BADLAR, en porcentaje nominal anual



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central.

4. Reflexiones finales

Históricamente, el sistema financiero argentino no ha sido un actor central ni en el impulso ni en la propagación del ciclo económico. Asimismo, su escasa incidencia en el financiamiento de la actividad productiva y su casi irrelevancia en el mercado de crédito hipotecario han impedido que se constituyera en un actor capaz de desestabilizar por sí mismo la economía. No ha habido fenómenos de burbujas

septiembre y el 3 de noviembre)- Para garantizar la liquidez en pesos se utilizó un conjunto de instrumentos: nuevas líneas de pases activos con mayores montos disponibles; recompras anticipadas de Lebac y Nobac y opciones de venta para las entidades; operaciones de mercado abierto con bonos del gobierno; Acceso a ventanilla de liquidez usando colaterales no tradicionales (Bogar y PGs); precalificación de garantías que incluye a todas las fuentes de fondeo (no sólo depósitos); cómputo de la totalidad del efectivo en bancos para la integración del efectivo mínimo; posiciones bimestrales para los requisitos mínimos de liquidez.

generadas por el crédito bancario, ni siquiera a un nivel sectorial (o regional) muy acotado⁴³.

Pero el sistema ha sido repetidamente sacudido por crisis generadas a raíz de profundos desequilibrios macroeconómicos, los que tuvieron impactos negativos muy fuertes y fueron generalmente más disruptivos que lo observado en otros países frente a situaciones similares. Los depositantes sufrieron pérdidas de capital (en ocasiones muy significativas) repetidas veces a lo largo de las décadas. Por ese motivo, no es un hecho casual que Argentina sea el país con la historia de corridas bancarias más frondosa de la región⁴⁴.

Teniendo en cuenta esta marcada vulnerabilidad, en la década del noventa las autoridades hicieron un gran esfuerzo por mejorar los estándares de regulación y supervisión, motivadas, además, por la obvia rigidez del esquema de convertibilidad. Pero la crisis, y particularmente sus manifestaciones anticipadas, produjeron una reversión del proceso de migración a esos estándares que comenzó bastante antes del estallido final⁴⁵. La “dominancia macroeconómica” se impuso a los intentos voluntaristas de consolidar la plena vigencia de un régimen prudencial y de supervisión moderno y exigente. Esto no significa argumentar que el diseño de entonces fuera óptimo, ni siquiera que estuviera correctamente adaptado para el régimen macroeconómico prevaleciente, sino que simplemente no ha habido en Argentina tiempo suficiente bajo un determinado marco regulatorio como para poder extraer conclusiones robustas acerca de sus virtudes y defectos con el régimen funcionando a pleno.

Tras la crisis, las autoridades modificaron los aspectos del marco prudencial que eran claramente inadecuados bajo un régimen de tipo de cambio flexible con prestamista de última instancia y se tomó la decisión de reducir drásticamente el grado de dolarización dentro del sistema bancario. Pero el objetivo de largo plazo siguió siendo el de retomar el proceso de convergencia a la vigencia plena, aunque con los importantes ajustes mencionados, del marco regulatorio estándar diseñado en la década del noventa.

A dicho marco se lo suavizó, en el margen, a través de un conjunto de normas que relajan los requisitos en materia crediticia, pero se trata de cambios con un impacto agregado modesto, tanto en la oferta como en la demanda de crédito. También fue modesta (y correcta) la decisión de las autoridades, en la práctica, de no “subirse al carro” del acuerdo de Basilea II, ya que al haber optado por el sistema

⁴³ Paradójicamente, la regulación macroprudencial, tan ensalzada tras la crisis internacional, no parece ser muy necesaria en Argentina, no sólo porque no se generan burbujas sino porque hay un alto “grado de separación” entre los bancos, que se financian muy poco entre sí. Tanto el mercado de *call* como el de *repos* son diminutos. Hay poca interconexión.

⁴⁴ Vale la pena destacar el hecho inusual de que, en un país con superávit fiscal y externo y bancos con abundante liquidez, se hayan verificado cuatro episodios de inestabilidad, con caídas (aunque breves y moderadas) de depósitos, en los últimos dos años (julio-octubre 2007; abril-julio 2008; septiembre-diciembre 2008; abril-junio 2009). Esto se explica en gran medida por la conducta adaptativa de los agentes tras una historia financiera excepcionalmente sufrida.

⁴⁵ Se suspendió la implementación proyectada de ciertos “refinamientos” normativos, se dio marcha atrás o se introdujeron franquicias.

estandarizado simplificado no se introduce ningún cambio sustantivo, y se tiene la ventaja típica de poder adoptar tardíamente un determinado sistema cuando ya ha sido probado y testado por otros⁴⁶.

El hecho es que el impacto de la eliminación de todas las restricciones regulatorias a la oferta de crédito percibidas como innecesarias ha sido prácticamente nulo. El “voluntarismo normativo” ha sido inefectivo en este terreno, y esta vez no porque haya sido víctima del determinismo macroeconómico, ya que las condiciones han sido francamente favorables, y la situación específica del sector habría permitido, en un contexto con *animal spirits* más entonados, una dinámica del crédito diferente.

En efecto, la “microeconomía” del sector no es mala. En primer lugar, los bancos cuentan en la actualidad con niveles de liquidez extraordinariamente elevados, cercanos al 30% de los depósitos totales, que constituyen los registros más altos de la serie histórica (a pesar de lo cual su rentabilidad es mejor que en la década del noventa). Esto marca un aumento significativo respecto al 22,5% y 23% observado en 2006 y 2007, respectivamente, los años que, en la argumentación que se desarrolla más abajo, representan la “cuasi-normalidad” que, de no haber sido perturbada por un conjunto de hechos disruptivos, podría haber señalado el comienzo de la construcción de un régimen de funcionamiento mucho más sano del sistema bancario. El alto nivel de liquidez está reforzado por la tenencia de Lebacs y Nobacs no afectadas a operaciones de pase, con lo cual la cobertura de depósitos supera el 40%. Pero eso no es todo, ya que los bancos pueden acceder a mecanismos especiales de liquidez contingente⁴⁷. Esta situación de exceso de liquidez es anómala y refleja un equilibrio de muy bajo volumen en el mercado de crédito.

En segundo lugar, la exposición al sector público se ha ido reduciendo gradualmente desde un nivel todavía superior al 40% en diciembre de 2004 y apenas ascendía al 14,5% a diciembre de 2009 (6,3% en los bancos privados). La ironía es que éste no es un nivel en absoluto elevado internacionalmente, y es bastante menor que en otros países latinoamericanos como Brasil y México, pero, como se ha mencionado ya, la historia muestra que la deuda pública ha sido un lastre en Argentina, y no un activo de bajo riesgo. Que se considere como algo natural que cuanto más baja sea la exposición al sector público mejor están los bancos ya es un hecho extraordinario, máxime teniendo en cuenta que la solvencia del estado mejoró significativamente tras el canje de 2005 y la reducción de la relación deuda/producto en la segunda mitad de la década, y que el perfil temporal de los vencimientos pasó a ser el más desahogado de la región.

⁴⁶ La implementación del sistema estandarizado (no simplificado) plantearía dificultades varias, y adoptar el sistema avanzado sería directamente utópico, independientemente de la valoración que se tenga de tal esquema.

⁴⁷ En los primeros meses de 2009 se estableció la posibilidad de licitar opciones de pases activos en pesos hasta un año de plazo, que se suma a las ventanillas de liquidez creadas en 2008, tales como la precalificación de activos (garantías) para el régimen de asistencia y la incorporación de Préstamos Garantizados y/o Bogar 2020 a la gama de instrumentos ya disponibles para tomar fondos. Hay cláusulas que benefician a los bancos que expanden el crédito.

En tercer término, también los descálces de tasa de interés real y de moneda se han reducido fuertemente y ya no representan riesgos significativos. Así, el primero de ellos, reflejando principalmente el impacto adicional del canje de PGs de principios de 2009, no representaba más que un 63% del patrimonio neto del sistema (20,3% en bancos privados) en diciembre de 2009. El descálce de moneda equivalía, en el mismo mes, a 34% del patrimonio neto (5,4% en bancos privados), lo cual está muy lejos de constituir una posición de debilidad.

Finalmente, el nivel de cartera irregular, aunque más alto que el mínimo registrado en septiembre de 2008 (2,8%) seguía siendo, en diciembre de 2009, muy bajo en términos históricos (3,5%), en buena medida como consecuencia de una conducta extremadamente conservadora por parte de los bancos, a raíz de la incertidumbre prevaleciente.

En suma, ni la situación macroeconómica ni las condiciones específicas de los bancos (al menos con una lectura “abstracta” de los números, sin tomar en cuenta el contexto) explican por qué motivo se ha producido un retroceso respecto al progreso observado hasta el primer trimestre de 2007 en el nivel de monetización y hasta el primer trimestre de 2008 en términos de crédito. Hay que enfatizar que estos fenómenos fueron acompañados por una visible disminución del plazo promedio de los (nuevos) préstamos en pesos (excluyendo adelantos y tarjetas de crédito) desde 52 meses en septiembre de 2007 hasta tocar un mínimo de 28 meses a fines de 2008, para apenas mostrar una tibia recuperación en 2009, que no revierte la caída previa.

El conjunto de los hechos mencionados no es sencillo de explicar, dada la falta de vulnerabilidades evidentes que justifiquen el comportamiento del público, y la fuerte divergencia en el riesgo percibido por el mercado en relación a otros países emergentes latinoamericanos (ver gráfico 3, más arriba).

Esto remite al mencionado quiebre de la serie de depósitos en términos reales (caída de la demanda real de dinero) observada a principios de 2007. En ese momento el sistema financiero argentino perdió una valiosa oportunidad de converger hacia una mayor normalidad y aumentar la profundidad financiera. Este último argumento se sustenta en alguna evidencia que muestra que, de haberse proseguido en un camino racional, y aún con eventuales dificultades transitorias generadas por algún *shock* externo, hacia 2006 y principios de 2007 había indicios de que estaban surgiendo nuevos mercados o se estaban profundizando los ya existentes. Además, los *spreads* eran bajos en términos históricos.

La evidencia anecdótica de que había una oportunidad de continuar en un camino de normalización es la siguiente. En junio de 2006 una empresa dedicada al financiamiento de consumo, vinculada con un banco local, realizó la primera emisión en pesos en el mercado internacional y volvió a efectuar una colocación en moneda local en noviembre, en una emisión a cinco años a tasa fija. Los mínimos *spreads* de la deuda pública sobre *Treasuries* se observaron en el segundo semestre del mismo año, antes de que tuviera impacto la manipulación de las estadísticas de precios. Pero todavía en junio de 2007, el Gobierno Nacional hizo una colocación de títulos públicos

(\$1.500 millones de Bonar V) con características absolutamente inusuales para el mercado argentino: tasa fija en pesos a cinco años con amortización completa al vencimiento⁴⁸. Aun dejando de lado estas emisiones excepcionales por sus características, el mercado de capitales parecía estar despegando hacia el primer semestre de 2007, con un aumento interanual de las emisiones privadas de 82%, asociadas casi en su totalidad a operaciones de financiamiento genuinos. Si se excluyen las emisiones vinculadas con reestructuraciones de deuda, el aumento fue de 264%, y varias empresas consiguieron financiamiento a plazos largos con tasa de interés fija (casi un cuarto de la deuda corporativa emitida en el semestre fue en moneda local o ligada al peso). Los bancos lideraron las colocaciones en pesos (76% del monto emitido), de las cuales las principales fueron a tasa fija, y los plazos fluctuaron entre tres y cinco años (en dólares lograron colocar a diez años). Estas fueron las últimas emisiones a tasa fija en moneda local. Desde entonces el incipiente mercado se extinguió⁴⁹.

La duración de los nuevos préstamos al sector privado no financiero llegó a 4,1 años en el primer semestre de 2007, 12 meses más que en el mismo período de 2006 (excluyendo adelantos en cuenta corriente y financiaciones con tarjetas de crédito). El segmento de créditos hipotecarios también mostraba progresos considerables. A fines de 2006 la duración de los nuevos préstamos en esa categoría alcanzaba los 9,6 años, pero en el segundo semestre de 2007 ya había aumentado a un plazo promedio de 12 años.

La evidencia mencionada sugiere que, en retrospectiva, el período junio 2006-junio 2007 fue una “ventana de oportunidad” desperdiciada. Si la manipulación del IPC se hubiera revertido, el incipiente mercado por instrumentos en pesos a tasa fija habría retomado probablemente una senda ascendente. De hecho hubo emisiones en mayo y junio, a pesar de que ya desde enero la variación del IPC estaba fuertemente subestimada. Pero hay un factor que agravó fuertemente las dificultades que tiene el sistema financiero para poder alcanzar niveles de intermediación aceptables. En un entorno con tasas de inflación de dos dígitos no existe en Argentina una unidad de cuenta indexada creíble, ya que el CER fue afectado por el descrédito del IPC. Cabe señalar que los depósitos ajustados por dicho índice llegaron a representar un máximo de 18% de los depósitos a plazo fijo en pesos en enero de 2005. Pero en marzo de ese año se implementó una política de extensión progresiva de los plazos mínimos de colocación en esa moneda (a lo largo del año se aumentó de 90 a 365 días) que afectó negativamente la oferta de fondos. El objetivo explícito fue extender la madurez del fondeo de los bancos, pero también hubo presiones del sector por reducir el costo del fondeo, y coordinar su reducción para todas las entidades, dada la percepción de que la inflación tendría una tendencia creciente.

⁴⁸ El rendimiento implícito fue de 11,7% y la relación *bid-to-offer* 3,5.

⁴⁹ El mercado de capitales también acusó el impacto de la estatización de las AFJPs en septiembre de 2008. Desde entonces, las emisiones de deuda cayeron otro escalón y se contrajo fuertemente el mercado de fideicomisos financieros.

La consecuencia fue que ya en enero de 2007, antes de la adulteración del IPC, la participación de los depósitos ajustados por CER había disminuido a 7,2% de los plazos fijos en pesos y con posterioridad tendieron prácticamente a desaparecer, tras haber representado un máximo de 17,3% de los mismos en noviembre de 2005⁵⁰.

También es cierto que la demanda de crédito ajustado por tal índice era todavía muy baja⁵¹. Pero se trata, precisamente, de un instrumento que puede ser útil en contextos de inflación moderada. Su destrucción ha dejado al sistema financiero argentino sin posibilidad alguna de generar crédito de largo plazo bajo condiciones de mercado con el actual marco normativo: el crédito en pesos es de corto plazo y el crédito en dólares está prácticamente restringido al sector exportador.

De modo que el principal factor de desarticulación del modelo macroeconómico de 2003-2006, la aceleración inflacionaria sin respuesta acorde en el plano de la política macroeconómica, y las distorsiones estadísticas en el cómputo de la inflación, constituyen también limitantes fundamentales para la profundización del desarrollo financiero.

Referencias

Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2003): Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social: la Argentina en la década de los noventa. Serie Financiamiento del Desarrollo n° 135, Cepal, Santiago de Chile.

Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2007): “Cambios en la política macroeconómica argentina a la vuelta del siglo” en M. Novick, C. Tomada, M. Damill, R. Frenkel and R. Maurizio Tras la crisis. El nuevo rumbo de la política económica y laboral en Argentina y su impacto. Instituto Internacional de Estudios Laborales, Organización Internacional del Trabajo, Serie de Investigación 114, Ginebra.

Damill, M. y Frenkel, R. (2007): “A Case of Disruptive International Financial Integration: Argentina in the Late-Twentieth and Early Twenty-First Centuries”, en: Arestis, P. y M. Sawyer (2007), Political Economy of Latin America. Recent Economic Performance, International Papers in Political Economy Series, Palgrave Macmillan, Londres.

Damill, M., R. Frenkel y M. Rapetti (2010): “The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring”, en: Herman, B., J.A.Ocampo y S.Spiegel (Eds.), Overcoming Developing Country Debt Crises, The Initiative for Policy Dialogue Series, Oxford Univ.Press.

Damill, M. y R. Frenkel (2010): “Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina”, en: Damill, M., R. Frenkel, D. García Delgado,

⁵⁰ Tenían consecuencias favorables para el sistema financiero, ya que aumentaban la madurez promedio de los pasivos bancarios al mismo tiempo que reducían el riesgo de tasa de interés real.

⁵¹ Este es otro ejemplo de cómo la historia es decisiva en la generación de los comportamientos sociales. La desafortunada experiencia con el crédito indexado a principios de la década del ochenta (circular 1050) limita la demanda del público por este tipo de instrumento. Distinta ha sido la experiencia en Chile o Colombia.

J.C.Herrera, J.Remes Lenicov y D.E.Sica, Economía y Crisis Internacional: Impacto en la República Argentina, Editorial Edicon (Fondo Editorial del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires).

Damill, M., R. Frenkel y L. Simpson (2010): “Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa”, disponible en: <http://www.itf.org.ar>, Serie “Documentos técnicos”.

FMI (2009): Las Américas. Perspectivas Económicas. Mayo.

Frenkel, R. (2004a): “Las políticas macroeconómicas, el crecimiento y el empleo”, Capítulo II de OIT, Oficina regional para América Latina y el Caribe, Conferencia Regional de Empleo del MERCOSUR Generando trabajo decente en el Mercosur. Empleo y estrategia de crecimiento.

Frenkel, R. (2004b): “Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico”. Paper prepared for the G24. Washington. Disponible en: <http://www.g24.org/fren0904.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22>

Frenkel R. (2006): “An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment”, Journal of Post-Keynesian Economics Vol. 28, No 4, pp. 573 – 591.

Frenkel R. (2008): “Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria” en Revista de la CEPAL 96, Santiago de Chile, diciembre.

Frenkel R. y M. Rapetti (2006): “Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina after the Convertibility Regime Collapse” en Nuevos Documentos Cedes, 20. Buenos Aires: Cedes, 48 p. Disponible en http://www.cedes.org/descarga/n_doc_cedes/20.zip. También en Alternatives to Inflation Targeting, number 8, Political Economy Research Institute (PERI) University of Massachusetts Amherst, September. Disponible en: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/frenkel_paper8.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22

Frenkel R. y M. Rapetti (2008): “Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007” en International Review of Applied Economics, 22:2, 215 – 226, Marzo.

Frenkel R. y J. Ros (2006): “Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America” World Development, Volume 34, Issue 4, Pages 631-646.

Frenkel R. y L. Taylor (2007): “Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment” en J. A. Ocampo, Jomo K. S. and S. Khan (eds.) Policy Matters. Economic and Social Policies to Sustain Equitable Development, Zed Books, London, UK. Disponible en DESA Working Paper No 19. Naciones Unidas, Nueva York.

Ocampo, J. A. (2009): “Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina”, Revista de la CEPAL, nº 97, Santiago de Chile.