

Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson

Resumen

La caída del régimen de convertibilidad estuvo asociada con una dramática crisis bancaria. Pero tal desenlace no tuvo su origen en debilidades del marco regulatorio o de supervisión sino que reflejó la existencia de una “dominancia macroeconómica” difícil de compensar mediante la arquitectura normativa de la actividad financiera. Los desequilibrios macroeconómicos atribuibles al régimen de política vigente en los años noventa llevaron a una profunda crisis, que incluyó una crisis bancaria, a pesar de que el marco regulatorio de esa actividad había sido fortalecido significativamente en los años previos y de que tras la crisis de 1995 se impulsó un proceso de concentración del sistema que eliminó las entidades más obviamente vulnerables.

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

Summary

The collapse of the convertibility regime was associated with a dramatic banking crisis. However, such an outcome did not have its origins in weaknesses in the regulatory or supervisory framework but rather in the existence of a “macroeconomic dominance” difficult to offset by means of the financial regulatory architecture. The macroeconomic disequilibria generated by the policy framework prevailing in the nineties led to a deep crisis that also involved a banking crisis despite the fact that the regulatory framework had been significantly strengthened in the previous years and that after 1995 the authorities stimulated a concentration process which eliminated the most obviously vulnerable institutions.

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

Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson¹

Introducción

La accidentada experiencia de integración financiera internacional de la Argentina en la segunda globalización financiera - iniciada a comienzos de los años setenta - produjo resultados decepcionantes.

La pobreza del desempeño macroeconómico del país en esa etapa, hasta inicios de los años 2000, se evidencia, por ejemplo, en el estancamiento secular: en 2001, al desencadenarse el colapso final del régimen de políticas basado en la convertibilidad del peso a una paridad fija de 1 a 1 con el dólar, que había regido desde 1991, el PIB *per capita* se encontraba en el mismo nivel alcanzado un cuarto de siglo antes.

Sucesivos procesos de liberalización y apertura financiera encarados en ese período, que coincidieron con otras reformas pro mercado y la aplicación de programas de estabilización de precios basados en el "anclaje" del tipo de cambio, fueron seguidos de profundas crisis cambiarias y financieras (1980-82 y 2001-2002), que se combinaron con crisis fiscales y el *default* de la deuda pública². En 1995 hubo otra crisis financiera, que aunque no derivó en crisis cambiaria, tuvo fuertes repercusiones sobre el sistema financiero local e indujo un cambio estructural pronunciado en el mismo.

El análisis de tales experiencias muestra que esos procesos financieros críticos fueron determinados por la macroeconomía y no derivaron principalmente de fallas en el funcionamiento o en la regulación o supervisión del sistema bancario, sino de distorsiones macroeconómicas que condujeron a situaciones insostenibles.

El ejemplo más claro de esa afirmación surge de lo observado al final de la convertibilidad. El sistema regulatorio se fortaleció notablemente tras la crisis de 1995, pero eso no fue una barrera suficiente frente a los procesos financieros disruptivos desencadenados por profundos desbalances macroeconómicos.

Las aperturas financieras de fines de los años setenta y de los años noventa, apoyadas en una fluida disponibilidad de fondos externos y asociadas con fuertes apreciaciones cambiarias (resultado del empleo del tipo de cambio como principal herramienta antiinflacionaria), dieron lugar a ciclos impulsados por la actividad financiera especulativa, que aprovechaba la aparición de *spreads* para obtener ganancias de corto plazo mediante el arbitraje, lo que propició fuertes ingresos de capital y apuntaló expansiones económicas apoyadas en el gasto de consumo.

La fragilidad financiera externa aumentaba fuertemente en esas expansiones, al surgir déficits comerciales y de cuenta corriente del balance de pagos que eran financiados con un rápido incremento de la deuda externa neta. Estas tendencias contribuían a elevar las tasas de interés y a crear condiciones para una reversión cíclica, originada en un deterioro progresivo de las expectativas y en el funcionamiento de mecanismos de retroalimentación positiva desestabilizadores que rompen la simetría entre la fase expansiva y la contractiva, dando lugar, no ya a una contracción suave sino a masivas salidas de capitales, contracción de la liquidez y descenso abrupto del nivel de actividad.

Una secuencia de este tipo llevaría a la crisis final de la convertibilidad, (2001-2002), a pesar del fortalecimiento del marco regulatorio del sistema financiero impulsado luego de 1995, que constituyó un serio esfuerzo para alcanzar estándares internacionales, al punto

¹ Economistas del CEDES, Centro de Estudios de Estado y Sociedad, docentes de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA. Los autores agradecen el apoyo recibido de la Fundación Ford para la realización de este trabajo. Agradecen también el apoyo de la SECyT (Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica, Programa de Modernización Tecnológica, contrato de préstamo BID 1728/OC-AR.

² Véanse por ejemplo: Damill y Frenkel (2007), y Damill, Frenkel y Rapetti (2010).

que, hacia fines de la década, la Argentina era reconocida internacionalmente como uno de los países de mercado emergente con un sistema financiero más robusto y mejor regulado³.

No obstante esas fortalezas, los procesos traumáticos del período 1998-2002, posterior a las crisis del sudeste de Asia, revelaron la existencia de una “dominancia macroeconómica”. En un cuadro caracterizado por fuertes desequilibrios de precios relativos, libre movilidad de capitales y desbalances importantes y crecientes en la cuenta corriente del balance de pagos y en las cuentas públicas, así como por un elevado grado de dolarización financiera interna, los elementos de riesgo sistémico derivados de la macroeconomía adquirieron tal importancia que, cuando esos factores de riesgo se materializaron, las defensas del supuestamente sólido sistema financiero interno se revelaron como contrafuertes de papel.

El caso argentino ilustra asimismo, con claridad, otra “lección” que pudo comprobarse también en la reciente crisis global: las reglas adoptadas previamente a la crisis como forma de hacer frente al *moral hazard* son casi inevitablemente dejadas de lado para recuperar instrumentos de política económica que resultan imprescindibles, dada la magnitud de los costos de la inacción.

Este trabajo examina la evolución macrofinanciera de la Argentina en los años noventa, hasta la crisis de la convertibilidad, con énfasis en el impacto de los cambios en las regulaciones bancarias y su interacción con la evolución macroeconómica y el grado de fragilidad sistémico.

El capítulo siguiente presenta sintéticamente la macroeconomía de la Argentina en los años noventa, especialmente en la segunda mitad de la década, y describe sucintamente los mecanismos que llevaron a las crisis cambiaria y financiera. El capítulo 2 aborda la evolución de las regulaciones financieras y de los mecanismos de supervisión, así como el modo en que las autoridades reaccionaron frente a los dilemas generados por el cambio desfavorable del contexto internacional en 1997-98. Finalmente, el capítulo 3 presenta, a modo de conclusión, una evaluación global del régimen financiero argentino de los años noventa.

Capítulo 1. La macroeconomía de los tardíos años noventa, la crisis y el inicio de la recuperación posterior

El régimen de convertibilidad, implementado en 1991, estableció una paridad 1 a 1 entre el peso y el dólar, el respaldo pleno de la base monetaria por reservas internacionales, la legalización de contratos denominados en moneda extranjera y la prohibición de la indexación de contratos a la inflación local, en el marco de un amplio programa de reformas inspirado en el Consenso de Washington.

La fijación del tipo de cambio tuvo un impacto antiinflacionario inmediato, mejoró el cuadro de expectativas y favoreció importantes ingresos de fondos del exterior que impulsaron una rápida expansión. Esta se extendió hasta 1995, cuando el efecto Tequila impactó desfavorablemente sobre las expectativas y produjo una transitoria reversión de los flujos de capitales, desembocando en una recesión. Pero ésta fue breve, y ya a fines de 1995 se iniciaba un segundo ciclo en los años noventa, cuya fase expansiva llegaría hasta mediados de 1998, cuando el impacto combinado de las crisis del sudeste de Asia iniciada en 1997, la crisis rusa y sus consecuencias negativas sobre el Brasil, provocaron una nueva contracción, la que esta vez resultaría muy prolongada.

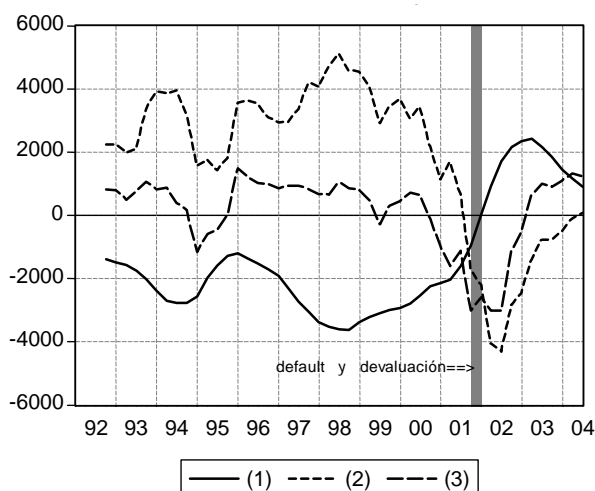
En el gráfico 1 presentamos los resultados de las principales cuentas del balance de pagos en esa década⁴. Bajó el régimen de convertibilidad el comportamiento de las reservas

³ Véanse por ejemplo, Banco Mundial (1998), BID (2000) y Cepal (2003). Para una visión crítica de la evolución del sistema bancario argentino en los años noventa, cf. por ejemplo Rozenwurcel y Bleger (1997).

⁴ El análisis y un modelo formal de la dinámica de la economía argentina bajo la convertibilidad, así como sus estimaciones econométricas, pueden encontrarse en Damill, Frenkel y Maurizio (2002).

de divisas resultaba una variable macroeconómica crucial, dada su conexión directa con los mercados internos de dinero y crédito. Cuando, tal como sucediera entre 1991 y 1994, los ingresos de capitales superaban en valor absoluto al déficit en cuenta corriente, se acumulaban divisas, lo que daba lugar al crecimiento de los agregados monetarios y del crédito, potenciando la dinámica expansiva de la demanda agregada.

Gráfico 1
Balance de pagos: cuenta corriente, ingreso neto de capitales
y variación de reservas (promedios móviles de cuatro trimestres,
en millones de dólares corrientes)



- (1) Saldo en cuenta corriente
- (2) Ingresos netos de capitales
- (3) Variación de reservas

Fuente: Elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Economía.

Los dos ciclos de los años noventa se ilustran también en el gráfico nº 2. Entre 1991 y 2001 la economía creció un 30,4%. En la primera expansión, entre 1991 y 1994, la tasa de crecimiento media anual fue de 7,2%. En la segunda, entre 1995 y 1998, luego de la breve contracción de 1995, alcanzó a 7,5%.

La expansión inicial, derivada del ingreso neto de capitales, duró hasta 1994, cuando la decisión de la Reserva Federal de elevar la tasa de interés afectó negativamente a los flujos de fondos y, como consecuencia del creciente déficit de cuenta corriente, las reservas internacionales dejaron de crecer. Posteriormente, el contagio de la crisis mexicana de diciembre de 1994 provocó una salida masiva de capitales a comienzos de 1995, elevando bruscamente las tasas de interés. Las reservas internacionales se contrajeron, y con ellas lo hizo el nivel de actividad.

Pero esa recesión duró poco: una significativa ayuda financiera externa, con importante participación del FMI, permitió preservar el régimen monetario y paliar la crisis financiera, conteniendo sus mecanismos de propagación. A fines de 1995 la economía estaba iniciando una nueva fase de expansión, que tendría menor duración que la primera ya que, tras la crisis rusa, empezó una nueva recesión.

El giro negativo en el escenario financiero internacional experimentado en 1997-98, luego de las crisis asiáticas y rusa, encontró a la economía con una importante apreciación cambiaria, un significativo y creciente déficit en la cuenta corriente del balance de pagos y una visible carencia de instrumentos de política para lidiar con estos problemas, debido a las rigideces impuestas por el régimen monetario entonces vigente.

En este contexto, no resultó sorprendente que la prima de riesgo soberano empezara a exhibir una tendencia al alza, ni que el acceso al crédito externo se volviera cada vez más

problemático. Además, el consecuente incremento de las tasas de interés tuvo un impacto negativo sobre todos los deudores incluyendo al sector público.

Para adecuarse a la nueva situación y dada la carencia de otros instrumentos, el gobierno empezó a utilizar a la política fiscal contractiva prácticamente como única herramienta. El discurso oficial solía declamar reiteradamente, por aquel entonces, que la disciplina fiscal generaría mayor confianza entre los operadores de mercado, de modo que la prima de riesgo país caería, induciendo a la baja a las tasas de interés. Como resultado de esto, la demanda interna se recuperaría, sacando a la economía de la recesión. Por otro lado, las tasas de interés más bajas y la expansión del PIB contribuirían al restablecimiento del equilibrio presupuestario del sector público, cerrándose así un círculo virtuoso.

Desde diciembre de 1999, un nuevo gobierno encabezado por Fernando De la Rúa tomó prestado por completo este argumento de la administración Menem, al tiempo que el FMI otorgaba su sello de aprobación a la política.

Pese al fuerte incremento del resultado primario del sector público que se produjo a partir de 1997, merced a sucesivos paquetes de medidas de ajuste fiscal, el canal del crédito no pudo ser reabierto. Peor aún, las subas en los impuestos y los recortes del gasto público reforzaron la tendencia recesiva y alimentaron así las expectativas negativas, impidiendo a su vez la esperada baja en la prima de riesgo soberano. La economía quedó atrapada, contrariamente a lo que se buscaba, en un círculo vicioso, en el cual permaneció por más de tres años. En esencia, la política fiscal resultó impotente para compensar fuertes desequilibrios macroeconómicos cuyas raíces se encontraban en el sector externo de la economía.

El fin del régimen de convertibilidad

Como suele ocurrir en una crisis, en su desarrollo se encadena una densa sucesión de eventos, los que en este caso incluyeron muchas decisiones de política contradictorias y diversas marchas y contramarchas.

Hemos señalado más arriba que sucesivos gobiernos adoptaron políticas de ajuste fiscal como estrategia frente a la situación crítica planteada en los tardíos años noventa. El fracaso de ese curso de acción no debería ocultar, sin embargo, los esfuerzos que se hicieron para equilibrar las cuentas públicas y evitar el *default* de las obligaciones financieras del gobierno. Con el propósito de reestablecer las vías de acceso al financiamiento internacional, se implementaron sucesivos paquetes de medidas fiscales contractivas durante 2000 y 2001, fundados en esa visión fiscalista de la crisis. Los esfuerzos para sortear el *default* incluyeron, entre otras medidas, la Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobada a fines de 1999, que exigía al sector público reducir paulatinamente su déficit hasta llegar a cero en algunos años. Alzas de impuestos y recortes de gastos fueron implementados con ese propósito. Luego, cuando a mediados de 2001 el gobierno quedó virtualmente racionado de los mercados financieros (externo y local), se aprobó una ley de "déficit cero", que obligaba a la administración nacional a equilibrar sus cuentas inmediatamente, de modo que el flujo de gastos debía adaptarse a los ingresos corrientes. La norma garantizaba la cobertura de determinados rubros del gasto, en especial el pago de intereses y también las transferencias a provincias y los sueldos y jubilaciones inferiores a quinientos pesos, dejando que el resto se adecuara endógenamente a la evolución de los ingresos. Para cumplir con esta nueva regla fiscal se decidió un recorte inicial (sin precedentes) del 13% sobre todos los rubros de gasto "no protegidos" (fundamentalmente sobre los sueldos y jubilaciones superiores a quinientos pesos). Debe tenerse en cuenta que estas medidas fueron implementadas cuando la economía estaba completando el tercer año consecutivo de recesión. En semejante contexto, la percepción popular resultaba cada vez más desfavorable y eso se reflejó en las elecciones legislativas de octubre de 2001, en las que la oposición se impuso, aunque hubo también un masivo voto en blanco (el llamado "voto bronca") que indicaba un generalizado descontento de la población con todo el sistema político.

En definitiva, el esperado *shock* de confianza nunca se materializó. Con la economía estancada, y encerrada en una trampa de endeudamiento, las políticas fiscales contractivas no hicieron más que profundizar el escenario deflacionario y consolidar las expectativas pesimistas.

Durante 2000 y 2001, el gobierno intentó complementar las medidas fiscales con algunas iniciativas en el frente financiero. Consiguió asistencia financiera externa e implementó dos operaciones de reestructuración voluntaria de títulos de deuda para persuadir al público de que no existía riesgo de desatender el servicio de las obligaciones contraídas. A fines de 2000, obtuvo un importante paquete de ayuda financiera (el “blindaje”) que cubría, con fondos locales y externos, los vencimientos de 2001 y parte de 2002 por unos U\$S 40.000 millones. El FMI lideró la operación con una ampliación hasta U\$S 13.700 millones del crédito *stand-by* vigente desde marzo de 2000. Los acreedores locales, fundamentalmente bancos y Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJPs), tuvieron también una importante participación. El efecto positivo de esta acción sobre las expectativas tuvo muy corto alcance. Dos meses después de su anuncio, tras el resurgimiento de tensiones financieras en Turquía, la prima de riesgo país volvió a aumentar.

A mediados de 2001 se llevó a cabo un importante y costoso canje voluntario de deuda (el “mega-canje”) en manos de tenedores privados locales y extranjeros. La operación, que recibió la venia del FMI, alcanzó un monto de U\$S 30.000 millones en bonos públicos (alrededor del 24% del total de la deuda del Sector Público Nacional). Ese canje permitió extender el plazo promedio de la deuda, pero al costo de elevar su valor nominal en unos U\$S 2.000 millones e incrementar el flujo de intereses (los nuevos bonos se pactaron a una tasa promedio del 15% anual en dólares). En lugar de aliviar la restricción financiera, las mayores tasas de interés pactadas fortalecieron la percepción de que la trayectoria de la deuda pública se había vuelto insostenible.

Finalmente, en noviembre de 2001, se llevó a cabo una nueva operación voluntaria de canje (aunque, sería probablemente más adecuado definirla como “inducida” o “semi-voluntaria”). La misma estuvo dirigida a tenedores locales, principalmente bancos y AFJPs, que aceptaron canjear algo más de U\$S 42.000 millones de títulos públicos por igual cantidad de préstamos garantizados con ingresos tributarios, que brindaban menores tasas de interés. La operación no pudo impedir, sin embargo, que continuaran los procesos financieros divergentes por entonces en curso.

Pese a que, como se ha descrito, la situación macroeconómica había empeorado considerablemente desde 1998 y el sistema bancario había frenado su expansión, la percepción de que el mismo era relativamente sólido hizo que ese cuadro de *stress* no diera rápidamente lugar a salidas masivas de fondos. La caída de los depósitos bancarios y la contracción de las reservas internacionales comenzaron en octubre de 2000 con un hecho político: la renuncia del Vicepresidente Álvarez.

Luego de una efímera tregua lograda gracias al anuncio, a inicios de 2001, del “blindaje”, ese proceso de salidas de fondos se intensificó a partir de marzo de 2001 y se extendió hasta mediados de junio, cuando el gobierno volvió a emitir una nueva señal —el mega-canje— dirigida a revertir las expectativas negativas. Ya se señaló que los efectos estabilizadores de esta operación fueron efímeros. A comienzos de julio, la fuga de depósitos y la corrida contra las reservas se reanudaron. La intensificación de estos procesos no pudo ser detenida ni con la nueva ampliación en U\$S 8.000 millones del crédito *stand-by* vigente con el FMI anunciada en agosto, ni con el canje de deuda de noviembre, ya mencionado.

Esta situación condujo a que el gobierno finalmente impusiera, a comienzos de diciembre de 2001, fuertes restricciones al retiro de fondos de los bancos (el “corralito”) y a las operaciones de cambio. Estas medidas buscaban evitar tanto una quiebra masiva del sistema financiero como la violación de la regla monetaria establecida por la caja de conversión. Ningún banco, local o extranjero, se quejó por esta intervención. Los principales objetivos fueron limitar la demanda de divisas, preservar el *stock* de reservas y evitar la devaluación de la moneda (i.e. el abandono formal de la convertibilidad). Ese fue también el

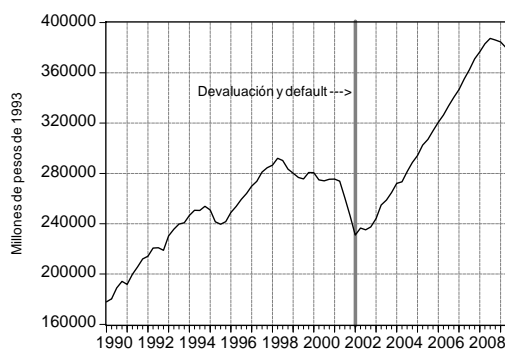
último y drástico intento para evitar el *default* de la deuda pública. No obstante, las medidas constituyeron, en los hechos, el fin del régimen monetario y macroeconómico de los años noventa.

Luego de tres años y medio de recesión, las restricciones financieras aplicadas en diciembre de 2001 contribuyeron a acentuar las ya fuertes tensiones sociales y políticas, cuyo desenlace fue la renuncia de Fernando de la Rúa. Uno de los efímeros presidentes que lo sucedieron anunció ante el Congreso el cese parcial del servicio de la deuda pública. Durante los primeros días de 2002, ya con un nuevo presidente, Argentina abandonó formalmente el régimen de convertibilidad.

El nivel de actividad económica había sufrido una abrupta caída adicional desde mediados de 2001. La masiva huida hacia activos externos que tuvo lugar en el segundo semestre de ese año precipitó el colapso del régimen de convertibilidad y desembocó en el *default* parcial de la deuda pública y en la devaluación del peso. La fuerte declinación de las reservas de divisas experimentada a lo largo del año comprimó rápidamente la liquidez, proceso agravado por la interrupción de la cadena de pagos tras la implementación del corralito. El producto y el empleo acompañaron la contracción de las reservas y la liquidez, al tiempo que indicadores sociales como las tasas de desempleo y los índices de incidencia de la pobreza y la indigencia, sufrían un deterioro adicional al registrado ya en los años noventa.

La caída vertical del producto y del empleo continuaría luego de la ruptura de la convertibilidad, pero sólo por un muy breve período. Contrariando la mayor parte de las opiniones y creencias, incluidas las de diversos funcionarios del FMI, siguió una recuperación veloz, que se inició apenas un trimestre después del abandono de la convertibilidad, como se observa en el gráfico 2, que muestra una trayectoria en forma de “V”.

Gráfico 2.
Producto interno bruto a precios constantes
de 1993 (datos trimestrales desestacionalizados,
1990.01-2009.3)



Fuente: Ministerio de Economía.

El análisis de la etapa posterior a la crisis se desarrolla extensamente en otros trabajos⁵. A continuación abordamos específicamente la evolución financiera que tuvo lugar bajo el marco macroeconómico de los años noventa que hemos sintetizado.

Capítulo 2. El sistema financiero y los cambios regulatorios en los años noventa

La crisis financiera de 1995, desencadenada por el efecto Tequila, fue un hito en la evolución de las regulaciones bancarias en la Argentina. Ese episodio mostró de manera contundente que el régimen de convertibilidad era un esquema sumamente restrictivo frente

⁵ Véase por ejemplo Damill, Frenkel y Maurizio (2007).

a hechos de esa naturaleza, ya que limitaba seriamente el margen de maniobra del banco central.

A lo largo de los años noventa las autoridades impulsaron cambios regulatorios que redefinirían completamente el marco normativo en el que se desarrollaba la actividad bancaria, y Argentina fue el país de América Latina que con mayor velocidad fue adoptando el esquema de Basilea I, hasta el punto que, hacia fines de la década, era considerado el más avanzado de la región en la materia, por paradójico que esto pueda parecer a la luz de los acontecimientos posteriores.

Conscientes de las restricciones impuestas por el régimen de convertibilidad, las autoridades económicas procuraron robustecer el sistema bancario de modo que pudiera resistir *shocks* de gran magnitud por sí mismo, sin necesidad, en principio, de requerir una asistencia significativa de la autoridad monetaria. Si la economía argentina tenía una especial propensión a contagiarse de las crisis en otras economías emergentes, y además mantenía una libertad irrestricta a los movimientos de capitales, los bancos debían contar con niveles de capital y de liquidez especialmente altos. Por ello, en algunos aspectos las normas introducidas localmente en la segunda mitad de la década de los noventa fueron incluso más exigentes que las vigentes a nivel internacional. Además, era necesario reformular la calidad e intensidad de la supervisión bancaria, que no había tenido cambios importantes en los primeros años de la década.

Por otra parte, las autoridades utilizaron también la modificación del marco regulatorio como herramienta para fomentar deliberadamente la concentración bancaria, un proceso al que consideraban indispensable para tornar al sistema más robusto. Una de las consecuencias buscadas fue el ingreso masivo de entidades extranjeras, cuyo aporte fundamental, se suponía, sería contribuir a aumentar la confianza en el sistema bancario, así como aportar a la renovación tecnológica de la actividad, a la diversificación del menú de instrumentos financieros y a la expansión del tamaño físico del sistema.

Pero los esfuerzos en el plano regulatorio no resultarían, a la postre, suficientes para generar un sistema financiero estable. La aparente fortaleza que éste había alcanzado antes de la recesión iniciada a mediados de 1998 escondía serias debilidades estructurales, que acabarían manifestándose con crudeza en 2001-2002. Tampoco se observó un aumento del grado de profundidad financiera a niveles comparables a los vigentes en otros países de ingresos medios de la región.

Ciertamente, el sistema financiero argentino registró un importante crecimiento a lo largo de la década de los noventa, de la mano de la entrada de capitales y de la remonetización inducida por la fuerte baja de la tasa de inflación. Sin embargo, los activos bancarios totales alcanzaron un máximo equivalente a sólo 45% del PIB a fines de 2000, cifra muy modesta incluso en comparación con la observada en la misma época en países como Chile o Brasil (170% y 130%, respectivamente). Hay que destacar que ese escaso grado de profundidad financiera era, además, de menor "calidad" que el de los dos países citados, por ejemplo, ya que estuvo basado en un alto y creciente nivel de dolarización interna.

El segmento de intermediación en moneda extranjera fue alentado por el marco regulatorio y, en general, por el régimen de política económica vigente, bajo el argumento de que reforzaba la credibilidad de la política cambiaria, al permitir que eventuales cambios de portafolio en desmedro de los depósitos en pesos no generaran inevitablemente una caída en el volumen de la intermediación financiera y en el *stock* de reservas de divisas.

Antecedentes: establecimiento de la convertibilidad y cambios regulatorios en los primeros años del régimen (abril 1991 – diciembre 1994)

En los primeros años de la década se establecieron o redefinieron tres pilares fundamentales que regirían la actividad bancaria: la Ley de Convertibilidad (marzo de 1991), la nueva Carta Orgánica del BCRA (septiembre de 1992) y diversos cambios en la Ley de Entidades Financieras (noviembre de 1992). Con el lanzamiento de la Ley de Convertibilidad se prohibió la indización, tanto en los mercados de bienes como en los de factores, y en el

mercado financiero se le otorgó validez legal a los contratos con independencia de la moneda en que estuvieran formulados. Asimismo, se desregularon completamente las transferencias de capital con el resto del mundo⁶. La falta de controles fue tan marcada que ni siquiera quedaban registros de las operaciones en el mercado cambiario⁷.

La Ley de Convertibilidad estableció un régimen de tipo de cambio “ultrafijo”, aunque con mayor flexibilidad que en una simple caja de conversión. Un sistema de convertibilidad “puro” no tiene banco central y no tiene absolutamente ningún espacio para la política monetaria. El BCRA poseía cuatro: los requisitos de liquidez, las operaciones de compra-venta de títulos públicos (aunque limitadas en monto por la regla de convertibilidad y por la carta orgánica del Banco Central), las operaciones de pase y la compra-venta de moneda extranjera. Además, tal como está implícito en el hecho de que el BCRA pudiese operar en el mercado de títulos públicos emitidos por el gobierno nacional, podía naturalmente mantener una parte de su activo en dichos instrumentos, mientras que una caja de conversión sólo posee activos internacionales.

Al establecer un régimen de convertibilidad, se subordinaron otros objetivos de política económica a la defensa de la paridad cambiaria y se dejó expuesta a la economía a la volatilidad de los movimientos internacionales de capitales, ya que la posibilidad de una esterilización exitosa estaba lejos del alcance de las autoridades monetarias, tanto por las restricciones impuestas por la regla adoptada como por la bajísima demanda de títulos públicos que existía cuando se implementó el plan de convertibilidad.

Si bien la base monetaria debía estar respaldada en un 100% con reservas internacionales y se establecían límites estrictos a la creación de dinero por medio de créditos al sistema financiero y al sector público, el BCRA preservó cierto espacio de maniobra (insuficiente, como se verá posteriormente), ya que hasta el 33% de las reservas podía estar constituido por títulos públicos nacionales denominados en dólares⁸. Esto todavía le permitía regular las fluctuaciones de corto plazo en la liquidez a través de operaciones de pase. Otros instrumentos utilizados con objetivos de control monetario fueron los cambios en las reservas internacionales excedentes (por sobre el nivel requerido para respaldar la base monetaria) y en los requisitos de encaje (o liquidez). Pero estos márgenes de acción, superiores a los de un régimen “puro” de caja de conversión, no alcanzaban para moderar dos consecuencias importantes del régimen establecido: la política monetaria se tornó básicamente endógena y la tasa de interés en el mercado local quedó más estrechamente vinculada con la tasa internacional⁹.

La nueva Carta Orgánica del BCRA estableció la independencia de la institución respecto del Poder Ejecutivo (cambio que luego demostraría, en más de una oportunidad, ser apenas formal)¹⁰ y elevó la jerarquía de la Superintendencia de Bancos, al categorizarla

⁶ La estrategia de revertir la tendencia a la desmonetización a través del estímulo de un segmento en dólares en el sistema financiero local ya había sido adoptada con anterioridad a la Ley de Convertibilidad. Esta estrategia apuntó a captar una mayor proporción del ahorro interno ofreciendo activos financieros que resultaran sustitutos más próximos del dólar. El desarrollo de un segmento en dólares en el sistema financiero argentino había sido facilitado por una serie de normas del BCRA entre 1989 y 1991, pero la dolarización de los portafolios recibió un estímulo adicional con la liberalización total del mercado cambiario, que se profundizó entre diciembre de 1989 y abril de 1991.

⁷ Esto se modificó en 1995, cuando se volvió a exigir el registro de las operaciones.

⁸ Valuados a precios de mercado. El límite fue de sólo el 20% hasta octubre de 1995 y se lo amplió como producto de las “lecciones” de la crisis del Tequila. Las tenencias de dichos títulos no podían crecer más que un 10% por año calendario.

⁹ Las tasas pasivas en dólares se determinan sumando a la tasa internacional la prima de riesgo país demandada por los inversores, mientras que las tasas en pesos tienen además un componente que representa el riesgo de devaluación de la moneda nacional.

¹⁰ La experiencia argentina apoya la hipótesis de que una mayor independencia efectiva del banco central sólo puede darse en el marco de un proceso de maduración institucional mucho más complejo que el supuesto en gran parte de la literatura académica sobre el tema.

como una unidad semi autónoma dentro del BCRA. Además prohibió el financiamiento monetario del déficit fiscal y estableció severos límites en el otorgamiento de redescuentos¹¹ y en las operaciones de mercado abierto, continuando en la dirección de restringir la autonomía de la política monetaria y el papel del BCRA como prestamista de última instancia. La nueva Carta Orgánica también le prohibió al BCRA contraer pasivos remunerados o remunerar los encajes o requisitos de liquidez. En conjunto, estas medidas apuntaban a eliminar la posibilidad de que surgiera un déficit cuasi-fiscal. Por otro lado, en diciembre de 1992 también se eliminó la posibilidad de que el BCRA garantizara los depósitos bancarios, bajo la idea de que los depositantes debían estar expuestos a parte de los riesgos que supone la actividad financiera.

Esa medida agravó la vulnerabilidad del sistema frente a un eventual escenario de crisis, debido a la drástica limitación que se le había impuesto al BCRA en su papel de prestamista de última instancia. Pero en la visión de las autoridades económicas, la extrema rigidez resultante debía ser considerada una virtud, dada la importancia que le asignaban al “disciplinamiento” a través del mercado y al argumento de *moral hazard*. La consiguiente vulnerabilidad, que se potenciaba por el rápido crecimiento del segmento de depósitos en dólares, obligó a abandonar esta doctrinaria “purista”, cuando se mostró inviable en la crisis de 1995.

La Ley de Entidades Financieras consagró la igualdad de tratamiento a los bancos extranjeros respecto de los nacionales y a fines de 1993 el BCRA levantó la única restricción significativa que quedaba para una desregulación financiera absoluta: se eliminó el “bloqueo” a la entrada de nuevas instituciones al sistema bancario, que había estado vigente desde la crisis financiera de 1981.

En este período inicial, las regulaciones prudenciales comenzaron a converger hacia las recomendadas en “Basilea I”, tanto en materia de capitalización como respecto a la contabilización, previsionamiento y auditoría, y se hicieron incipientes esfuerzos por mejorar la calidad de la supervisión bancaria. Para apuntalar la liquidez del sistema se mantuvieron elevados encajes. Estos eran muy altos sobre los depósitos a la vista (43%), aunque bajos sobre los depósitos a plazo (3%), respondiendo a la relativa inelasticidad de la demanda de depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro en comparación con los plazos fijos. Ante la falta de un prestamista de última instancia, la regulación se basó en el establecimiento de altos niveles de liquidez individual.

En general, hacia 1994 los encajes representaban una restricción operativa para los grandes bancos privados nacionales, que tenían importantes montos de depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro. En cambio, los bancos del interior del país enfrentaron su restricción operativa en el requisito de capitales mínimos, una limitación que se agudizaría con la crisis y operaría como un incentivo para la concentración y la extranjerización.

A pesar de ciertos avances, el proceso de fortalecimiento regulatorio estaba en un estado embrionario cuando el sistema tuvo que afrontar su primera gran “prueba de *stress*” frente a un *shock* adverso con la crisis de 1995. Tras cuatro años de relativa estabilidad en la participación de los distintos grupos de entidades, en un contexto macroeconómico muy favorable y con un rápido crecimiento de los depósitos (que permitió ocultar las fuertes debilidades subyacentes que afectaban a numerosas instituciones), súbitamente el sistema debió afrontar un rápido proceso de depuración en el período 1995-1996. Las debilidades eran especialmente notorias en el caso de los bancos provinciales (estatales), donde el 30% del crédito al sector privado estaba en situación irregular antes de estallar la crisis, aunque este problema se manifestaba también en otros tipos de entidades.

¹¹ Cuyo uso fue esporádico hasta la crisis de 1995.

Las lecciones de la crisis de 1995 y el restablecimiento del prestamista de última instancia (PUI) y del seguro de depósitos. Concentración y extranjerización del sistema financiero

Si bien es innegable que el detonador de la crisis de 1995 fue un *shock* externo, también es cierto que la vulnerabilidad del esquema monetario y bancario en Argentina creó un terreno propicio. En particular, la falta simultánea de un PUI y de un régimen de seguro de depósitos era incompatible con la alta exposición de la economía a la volatilidad de los movimientos de capitales e impedía lidiar con una crisis sistémica.

Los depósitos cayeron un 18% durante la corrida bancaria que se desarrolló entre el 20 de diciembre de 1994 y el 12 de mayo de 1995. Pero las autoridades tardaron en reaccionar con contundencia ante la crisis, en parte porque en una primera etapa ésta no manifestó en forma evidente su carácter sistémico: se observó una “fuga hacia la calidad” a favor de las entidades percibidas como más sólidas por el público. Además, el elevado nivel de encajes existente al comienzo de la crisis amortiguó la disminución de la liquidez e impidió que se produjera un desenlace rápido. No obstante, en marzo de 1995 ya casi todos los bancos perdían depósitos, y la corrida afectaba también fuertemente a las colocaciones denominadas en dólares. Frente a esta situación, el BCRA debió asistir intensivamente al sistema con redescuentos y operaciones de pase¹², y terminó financiando un 70% de la caída de depósitos. Un 40% se cubrió a través de la reducción de encajes y el 30% restante con redescuentos y pases.

Ante la evidencia de que el esquema que habían montado estaba fracasando y resultaba una “camisa de fuerza”, las autoridades introdujeron cambios en la Carta Orgánica del BCRA para permitirle una mayor capacidad de respuesta. Las modificaciones flexibilizaron los mecanismos de redescuento, tanto respecto a los montos como a los plazos. Pero no se puede minimizar el papel decisivo que le correspondió a la asistencia provista por los organismos multilaterales para contener la corrida, particularmente al acuerdo alcanzado a mediados de marzo de 1995 con el FMI. Los recursos obtenidos permitieron crear dos fondos fiduciarios cuyo objetivo era la reestructuración de la banca, uno focalizado en entidades del interior del país y otro concebido para la banca pública provincial.

Otra medida fundamental para superar la crisis fue el establecimiento, en abril, de un régimen de seguro de depósitos, lo que parece haber contribuido a la marcada desaceleración de la fuga de colocaciones en los bancos que se verificó desde mediados de ese mes. Este seguro, obligatorio y oneroso para las entidades, está administrado por la empresa Sociedad Administradora del Sistema de Garantía de los Depósitos (SEDESA), constituida por el Estado y un fideicomiso formado por las entidades financieras. La prima que pagan los bancos está vinculada con el nivel de riesgo de la cartera.

La crisis de 1995 desencadenó un acelerado proceso de concentración que fue especialmente fuerte durante ese año pero continuó con bastante intensidad en los siguientes¹³. El BCRA estimuló fusiones y absorciones mediante el otorgamiento de ayudas financieras a las entidades absorbentes (redescuentos) y exenciones normativas (sobre capitales y liquidez). El objetivo era minimizar el impacto del cierre de instituciones sobre los depositantes y paliar, de alguna manera, la inexistencia, al estallar la crisis, del seguro de depósitos.

Fue especialmente agudo el impacto de la crisis sobre el sector de bancos cooperativos, que casi desapareció, así como sobre los bancos privados regionales. Asociado a este fenómeno, el costo de la crisis en términos de la cobertura sectorial y regional del crédito bancario fue mucho mayor que a nivel agregado, donde se registró una caída de apenas 2%.

¹² Hasta marzo, para no violar los límites impuestos por la Carta Orgánica del BCRA, el Banco Nación había operado como canalizador de la asistencia provista por el BCRA desde entidades con exceso hacia entidades con faltante de liquidez.

¹³ En 1995 el número de entidades se redujo de 205 a 158 y a fines de 2001 había caído a 106.

Pasada la peor etapa de la crisis, y para facilitar el proceso de reestructuración bancaria, se introdujeron cambios en la Carta Orgánica y un nuevo capítulo (Art. 35 bis) en la Ley de Entidades Financieras, que le permite al BCRA segregar ciertos activos y las obligaciones prioritarias (con los depositantes y el BCRA) de modo de poder vender las partes de cada banco que se puedan mantener en funcionamiento. Este mecanismo de “resolución” de entidades le permite al BCRA reestructurar un banco antes de revocarle la autorización para funcionar. Normalmente se excluyen los mejores activos y pasivos privilegiados, que conforman un banco “limpio” que puede ser vendido, y se constituye otro banco “residual” que pasa a liquidación y que puede ponerse bajo la figura de un fideicomiso respaldado por bonos, con el objetivo de generar un flujo de pagos para afrontar los pasivos.

Este esquema habría de resultar muy exitoso, tanto para la reestructuración posterior a la crisis de 1995 como para la minimización de las disrupciones ocasionadas por las entidades afectadas por la crisis de 2001-2002. En ambos casos, el costo (cuasi) fiscal de la intervención para el BCRA fue muy bajo y sus efectos sobre la trayectoria de los agregados monetarios y crediticios fueron transitorios¹⁴.

Tras la crisis bancaria y la breve aunque profunda recesión de 1995, los depósitos crecieron un 23,9% en 1996, alcanzándose nuevos máximos de monetización para la década, mientras el crédito aumentaba un 9,3%, tras una muy fuerte desaceleración en el año precedente.

Pero la evolución de los agregados monetarios y crediticios da una visión muy incompleta del nuevo panorama en el sistema financiero, porque la crisis de los primeros meses de 1995 marcó un punto de quiebre fundamental en la evolución del sistema y dio inicio a un proceso de cambio estructural que definiría las características del sector bancario hasta el final de la convertibilidad e incluso, en muchos aspectos, hasta el presente.

Este cambio estructural estuvo vinculado con tres procesos que se desarrollarían con intensidad en los siguientes tres años: la privatización de un conjunto de bancos públicos provinciales y el debilitamiento de la banca privada regional; el aumento del peso de la banca extranjera; y un sostenido fortalecimiento del marco regulatorio, que será analizado más adelante.

El programa de privatización de bancos provinciales pudo ser implementado debido a que la urgencia de la coyuntura debilitó el apoyo político con que históricamente había contado ese sector, que ya carecía de utilidad como fuente de financiamiento para los gobiernos provinciales y, por el contrario, en algunos casos se había transformado en una pesada carga. Para financiar el programa, el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (privatización de bancos provinciales) recibió préstamos del BID y del Banco Mundial, así como fondos provenientes de la venta de acciones de YPF. En todos los casos, el esquema de privatización implicó que la nueva entidad recibía un conjunto previamente seleccionado de activos y pasivos, que determinaban cierto patrimonio neto, y la diferencia (con los activos y pasivos totales) quedaba en un ente residual, normalmente bajo la forma de un fideicomiso, de modo que los pasivos transferidos pudieran ser cancelados (total o parcialmente) mediante la cobranza de créditos o la venta de bienes recibidos en garantía de dichos créditos. En total se cerraron 20 bancos provinciales entre 1995 y 2001. La reestructuración de los bancos privados se realizó a través del Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria.

Paralelamente se observaría una entrada de instituciones extranjeras, principalmente a través de la absorción o adquisición mayoritaria de entidades locales, junto con una expansión del tamaño de las ya existentes en el país, que se beneficiaron de la “fuga hacia la calidad”. Las autoridades incentivaron la creciente participación de la banca extranjera, ya que la consideraban indispensable para robustecer y modernizar el sistema financiero. Su participación subió de menos de 17% de los depósitos y de los préstamos, en diciembre de 1994, a 45% y 48%, respectivamente, en diciembre de 1999.

¹⁴ Cabe señalar que incluso países desarrollados carecían de mecanismos con una agilidad comparable en vísperas del estallido de la reciente crisis bancaria internacional.

Los argumentos a favor de dicha participación enfatizaban, a nivel microeconómico, las ganancias de eficiencia y el hecho de que supuestamente permitiría acercar al sistema bancario argentino a las mejores prácticas internacionales. Esto se produciría a través de la incorporación de tecnología, mejores métodos de organización y nuevos productos y servicios, así como también de más sofisticadas técnicas de evaluación de proyectos y de evaluación del riesgo. Al mismo tiempo, los bancos extranjeros generarían un mercado mucho más competitivo que, por ende, debería tender a la reducción de los costos.

Por otro lado, y desde una perspectiva macroeconómica, se adujo que la presencia de bancos extranjeros contribuiría a hacer que el sistema fuera más robusto frente a los *shocks* y brindaría acceso a fuentes de fondos del exterior. Según esta visión, dado que las entidades locales tienen una mayor exposición en activos internos que los bancos extranjeros, el deterioro de su capital frente a un *shock* negativo puede llevarlas a cortar completamente el crédito, lo cual supuestamente no ocurriría en las entidades foráneas, aunque este argumento parece haberse sobreestimado.

Además, dado que los bancos pequeños (regionales o locales) que desaparecieron tendían a tener una mayor proporción de préstamos a empresas medianas y pequeñas (*pymes*) en su portafolio, así como una relación préstamos/activos más alta y un más bajo porcentaje de cartera garantizada, no eran fácilmente sustituibles por entidades con las características de la banca extranjera, que también diferían en términos de su cobertura regional y sectorial.

Un marco regulatorio “a prueba de balas” y la temprana adopción de estándares internacionales.

La crisis de 1995 demostró que los elementos más extremos del enfoque “disciplinador” o “puro de mercado” eran inviables pero, en cambio, confirmó la necesidad de que los bancos tuvieran niveles de liquidez y de capital especialmente elevados, dada la debilidad intrínseca del régimen de convertibilidad para enfrentar crisis bancarias, debilidad que subsistía (en forma atenuada) aún cuando se contara con un régimen de seguro de depósitos y con un mayor margen para que el BCRA actuara como prestamista de última instancia.

En consecuencia, las autoridades decidieron acelerar la implementación del esquema “Basilea +”, con la aspiración de fortalecer hasta tal punto al sistema que la eventualidad de una emergencia sistémica que requiriera la intervención del BCRA y el seguro de depósitos tuviera una probabilidad mínima de ocurrencia. Esta decisión implicaba aceptar cierto sacrificio en términos de rentabilidad para el sector y estimulaba el proceso de concentración, tanto por las mayores necesidades de capital como por la existencia de economías de escala, dado el tamaño (promedio) modesto de los bancos que operaban en el mercado. Además, frente a una red de seguridad que era percibida como endeble (posteriormente reforzada con un programa de financiamiento contingente), los incentivos del público a depositar en los bancos de mayor tamaño eran aún mayores que en un régimen monetario menos restrictivo.

El diagnóstico post crisis incidió para que los niveles de capital y liquidez exigidos fueran superiores a los estándares internacionales, y se incorporaron algunos elementos “autóctonos”, inexistentes en las normas vigentes en el resto del mundo.

El marco regulatorio general implementado se basó en el sistema CAMEL¹⁵, como sustento conceptual del trabajo de supervisión, y la arquitectura normativa se organizó a través de tres ejes fundamentales: a) el riesgo crediticio, regulado a través de normas de diversificación de activos o “fraccionamiento”, de capitales mínimos, de calificación y graduación de créditos, y de previsionamiento; b) el riesgo de liquidez, contemplado en las regulaciones de requisitos mínimos de liquidez y de posición de liquidez; c) el riesgo de cambio en los precios de activos y pasivos y de “descalce” en las variaciones de dichos precios, considerado en las normas sobre riesgo de mercado y sobre riesgo de tasa de interés.

El requisito de capital por riesgo de contraparte fue reforzado, al fijarse en 11,5% de los activos de riesgo, en lugar del 8% recomendado por el Comité de Basilea. Esto constituyó un “exceso” significativo respecto al estándar internacional ya que, en la práctica, la exigencia superó en no menos del 42% a la que hubiera correspondido bajo ese estándar, entre 1997 y 2000, y lo superaba en nada menos que un 61% al producirse la *débaçle* en noviembre de 2001.

Además, y fuera de lo sugerido en las normas de Basilea, el capital exigido podía incluso superar el 11,5%, ya que debía multiplicarse por dos coeficientes: el llamado Indicador de Riesgo Crediticio, o IRC, que era función creciente de la tasa de interés cobrada sobre cada línea de préstamo¹⁶, y otro factor multiplicador que es función de la calificación CAMEL del banco¹⁷. El objetivo del IRC era aproximarse al riesgo de cada operación de préstamo en particular y no sólo al de cada tipo de crédito como en las normas de Basilea¹⁸.

Como consecuencia, la exigencia de capital por riesgo de contraparte superaba a la recomendada por el Comité de Basilea (además de la diferencia entre el 11,5% y el 8%), ya que las normas propuestas por el BIS no modifican el valor de los activos de riesgo en función de un indicador semejante, mientras que en Argentina ese concepto generó alrededor de un 10% de la exigencia por riesgo de contraparte (13,5% al estallar la crisis). En el caso más extremo, el capital necesario para respaldar un activo de riesgo podía llegar a multiplicarse por siete si la tasa de interés era muy alta, y en teoría hasta por 8,05 si el banco, además, tenía la peor calificación CAMELS posible.

El IRC es un elemento del marco regulatorio que exacerbaba el sesgo en contra de la financiación a las *pymes*, precisamente debido a que las tasas de interés en el segmento de pequeñas empresas son relativamente elevadas. Es un ejemplo del tipo de *trade off* que enfrentaron las autoridades del BCRA al diseñar el marco regulatorio posterior a la crisis de 1995, donde la mayor solvencia que se procuraba para las entidades estimulaba la concentración de la oferta de crédito.

Argentina fue, en 1996, uno de los primeros países que implementaron las recomendaciones de Basilea sobre requisitos de capital por riesgo de mercado¹⁹. La norma argentina es una adaptación del “enfoque estandarizado” de Basilea, pero con ponderadores de riesgo más altos y normas simplificadas para compensar posiciones, que son más

¹⁵ Bajo el cual se evalúa a las instituciones bancarias sobre la base de cinco variables que dan origen al acrónimo: *capital, assets, management, earnings* y *liquidity*. Posteriormente fue extendido para incorporar la sensibilidad a los riesgos de mercado, por lo cual pasó a denominarse CAMELS (S por *sensitivity*).

¹⁶ Con ponderadores desde 0,8 a 7.

¹⁷ De acuerdo a la calificación CAMELS, el factor multiplicativo puede tomar valores entre 0,97 (para las instituciones mejor calificadas) y 1,15 (para las que obtengan la peor calificación).

¹⁸ El esquema presumía que el riesgo estaba bien reflejado en la tasa de interés cobrada, un supuesto que con frecuencia no se corresponde con la realidad.

¹⁹ Se constituyen como cobertura frente a posibles variaciones adversas de los precios de los activos con cotización habitual que posee un banco (bonos, acciones, etc.). Son función del riesgo de mercado de los portafolios de las entidades medidos de acuerdo a su VAR (“valor en riesgo”).

adecuadas para la menor sofisticación del mercado argentino de bonos. La experiencia de 1995 mostró la importancia que podía asumir el riesgo de mercado para los bancos más apalancados, especialmente los mayoristas, con su alta exposición en títulos públicos.

Sin embargo, es importante señalar que la exposición al sector público, al igual que en la práctica internacional, se consideró carente de riesgo (ponderador 0) hasta mayo de 2000. A partir de junio de dicho año, las financiaciones al sector público nacional, así como los títulos públicos nacionales, tuvieron una exigencia de entre 1% y 5%, dependiendo de la *modified duration* del activo, con mayor requisito de capital para los activos más largos.

Una idea del nivel de sofisticación relativamente alto (para la época) del marco regulatorio implementado en Argentina la da el hecho de que también se incluyera un tratamiento de avanzada para las opciones. Sin embargo, esto resultó ser un refinamiento poco relevante, porque el mercado local de opciones nunca dejó de ser absolutamente marginal y quedó herido de muerte después de la crisis rusa de agosto de 1998. En cambio, no se contempló (y hubiera sido relevante, aunque inconsistente con el régimen monetario vigente) la exposición en moneda extranjera como un factor de riesgo adicional en la normativa sobre riesgo de mercado.

El tercer componente de los requisitos de capital, la exigencia por riesgo (descalce) de tasa de interés²⁰, también fue incorporado tempranamente en la normativa del BCRA a partir de 1999.

Hay que destacar que, a pesar de lo exigente de las normas, la restricción de capital no llegó a ser operativa para la mayoría de las entidades, en buena medida porque entre 1999 y 2001 la recesión que precedió a la crisis final de la convertibilidad frenó la expansión de los activos de riesgo de los bancos al disminuir el crédito al sector privado. Sin embargo, hubo un conjunto de entidades pequeñas que se vieron inducidas a retirarse del mercado, lo cual contribuyó al proceso de concentración.

En materia de liquidez, y nuevamente a partir de la experiencia recogida durante la crisis de 1995, se decidió reemplazar los requisitos de encaje (o efectivo mínimo) tradicionales por un sistema de "requisitos mínimos de liquidez" (RML), enfatizando la protección de la liquidez sistémica.

El nuevo régimen tenía varias diferencias con el esquema tradicional de encajes. En primer lugar, la corrida bancaria había mostrado que los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorro tenían una demanda mucho más inelástica que los depósitos a plazo fijo que, junto con las líneas financieras del exterior, habían probado ser los menos estables bajo una situación de *stress*, pero sobre los cuales, precisamente, el encaje había sido mínimo al estallar la crisis.

Por ello, a partir de agosto de 1995, los RML se establecieron con niveles que no disminuían según el tipo de obligación (como en el anterior sistema de encajes) sino de acuerdo al plazo residual de los pasivos, computando la cantidad de días que restaban para el vencimiento de la obligación. El nivel de los requisitos fue aumentando hasta llegar a 20% para las obligaciones de plazos menores a los 90 días en junio de 1997, porcentaje que fue "calibrado" en base a la pérdida de depósitos sistémica en la crisis²¹. Además, la norma exigía constituir liquidez sobre prácticamente todos los pasivos financieros.

²⁰ Contempla el riesgo originado en que la sensibilidad de los activos ante cambios en la tasa de interés no coincide con la de los pasivos, y alcanza a todos los activos y pasivos por intermediación financiera en el "*banking book*", es decir los que no están ya incluidos en el cálculo de riesgo de mercado ("*trading book*").

²¹ En el plano de los esfuerzos por mejorar la liquidez también se definieron nuevas pautas o parámetros prudenciales (límites para el descalse de plazos entre pasivos y activos, sensibilización bajo distintos escenarios) y se exigió la existencia de un área específica en cada entidad responsable del seguimiento de la liquidez.

Mantener semejante nivel de reservas habría sido demasiado oneroso para los bancos si se hubiera tratado de un sistema de encajes no remunerados. Pero para evitar imponer excesivos costos sobre el sistema bancario, los RML se integraban invirtiendo en activos “generadores” (remunerados) de muy bajo riesgo que, directa o indirectamente estaban en moneda extranjera. En la práctica, a la par que aumentaba la exigencia global de liquidez, el esquema de RML transfería a las entidades financieras el rendimiento que, bajo el sistema de encajes, hubiera sido generado por las reservas internacionales del BCRA.

De hecho, las nuevas normas implicaron que las reservas se radicaban casi totalmente en el exterior, con lo cual se pretendía reforzar la credibilidad. En la práctica, el conjunto de activos en los cuales se integraban los RML tenía un rendimiento promedio semejante a la tasa de interés internacional de corto plazo en dólares, con lo cual se atenuaba significativamente el “impuesto” implícito que genera todo sistema de reservas, y que tiende a aumentar el costo y reducir el volumen de la intermediación bancaria. Así, mientras que el exceso de encaje legal respecto a las necesidades técnicas encarecía el crédito en más de un punto anual en 1994, en 1996 los RML tenían un impacto de sólo 20 centésimas de punto anual para el total de la banca privada²².

En definitiva, el impacto de la regulación se redujo hasta representar una magnitud mínima, aún cuando los niveles de reservas requeridos excedían significativamente los estándares internacionales y pese a que se dejó de computar el encaje técnico como parte de los activos elegibles para cumplir con la regulación²³. Al mismo tiempo, los RML creaban una defensa contra la fuga de capitales que complementaba a las reservas del BCRA.

En efecto, una reducción de los requisitos de liquidez le permitía al sistema bancario conseguir activos externos para enfrentar la salida de depósitos y, por lo tanto, servía como un sustituto (aunque imperfecto) de la función de PUI que el BCRA no podía cumplir adecuadamente debido a la convertibilidad.

A principios de 1997, y para reforzar aún más las defensas del sistema, se instrumentó un acuerdo con bancos privados internacionales de primera línea, el Banco Mundial y el BID (conocido como “programa contingente de pases”), por el cual el BCRA tenía la opción de venderles títulos públicos nacionales y provinciales (de este modo se los tornaba líquidos aún en un contexto desfavorable) que estuvieran garantizados por ingresos de la coparticipación federal de impuestos con una cláusula de recompra. Se aspiraba a que el programa permitiera acceder a fondos equivalentes al 10% de los depósitos bancarios²⁴.

Otra lección que dejó la crisis de 1995 es que los bancos con carteras de crédito estandarizadas y con la documentación adecuada (buenas “carpetas” de crédito) conseguían realizar estos activos con mucha más facilidad que las otras instituciones. Por eso se introdujeron cambios regulatorios que incentivaron a los bancos a estandarizar sus carteras, siguiendo un modelo uniforme de contrato de mutuo hipotecario²⁵.

En contraste con los cambios significativos en los requisitos de capital y liquidez, la normativa en materia de clasificación de deudores y previsionamiento ya había alcanzado una forma casi definitiva en 1994²⁶. La cartera de préstamos se divide en un segmento de

²² Pero el fuerte aumento del costo de fondeo en 2000-2001 encarecería el costo implícito del sistema.

²³ En el período 1997-2001 representó entre 3% y 3,5% de los depósitos totales. El no cómputo implica un perjuicio para los grandes bancos minoristas con vastas redes de sucursales que tienden a mantener un porcentaje de caja muy superior al promedio del sistema.

²⁴ La cobertura brindada por el programa fue disminuyendo a medida que expiraban los contratos originales y éstos no eran renovados. Comenzó en diciembre de 1996 con 6.100 millones de dólares comprometidos, pero en el año 2001 se pudieron utilizar poco más de 2.000 millones.

²⁵ Sin embargo, no ganó aceptación entre los bancos.

²⁶ A principios de la década, ya se había forzado la reclasificación de préstamos, lo cual produjo importantes impactos en las entidades. Además se había incorporado la calificación obligatoria y la

créditos comerciales y otro de créditos para consumo y vivienda. La evaluación para la clasificación de los préstamos se realiza de acuerdo a la capacidad de pago y el flujo de fondos del deudor en el caso de los préstamos comerciales, y por el grado de cumplimiento en el pago de la deuda para los préstamos de consumo y vivienda. Con el fin de facilitar el crédito a las *pymes* se determinó un monto máximo bastante elevado (200.000 pesos/dólares) para que las deudas comerciales pudieran ser consideradas, a los fines de su clasificación, como créditos para consumo. Con un criterio conservador, las normas establecen un provisionamiento mínimo del 1% aún para la cartera en situación normal.

Tampoco se modificaron a raíz de la crisis de 1995 las normas sobre “fraccionamiento” y “graduación” del riesgo crediticio. Las primeras, que establecen límites a la concentración del riesgo en función de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) de cada banco son compatibles con las recomendaciones de Basilea. En cambio, las normas sobre graduación del crédito no existen a nivel internacional, y pueden considerarse una innovación “autóctona”. Establecen que las financiaciones totales a cada deudor no pueden superar el 100% de la RPC de cada cliente, aunque ese límite puede ampliarse hasta un 300% cuando el apoyo adicional no supere el 2,5% de la RPC de la entidad financiera y se cuente con la aprobación del directorio. No obstante, es un límite que con frecuencia se convierte en una restricción operativa y que afecta especialmente al universo *pyme* y a empresas que operan con bajo patrimonio neto.

Supervisión: la fe de los reguladores en las señales de mercado

Además de estar muy influidas por cierto “clima de época”, las conclusiones que las autoridades del BCRA extrajeron de la crisis de 1995 reforzaron, en lugar de debilitar, su confianza en el papel de las señales de mercado. Se decidió incorporar la “evaluación del mercado” como parte del proceso de supervisión, lo cual motivó la implementación del llamado sistema BASIC²⁷.

Hubo dos fundamentos principales de esta visión, ambos influidos por la experiencia del efecto Tequila. En primer lugar, la idea de que, en un contexto como el argentino, el mercado está mejor informado de la existencia de derivados o transacciones *offshore* (o de la lisa y llana presencia de fraudes) que la Superintendencia. En segundo lugar, la protección legal de los supervisores es débil y la doctrina jurídica no deja mucho margen para una intervención temprana de la Superintendencia si la entidad todavía está cumpliendo (formalmente) con las regulaciones. Se supone, entonces, que el mercado sería un mejor agente disciplinador que el regulador.

Bajo estas premisas, el sistema BASIC organiza la tarea de supervisión alrededor de tres instrumentos: el mercado, el control de las entidades basado en la auditoría externa realizada por firmas especializadas con poder fiscalizador, y la supervisión convencional de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC).

El BASIC representó otra innovación “autóctona” y fue elogiado por los organismos multilaterales y expertos internacionales. Hubo un aspecto, en particular, que recibió considerable respaldo, no sólo por ser expresión de la disciplina de mercado sino también, tal vez, por su carácter “experimental”, dado que se trataba de la primera experiencia mundial en la materia: la obligación que se impuso a las entidades de emitir deuda

publicación de los resultados para los bancos que captaran depósitos de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

²⁷ Cada una de las letras de la sigla refleja uno de los instrumentos utilizados en la supervisión de bancos (bonos, auditoría externa, información y evaluación por calificadores de riesgo, y supervisión por la SEFyC). La metodología BASIC funciona “superpuesta” a la metodología internacional CAMEL.

subordinada por un monto equivalente a 2% de sus depósitos, con un plazo mínimo de dos años²⁸.

La idea central es que los inversores en deuda subordinada tienen fuertes incentivos para monitorear la situación del banco y para ser, al mismo tiempo, más conservadores que los dueños del capital de la entidad. Estos últimos pueden tener incentivos a aumentar el riesgo para aprovechar la “opción de venta” inherente al régimen de seguro de depósitos. Además, en la medida en que la deuda cotiza en el mercado secundario, los precios transmiten información adicional sobre la probabilidad de *default* del banco²⁹. Sin embargo el experimento resultó un fracaso. Los sucesivos *shocks* externos crearon un clima poco favorable para la emisión de deuda (en particular de deuda subordinada) y la entrada en vigor de la norma tuvo que ser postergada varias veces. Finalmente entró en vigencia cuando el BCRA facilitó su cumplimiento, al ampliar el tipo de pasivos elegibles y reducir las penalidades por no cumplimiento. En junio del año 2001 la norma fue suspendida.

La evolución del sistema hasta la crisis de 2001

La nueva arquitectura regulatoria (Basilea plus) terminó de consolidarse entre los años 1996 y 1998, período de franco crecimiento de los depósitos y el crédito y de fuerte expansión de la banca extranjera. Las perspectivas parecían buenas, e incluso la crisis en Asia había tenido repercusiones modestas, hasta el punto de generar un clima de cierta complacencia y hasta euforia en el sector. El cambio cualitativo y cuantitativo respecto al año 1991, cuando comenzó el régimen de convertibilidad, había sido enorme. El nivel de monetización ascendía a 26% del producto, en comparación con menos de 8% a comienzos de la década y 17% en 1994, y el volumen de crédito se había cuadruplicado.

Pero la dinámica cambiaría a partir de la crisis rusa de agosto de 1998, que coincidió con el inicio de una recesión que duraría casi cuatro años. Se fue observando entonces una marcada ralentización del crecimiento de los agregados monetarios, que finalmente caerían de manera acelerada desde febrero de 2001, mes en que los depósitos alcanzaron su nivel máximo y comenzaron su trayectoria descendente, como consecuencia del desvanecimiento de las expectativas que había generado el “blindaje”. Sólo registrarían dos recuperaciones efímeras en ocasión de los anuncios del “megacanje” (junio) y del acuerdo con el FMI (agosto), en lo que ya constituía una guerra perdida para sostener el régimen de convertibilidad. Entre febrero y diciembre de 2001 los depósitos totales disminuyeron un 23,8%. La caída más fuerte se verificó en el segmento de plazos fijos, cuyo saldo se redujo un 47% en 2001. En paralelo, durante todo el período se fue registrando un creciente nivel de dolarización en dichos depósitos, el que pasó de 73,6% en agosto de 1998 a 79,2% en febrero de 2001 y a 85% en noviembre del mismo año, en la *débaçle* final.

El crédito al sector privado no financiero se contrajo más tempranamente que los depósitos, y habiendo alcanzado un máximo de 65.000 millones de pesos/dólares en diciembre de 1998, equivalente a 22,4% del PIB, se redujo un 13,5% hasta febrero de 2001 y acumuló una caída de casi 25% hasta la crisis final en noviembre de 2001. La contracción refleja que la cancelación de líneas de crédito a empresas constituyó la principal fuente de fondos para el sistema en términos agregados durante la corrida bancaria, y que la recesión golpeó primero en ese segmento, que comenzó a caer a principios de 1999. En cambio, el

²⁸ La crisis bancaria internacional de los últimos años generó cierto interés por esta idea, muy defendida por Charles Calomiris. Lo paradójico es que valoriza precisamente la disciplina de mercado, un factor en el que no parece que se pueda depositar mucha confianza, a la luz de la misma crisis.

²⁹ Pero este último no parece ser un argumento relevante en Argentina, dada la escasa profundidad del mercado de deuda corporativa.

stock de préstamos personales e hipotecarios recién inició una trayectoria descendente en 2001.

Cabe señalar que, como en otras ocasiones, la banca pública cumplió un papel contra cíclico y sólo comenzó a reducir su exposición con el sector privado a partir del tercer trimestre de 2001. Además, el impacto de dicho comportamiento a nivel sectorial suele ser mayor que a nivel macroeconómico, dada la comparativamente alta concentración de financiamiento a ciertos sectores, principalmente el agropecuario y las *pymes* en general, en las entidades estatales.

Desde mediados de 2000, con la economía sumida en una franca fase contractiva, el BCRA enfrentó una tensión entre continuar con su programa de fortalecimiento regulatorio, lo cual implicaba aumentar las exigencias de diversa índole sobre las entidades en un contexto claramente desfavorable, o flexibilizar las normas para que no se manifestaran incumplimientos por parte de los bancos ni se observaran deterioros de los indicadores de solvencia y liquidez. Asimismo, la arquitectura regulatoria, en la medida en que enfatiza la cobertura frente al riesgo, tiene generalmente un carácter pro cíclico, lo cual aumenta fuertemente el costo económico y político de mantener las normas a rajatabla, suponiendo que ello fuera deseable³⁰.

En definitiva, terminaría predominando la flexibilización de las normas en el último año y medio de vida del régimen de convertibilidad, pero en el año 2000 todavía hubo medidas que apuntaron a completar y fortalecer el marco regulatorio vigente.

Entre ellas cabe destacar algunos cambios en el tratamiento de la exposición al sector público, precisamente el tipo de activo de los bancos que crecería velozmente al acercarse la crisis final. Así, a partir de junio de 2000 se incorporó una exigencia de capital por la tenencia de títulos públicos en cuentas de inversión y por las financiaciones al sector público nacional, al contemplar los riesgos de tasa de interés y de crédito, con lo cual se terminó con la práctica de que los activos que no eran valuados a precios de mercado no tenían requisitos de capital³¹. Tras este cambio, el requisito de capital sobre un título en el “trading book” resultaba (casi) equiparable con el que corresponde al mismo activo en el “banking book”³². Esta medida, además de su saludable carácter prudencial, dado que la solvencia del estado no es un hecho indiscutible en un país como Argentina, disminuía (aunque marginalmente) el incentivo a prestarle al sector público en detrimento de las financiaciones al sector privado.

Otra modificación que tendió a endurecer el régimen regulatorio fue la eliminación de algunas exenciones en materia de requisitos de liquidez, al imponerse exigencias para las obligaciones por las líneas del exterior (no comerciales) otorgadas por las casas matrices o bancos internacionales a sus subsidiarias o sucursales. En la misma dirección, se extendió de 180 a 360 días el plazo mínimo de las cartas de crédito “stand-by” aceptadas para la integración de los requisitos mínimos de liquidez. Estas medidas, que a la postre resultaron, en cierto modo, “proféticas”, apuntaron a inducir a las casas matrices a aumentar su compromiso con sus subsidiarias (o sucursales) locales al mismo tiempo que se atenuaba un elemento de inequidad con respecto a las entidades financieras de capital nacional, cuyo acceso a los instrumentos mencionados era más limitado o nulo.

³⁰ Aceptar que las regulaciones son pro cíclicas no implica, necesariamente, atribuirle al marco regulatorio un papel protagónico en la agudización de la crisis, como hacen algunos autores.

³¹ Desde 1994 existía un régimen de 3 capítulos dentro de la “cuenta de inversión”, como es usual a nivel internacional. Pero dicha cuenta sufrió numerosas modificaciones desde su incorporación respecto de la exigencia de fondeo, la forma de devengamiento, la máxima divergencia admitida respecto de valores de mercado, etc. Hasta la actualidad, nunca se respetó, estrictamente, el “espíritu” de la norma internacional. El problema es que la cuenta sólo se utiliza para activos del sector público, y estos están expuestos, en Argentina, a variaciones dramáticas de sus cotizaciones.

³² Salvo para activos en pesos con alta *modified duration*. Además, el menor cargo de capital por riesgo de tasa de interés de los títulos públicos en dólares *vis-à-vis* los denominados en pesos reforzaba el incentivo a la financiación en moneda extranjera del estado.

Para hacer frente a la crisis, las medidas de relajación de las regulaciones afectaron un amplio espectro de normas³³.

Se hicieron esfuerzos para moderar la segmentación del mercado de crédito y evitar que se agudizara aún más el racionamiento enfrentado por los deudores³⁴. Un cambio que perduraría hasta el presente fue la subdivisión de la categoría 2 de deudores³⁵, que implicaba una reducción del monto de provisiones por riesgo de contraparte y una disminución de la relevancia del indicador tradicional de irregularidad de la cartera de crédito (que incluye las categorías 3 a 6).

Las medidas para aliviar la situación en el terreno crediticio fueron complementadas con cambios en la normativa de capitales mínimos. Así, se redujo el indicador de riesgo a los préstamos personales, a los otorgados por tarjetas de crédito y a los adelantos (en cuenta corriente y otros) mientras que las restantes financiaciones continuaron con los anteriores indicadores de riesgo, con lo cual se disminuyó el “sesgo anti-pyme” de la regulación original, y, en principio, se estimuló el consumo y el crédito comercial. Además, en los últimos meses del régimen de convertibilidad se redujeron los ponderadores de capital para los bancos que aumentarían sus créditos, una medida de bajo impacto en la práctica.

Pero, naturalmente, fue en las normas que, directa o indirectamente, limitaban la capacidad de los bancos para financiar al sector público donde se implementaron cambios de mayor impacto, ya que las regulaciones se fueron adaptando pasivamente a las necesidades de cada momento.

En este sentido, un elemento central fue el tratamiento de excepción que se le dio a los bonos y préstamos recibidos por los bancos en los canjes, tanto en las normas de capitales mínimos³⁶, como por su exclusión de los límites regulatorios de fraccionamiento y

³³ La flexibilización regulatoria también se dio en la esfera de las AFJPs, los fondos comunes de inversión y las compañías de seguros.

³⁴ En el año 2000 se eliminó el requisito de previsionamiento al 100% de las financiaciones con garantía que hubieren estado en categorías 4 o 5 por más de 24 meses. Además, se relajó el requisito de previsionamiento para los deudores calificados en situación 6, los cuales podían ser refinanciados sin necesidad de previsionarlos al 100%. También se modificaron las regulaciones para facilitar el crédito a las *pymes*, a través de la ampliación de la gama de instrumentos financieros que son aceptados como garantía preferida “A” y se relajaron las normas (en materia de información, garantías, etc.) para el otorgamiento de préstamos de bajo monto. En el año 2001 se estableció un régimen de refinanciación que permitía reclasificar a los deudores en categorías superiores en función del porcentaje de deuda cancelada o del plazo transcurrido y se liberaban las provisiones asociadas. También se ampliaron los márgenes vigentes en materia de financiamiento adicional y se volvió a ampliar el menú de activos considerados como garantías preferidas “A” y “B”, lo cual implicaba relajaciones en materia de previsionamiento y capitales mínimos. Asimismo, se derogó el sistema de inhabilitación de cuentas corrientes y se habilitó a los deudores irregulares a cancelar deudas con títulos públicos.

³⁵ Se subdividió en 2a (“en observación y cumplimiento inadecuado”) y 2b (“en negociación o con acuerdo de refinanciación”). En 2b se pueden incluir los deudores morosos que manifiestan la intención de refinanciar sus deudas y conciertan el acuerdo dentro de 90 días o 180 días contados a partir de la fecha de mora. Además, los criterios de reclasificación fueron nuevamente relajados.

³⁶ Se procuró que la operación de canje de deuda realizada a principios de junio de 2001 no provocara un aumento de la exigencia de capital por riesgo de crédito y por riesgo de tasa de interés, como consecuencia del aumento de la *duration* de los bonos nuevos *vis-à-vis* los que se retiraban de circulación. A su vez, a fines de julio se introdujo una nueva escala de indicador de riesgo y nuevos coeficientes de las financiaciones al sector público en el *banking book* (portafolio de préstamos), los cuales implicaron una reducción en la exigencia de capital sobre estos conceptos. Significativamente, este beneficio era aplicable en la medida en que la entidad financiera aumentara sus activos de riesgo (lo cual, en el segundo semestre de 2001, sólo podía significar aumentar la exposición al sector público). Finalmente, hacia fines de noviembre se excluyó de las limitaciones establecidas en las normas sobre financiamiento al sector público no financiero a las financiaciones instrumentadas mediante Préstamos Garantizados que los bancos recibieron en canje y se dispuso que no se tomaran en cuenta a los fines de la aplicación de los límites máximos prestables en función de la RPC. En semejanza con lo dispuesto en ocasión del megacanje, y para no aumentar la exigencia de capitales mínimos, se autorizaba a los bancos a aplicar la *modified duration* de los instrumentos

financiamiento al sector público, y de los criterios normales de contabilización (valuación)³⁷. Para enfrentar la corrida bancaria, el BCRA debió intervenir activamente, especialmente en el segundo semestre, combinando la asistencia directa³⁸ con la flexibilización de los requisitos de liquidez, que fueron relajados en varias ocasiones³⁹, lo cual, en circunstancias ya muy difíciles, podía incluso exacerbar la incertidumbre que se pretendía atenuar.

En otros planos, el deterioro de las condiciones de acceso al financiamiento externo e interno indujo al BCRA a relajar otros aspectos de la normativa. De este modo, se suspendió la aplicación de la norma sobre emisión y colocación obligatoria de deuda. Además, en una muestra de la pérdida de confianza respecto al respaldo externo de las casas matrices, el BCRA suspendió la inclusión de las cartas de crédito *stand by* como concepto admitido para la integración de los requisitos mínimos de liquidez, y se indujo a los bancos a “repatriar” sus fondos en el exterior, al reducirse los límites máximos para los activos externos desde 80% a sólo 10% de la exigencia de RML.

Capítulo 3. Evaluación del marco regulatorio bancario bajo la convertibilidad

Es indudable que la *débaçle* final del sistema bancario fue precipitada por un contexto macroeconómico muy desfavorable, tras 14 trimestres consecutivos de caída del producto y, en particular, por el aumento extraordinario de la prima de riesgo y el racionamiento del crédito que enfrentó el país. Estos factores estimularon la corrida bancaria y la fuga de capitales. Después de todo, el sector bancario había sobrevivido anteriormente a “contagios” provenientes de cuatro partes del mundo: México (1995), Asia (1997), Rusia (1998) y Brasil (1999).

Pero también es cierto que la política respecto al sistema financiero seguida durante la década de los noventa tuvo una orientación general que subestimó el riesgo sistémico y sobrevaloró la capacidad del sector privado y del mercado en general para tomar decisiones acertadas, en un contexto en que las señales de precios estaban muy distorsionadas y donde la estabilidad de las reglas del juego no podía considerarse un dato inmutable.

El enfoque adoptado terminó exacerbando la vulnerabilidad del sistema y aumentando los costos de resolución de la crisis bancaria. Pero dicha crisis no estuvo motivada por deficiencias en materia de regulación prudencial ni por una euforia crediticia desmedida.

Un aspecto interesante de la experiencia argentina es justamente que la crisis que finalmente tumbó al sistema en el 2001 no se dio debido a que las entidades estuvieran muy apalancadas, dependieran excesivamente de fondeo de corto plazo o hubieran sido víctimas

entregados (los “viejos” títulos públicos) y a usar un ponderador de riesgo de 0% si eran instrumentos con origen en financiaciones otorgadas antes de junio de 2000.

³⁷ En abril el BCRA admitió como concepto computable para la integración de liquidez la tenencia del “Bono del Gobierno Nacional 9% - vencimiento 2002”, y de préstamos garantizados del canje realizado en noviembre de 2000. También se suspendió la aplicación de la norma que obligaba a reflejar parte de la discrepancia entre el valor libros de los títulos públicos en cuentas de inversión y su valor de mercado. Además, se modificó el método de valuación de la tenencia de títulos valores en cuentas de inversión, al permitirse reflejar la utilidad implícita en la tasa interna de retorno de los valores, en lugar de la tasa del cupón, de modo de ocultar las pérdidas que se estaban verificando.

³⁸ Esta asistencia alcanzó un nivel de 9.080 millones de pesos hacia fines de 2001 (55,1% fue instrumentada con pases activos y 44,9% con redescuentos) y se amplió la gama de títulos valores utilizables en garantía.

³⁹ En abril se modificó la Carta Orgánica del BCRA, autorizando a las entidades financieras a constituir requisitos de reserva en títulos públicos nacionales y en depósitos remunerados en el BCRA. Entre otras medidas adicionales, la más significativa fue el nuevo régimen (“desdoblado”) que exigía la constitución de requisitos de liquidez sobre las colocaciones a plazo y de requisitos de efectivo mínimo sobre los depósitos a la vista.

de una burbuja inmobiliaria (lo mismo vale para la crisis de 1995). Estos eran tipos de riesgos contra los que el marco regulatorio cubría adecuadamente.

En este sentido, hay que destacar que el Banco Mundial consideró que el entorno regulatorio vigente en Argentina en 1998 era uno de los de mejor calidad del mundo y el segundo mejor en un *ranking* de los vigentes en países emergentes, inmediatamente detrás del de Singapur, en paridad con el de Hong Kong y adelante del marco regulatorio chileno⁴⁰. Además, el BM elogió el sistema argentino por su incorporación del disciplinamiento a través del mercado como un componente central. Pero hubo riesgos importantes que permanecieron ocultos o, por lo menos, subestimados.

Hacia 1998, entonces, la calidad de las regulaciones bancarias se había elevado a estándares internacionales (al menos en el papel) y el sistema mostraba indicadores de liquidez y solvencia satisfactorios y mejores que en la mayoría de los demás países emergentes. Pero también es cierto que la solvencia real era más baja que la “formal” porque el inicio del ciclo contractivo generaría indefectiblemente un aumento de la morosidad, que aún no se observaba porque la cartera de crédito era joven.

En efecto, si bien el desarrollo del sistema bancario, la mayor sofisticación de los instrumentos de inversión y un marco regulatorio entre los más exigentes de los países emergentes permitían pensar, desde una visión superficial, que se había superado definitivamente un estadio “primitivo” en la evolución del sistema y que éste se había tornado más robusto, existían tres debilidades fundamentales que resultarían fatales: el enorme riesgo sistémico en ausencia de un prestamista de última instancia en dólares en un sistema dolarizado⁴¹, la exposición del sistema financiero a un *default* del sector público y la fuerte subestimación del descalce de monedas latente (aunque no explícito).

En relación a este último punto, el problema es que la existencia misma del régimen de convertibilidad estaba en contradicción con la adopción de normas regulatorias que apuntaran a desincentivar la dolarización financiera. De hecho, la falta de regulación del descalce de monedas podía justificarse en la necesidad de evitar generar la más mínima señal sobre un posible abandono del régimen⁴². Incluso la preferencia del gobierno por endeudarse en dólares en lugar de pesos podía justificarse no sólo en que las tasas de interés eran menores, sino también en la intención de eliminar toda sospecha de que se pudieran estar sopesando los beneficios de una eventual devaluación. Este tipo de dilema fue intrínseco al régimen de convertibilidad, cuya supervivencia dependía de la percepción de que era “eterno” e inmodificable.

El descalce de monedas se potenció con la alta rentabilidad de los sectores productores de bienes y servicios no transables, lo cual generó una asignación del crédito inapropiada, que además entrañaba altos riesgos. Es decir, a los precios relativos vigentes, el sistema bancario no estaba en condiciones de canalizar productivamente los grandes volúmenes de fondos disponibles para ser intermediados, que se originaban a su vez en la fuerte entrada de capitales durante la fase expansiva. En términos muy estilizados, puede afirmarse que el sistema bancario privilegió el consumo, la inversión residencial, la inversión en el sector comercio y la financiación del capital de trabajo en detrimento de la inversión “productiva”.

Esta asignación del crédito estaba destinada a generar problemas, incluso en un escenario más benigno que el que en definitiva se planteó. Aún bajo la hipótesis de que el

⁴⁰ Sobre la base del sistema de calificación CAMELOT desarrollado por el BM. El entorno regulatorio argentino se destacaba como el mejor en requisitos de capital y cuarto en previsionamiento y clasificación de deudores. Se pensaba que Argentina estaba cerca de cumplir con los “*Basle Core Principles for Effective Banking Supervision*”.

⁴¹ En última instancia, la falta de tal prestamista tiene que ver con la inestabilidad de la demanda por deuda pública. Es usual que, en economías como la argentina, una corrida bancaria esté asociada con una corrida contra la deuda pública.

⁴² Pero, paradójicamente, tal abandono no era posible si antes no se fortalecía decisivamente la demanda (credibilidad) del peso, lo cual requería un proceso de desdolarización.

régimen de convertibilidad continuara, era inevitable que el tipo de cambio real subiera (ya sea a través de la deflación, bajo convertibilidad, o de la depreciación nominal del peso si se cambiaba el régimen monetario) y el sistema era muy vulnerable a cambios de magnitud en los precios relativos, ya que los requisitos de capital, si bien altos, eran insuficientes para absorber las eventuales pérdidas. El problema es que el marco regulatorio carecía de normas explícitamente concebidas para moderar el impacto en el sector bancario del consiguiente deterioro de la capacidad de repago de los productores de no transables, deterioro que no es más que la transformación del riesgo cambiario en riesgo crediticio. Debe tenerse en cuenta que el descalce de monedas fue (paradójicamente) incentivado por la misma norma que pretendía atenuarlo, ya que indujo a los bancos a prestar en dólares (cerrando de este modo el descalce “formal”) en la medida en que el fondeo de las entidades era en esa moneda (ampliando de este modo el descalce “real”).

La diferencia entre el descalce formal y el real es especialmente aguda en el caso del fondeo externo⁴³. Precisamente, éste fue utilizado de manera creciente por las entidades financieras y constituyó una ventaja competitiva para aquellas que podían obtenerlo en magnitudes significativas, ya que el costo de una línea financiera de bancos corresponsales, de un bono colocado en el mercado internacional o de una línea de la casa matriz (en el caso de los bancos extranjeros), era más bajo que el costo (marginal) de fondeo en el mercado local. Además de proveer financiamiento de largo plazo, el acceso al mercado externo permitía un lucrativo arbitraje de tasas en operaciones de corto plazo, cuando las circunstancias de la plaza local eran convenientes⁴⁴. A fines de 1998, la deuda externa del sistema financiero privado ya alcanzaba los 17.500 millones de dólares y representaba casi 20% de los pasivos totales de los bancos⁴⁵. El financiamiento externo no consistió sólo en préstamos interbancarios. Las colocaciones de bonos por parte de los bancos que operan en la plaza local tuvieron un imponente crecimiento entre 1996 y 1998 (casi 150%), pero luego comenzaría a caer por el contagio de la crisis rusa.

Hacia fines de 2000 existía incluso un descalce contable positivo en dólares, porque los activos expresados en esa divisa superaban los pasivos en más de 10.000 millones. Los préstamos estaban más dolarizados que los depósitos, fundamentalmente porque una parte importante de estos últimos cumplen un rol transaccional y son de más corto plazo. Probablemente habría sido apropiado un nivel de provisiones y/o requisitos de capital más alto para las financiaciones al sector no transable, especialmente (pero no únicamente) si eran en moneda extranjera.

De todos modos, puede argumentarse que el fortalecimiento de las normas prudenciales y su adaptación al régimen de convertibilidad vigente en Argentina contribuyeron en general a mejorar la solvencia y liquidez del sistema y a disminuir la probabilidad de una crisis bancaria. Pero, al mismo tiempo, el sistema de incentivos vigente era tal que, si de todos modos se producía una crisis, ésta sería mucho más catastrófica que en un sistema menos adaptado a la convertibilidad.

Es decir que el sistema bancario se tornó mucho más sólido en su capacidad de resistir *shocks* de magnitudes moderadas pero de mucho más difícil reconstrucción frente a perturbaciones de un orden de magnitud superior, lo cual aumentaría el costo de la crisis que puso fin a la convertibilidad, generando un proceso de resolución especialmente traumático.

Concretamente, lo que a la postre resultó fatídico es haber respaldado la dolarización *de facto* que históricamente había habido en Argentina con una dolarización *de jure*⁴⁶. Como

⁴³ Ya que, como luego quedaría claro, los argendólares se pueden pesificar.

⁴⁴ Por ejemplo ante subas estacionales de las tasas de interés.

⁴⁵ Los grandes bancos públicos también recurrieron intensamente al financiamiento externo.

⁴⁶ La legalización de los depósitos en dólares puede haber sido un factor estabilizador que atenuó la fuga de capitales en algunos de los episodios de contagio enfrentados por el sistema financiero en los años noventa. En octubre-noviembre de 1997 y en agosto-septiembre de 1998 (crisis asiática y rusa,

consecuencia, la falta de un prestamista de última instancia se combinó con la expansión de los depósitos y el crédito en dólares, mientras que el marco regulatorio convalidaba la ficción de que los “argendólares”, es decir, las colocaciones denominadas en dólares generadas por el proceso interno de expansión secundaria, eran equivalentes a los dólares emitidos por la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Respecto a la falta de un prestamista de última instancia eficaz, es evidente que el BCRA no podía ser un PUI creíble en un sistema financiero dolarizado, y los requisitos de liquidez extraordinariamente elevados y el acuerdo de provisión de liquidez con bancos internacionales fueron insuficientes. En definitiva, el hecho de que la liquidez sistémica en dólares (reservas del BCRA más activos líquidos de los bancos en el exterior) llegara a casi 39% de los depósitos no fue suficiente para darle credibilidad al régimen y no impidió el desenlace final.

La persistencia de altos niveles de incertidumbre disminuía la viabilidad del sistema, que probablemente no hubiera sido capaz de sostener su crecimiento en el largo plazo aún de haberse evitado la catástrofe. La baja rentabilidad (promedio) es una prueba de ello⁴⁷. En 2001 los resultados fueron (levemente) negativos, tras un año de rentabilidad nula en 2000, y no fueron mucho peores gracias al “resultado por tenencia de activos”, favorecido por los cambios regulatorios que incentivaban la compra de títulos públicos y la contabilización de rendimientos “de fantasía”. Dado el alto costo de capital enfrentado (en el orden del 13% a 18% en 1998-2000) no es probable que el sistema hubiera podido atraer los recursos necesarios para crecer a buen ritmo en los siguientes años.

Hay que destacar que los bajos beneficios que generó el sector bancario no fueron el reflejo de una drástica compresión de los *spreads* originada en la presión ejercida por un mercado más competitivo. Por el contrario, el diferencial entre tasas activas y pasivas se mantuvo en niveles muy superiores a los vigentes en los países desarrollados, aún cuando disminuyó en comparación con los vigentes a principios de la década del noventa. Las tasas cobradas sobre los préstamos cayeron, pero dicha caída simplemente acompañó la disminución del costo de fondeo de las entidades, no la superó. La eficiencia del sistema bancario durante la convertibilidad fue inferior a la generada más tarde por el sistema que emergería de la crisis que marcó el final de dicho régimen. El costo social de esta ineficiencia se veía, además, aumentado por el costo de mantener las “líneas de defensa” que éste necesitaba.

En efecto, la combinación de un régimen de convertibilidad con el esquema de requisitos de liquidez implicaba que no sólo el BCRA sino todo el sistema financiero estaba invirtiendo fondos a una tasa muy inferior a la tasa a la que el conjunto del país tomaba fondos en el exterior. Por ende, y de manera paradójica, cuanto más exitoso fuera el sistema bancario argentino en la captación e intermediación de ahorro externo, mayor sería la pérdida financiera asociada para el país en su conjunto. Pero el “pecado original” es que si se pretende tener un sistema dolarizado, los altos requisitos de liquidez (o encajes) son inevitables, particularmente en un país con el grado de vulnerabilidad externa de Argentina. En los sistemas bancarios de los países desarrollados pueden ser mucho más bajos, porque además las entidades tienen una importante cartera de títulos públicos. La enorme diferencia es que dichos títulos sí permiten contar con mucha liquidez adicional a los requisitos de encaje, incluso en situaciones de *stress*. En Argentina es precisamente en esas situaciones cuando los títulos públicos sufren caídas más profundas en los precios. En los EE.UU. se da el fenómeno opuesto. Las crisis suelen estar asociadas a aumentos en los precios de los Bonos del Tesoro.

respectivamente) los depósitos totales continuaron aumentando pero se dolarizaron (cayeron los depósitos en pesos).

⁴⁷ Otros indicadores (posición de capital, calidad de cartera) no reflejaron el grado de deterioro que podría esperarse gracias a las relajaciones normativas implementadas y a la disminución de los activos de riesgo.

La dolarización tenía también otros efectos indeseables. Cuanto más avanzaba la participación de los depósitos en moneda extranjera, más tendía a aumentar (*ceteris paribus*) el diferencial entre las tasas en pesos y las tasas en dólares (lo cual perjudica particularmente a las *pymes*, que se financian en buena medida con giros en descubierto en cuenta corriente). Dado que los depósitos a la vista estaban mayoritariamente denominados en pesos y que presentan una mayor volatilidad que los depósitos a plazo, los bancos mantenían aproximadamente el 75% del efectivo en moneda local y sólo el 25% restante en dólares. La consecuencia es que en el mercado había con frecuencia escasez de pesos para integrar los encajes técnicos, con la consecuente presión alcista sobre las tasas en dicha moneda y el traslado del sobrecosto a los tomadores de fondos.

La crisis también ilustra acerca de los problemas que surgen cuando se aplican mecánicamente criterios regulatorios vigentes en los países desarrollados a contextos de mayor vulnerabilidad. En este sentido, el coeficiente de riesgo cero (o muy bajo) asociado a los préstamos al Estado Nacional implica que éstos son considerados activos sin riesgo, lo cual, a menos que los rendimientos sean muy bajos, induce a los bancos a tener una exposición exagerada en dichos activos. El problema es que, a diferencia de lo que ocurre en economías desarrolladas, las tasas de interés sobre la deuda pública llegaron a niveles muy elevados, con lo cual se generó un incentivo irresistible a aumentar la exposición al sector público, lo cual es natural, y hasta deseable, cuando se trata de soberanos solventes.

El resultado es que no sólo se genera una sensación falsa acerca de la solidez de las instituciones sino que se tiende a acentuar el comportamiento pro cíclico de los bancos: durante la recesión de 1999-2001, la caída del nivel de actividad se vio reforzada por el cambio de portafolio de las entidades a favor de deuda del gobierno, en detrimento del crédito al sector privado, precisamente en una etapa en que crecían las necesidades de financiamiento del sector estatal, con el consiguiente aumento de los rendimientos sobre la deuda pública.

Un aspecto del marco regulatorio que ha sido muy criticado es, precisamente, que no imponía un límite adecuado a la exposición de los bancos con el sector público. En primer lugar, aunque la exposición con cada nivel del sector público no podía superar el 25% de la RPC, no había un límite agregado a la sumatoria de los límites individuales. Pero además, las normas sobre fraccionamiento del riesgo crediticio, que establecían un límite del 25% de la RPC para las financiaciones con garantía, no se aplicaban a la tenencia de títulos públicos nacionales (aunque sí regían para los bonos provinciales y municipales)⁴⁸. A principios de 2001, dichas tenencias ya habían superado el 50% de la RPC del sistema bancario. Por otro lado, la exposición de los bancos con cada una de las provincias enfrentaba un límite individual del 25% de la RPC, ya que se trataba de préstamos garantizados con la coparticipación de impuestos nacionales. La consecuencia es que, en teoría, los bancos podían llegar a tener una exposición de hasta dos o tres veces su patrimonio sumando el total de las financiaciones a las provincias, y sin contar su exposición al gobierno nacional⁴⁹. Esto no parece razonable, ya que en un sistema fiscal como el argentino es difícil argumentar que las provincias tienen una capacidad de repago de la deuda distinta e independiente de la del gobierno federal.

Al producirse el desenlace, en noviembre de 2001, la exposición del sistema financiero al sector público ascendía a 27% de los activos, un nivel comparable al vigente en los países desarrollados en esa época y mucho más bajo que el usual en Brasil, por ejemplo⁵⁰. En ese país, la exposición de los bancos con el sector público ha superado con frecuencia el 250% de la RPC del sistema financiero (y el 40% de los activos).

⁴⁸ Para los préstamos al sector público nacional sí regía este límite, con lo cual al mismo emisor de deuda se le estaba dando un tratamiento distinto según el tipo de instrumento con que se financiaba, un enfoque, como mínimo, discutible.

⁴⁹ Hacia fines de 2001 ésta era equivalente a un 50% de la RPC del sistema financiero.

⁵⁰ En México, tras la experiencia de la crisis de 1995, la exigencia de capitales mínimos para los préstamos a los gobiernos subnacionales se fijó como función de la calificación de riesgo de cada

En definitiva, la exposición de los bancos al sector público en Argentina pudo haber sido aún más alta de la que se observó. En este sentido, el cambio de portafolio a favor de los activos del gobierno no fue una mera consecuencia de un marco regulatorio favorable a los préstamos a dicho sector, sino que fue, fundamentalmente, un resultado natural del comportamiento del *management* de los bancos en un contexto de fuerte caída del nivel de actividad y deterioro de las perspectivas, que provocó un aumento de la aversión al riesgo⁵¹. El deterioro de la calidad de cartera fue persistente desde el cuarto trimestre de 1998. Por ello, la combinación rentabilidad-riesgo ofrecida por los activos privados se deterioró fuertemente en 1999-2001 y es difícil imaginar un esquema regulatorio que hubiera podido evitar la reducción del crédito a ese sector⁵². Probablemente los bancos habrían disminuido el crédito neto aunque dicho esquema hubiese sido totalmente neutral en términos de los incentivos a prestar a uno u otro sector. Por ello, no puede sostenerse que la regulación en materia de préstamos al sector público tuviera un carácter pro cíclico o que haya provocado un *crowding-out* del sector privado. Dicho efecto habría sido, en todo caso, marginal.

Las normas en materia de capitales mínimos tampoco parecen haber sido responsables de un comportamiento pro cíclico del crédito que haya agudizado su contracción en la fase recesiva de la economía. Ciertamente, en períodos de volatilidad, los activos de riesgo (y, por ende, la exigencia) tendieron a aumentar debido a que ellos eran ponderados por un indicador de riesgo (IR) construido sobre la base de la tasa de interés a la que se pactaban las financiaciones. En teoría, el IR podía contribuir a generar una reducción en la oferta de crédito y, en consecuencia, un círculo vicioso de contracción del nivel de actividad. Pero éste era el único aspecto pro cíclico de la normativa de capitales mínimos y de importancia secundaria en la exigencia total⁵³. En la práctica, la exigencia aumentó en las fases expansivas y se redujo en la fase contractiva.

Sí, en cambio, es posible criticar la normativa de capitales mínimos en lo que respecta al *ranking* implícito de riesgos que establecía. En promedio, por cada peso de capital los bancos podían prestarle hasta 25 pesos al sector público, 10 pesos a una gran empresa, 6 pesos a una *pyme* y sólo 4 pesos a un individuo. Este *ranking* se basó en el supuesto de que el sector público tenía la máxima probabilidad de repago, seguido por las grandes empresas, y que las *pymes* y los individuos poseían una menor calidad crediticia. Así, en la década del noventa el sistema financiero colocó la mayor parte del crédito al sector privado en las grandes empresas, bajo la creencia de que era el segmento menos riesgoso y más rentable. Pero en la práctica, los préstamos corporativos tuvieron una rentabilidad baja y un riesgo de incobrabilidad alto, mientras que el segmento de crédito a individuos registró un mejor nivel de rentabilidad ajustado por riesgo.

En efecto, tras el estallido de la crisis a fines de 2001, el *ranking* en materia de repago fue el inverso del que estaba previsto en el marco regulatorio. Primero los individuos, y en segundo lugar las *pymes*, tuvieron una mayor cobrabilidad que el sector público y las grandes empresas⁵⁴. En síntesis, no siempre los créditos caros son los más riesgosos. Por

gobierno establecida por las agencias internacionales de calificación. Esto se hizo en consonancia con un cambio del régimen fiscal que limitó el uso de la garantía de coparticipación como *collateral*.

⁵¹ En contraste con lo que sostienen algunos autores, que argumentan que el marco regulatorio pro cíclico fue un factor clave en la disminución del crédito al sector privado.

⁵² De hecho, en julio de 2000 se incorporó la exigencia de capital por tenencia de títulos públicos en cuentas de inversión y por financiaciones al sector público nacional no financiero. Pero esta norma apenas alteró la diferencia de rentabilidad a favor de los activos públicos. Asimismo, a partir de 1999 el BCRA intentó modificar las regulaciones para aumentar la porción de la cartera de títulos públicos que debía ser valuada a precios de mercado. Pero la fuerte declinación de los precios de los bonos terminó por postergar indefinidamente su implementación efectiva.

⁵³ En promedio, el riesgo de crédito generaba un 85% de la exigencia de capitales mínimos por riesgo de contraparte y sólo el 15% era generado por el IR.

⁵⁴ Es cierto, no obstante, que en condiciones normales, o en un país más estable, probablemente se habría observado lo contrario. De todos modos, la experiencia realza lo imperioso que resulta

ende la regulación de capitales mínimos debería contemplar este hecho. Tras la crisis, los bancos habrían de explotar esta falsa paradoja, al adoptar una política agresiva, y con menores tasas que en el pasado, en los créditos personales o con descuento de salario, cuyo riesgo ha probado ser empíricamente bajo.

La contundencia de la crisis de 2001-2002 incita a preguntarse en qué medida el marco regulatorio construido durante la década del noventa no era simplemente un “tigre de papel”, con serias deficiencias de diseño y adaptación al contexto local. Esta es ciertamente una posición que tiene méritos, y en este capítulo hemos señalado varias de las limitaciones de la arquitectura regulatoria.

Pero lo que no se puede afirmar es que el problema se haya agravado significativamente porque la normativa era pro cíclica, aún aceptando que ella pueda haber jugado un papel de segundo o tercer orden. El error está en atribuirle la responsabilidad fundamental en la agudización de la crisis crediticia al marco regulatorio cuando tal fenómeno es consecuencia de todo el régimen de política económica en sentido amplio, con un papel protagónico del esquema macroeconómico. Por otro lado, como se mencionó anteriormente, las autoridades hicieron esfuerzos por atenuar el sesgo pro cíclico implícito en las regulaciones. En este sentido, la importancia del sesgo a favor del financiamiento al sector público en las normas de capitales mínimos y de provisionamiento no deberían ser sobreestimados.

Llevando un tanto el argumento al extremo, se puede afirmar que no es posible edificar un sistema financiero eficiente sobre la base de la idea de que el sector público tiene alta probabilidad de caer en *default*. Es natural que se le impute un riesgo bajo a la posibilidad de incumplimiento por parte del estado, aún cuando haya elementos para pensar que tal incumplimiento no tiene una baja probabilidad de ocurrencia. La razón fundamental es que el cumplimiento de los contratos es la base de la credibilidad del sistema bancario. Para expresarlo de otro modo, hacer de cuenta que el estado es solvente es el “único juego posible”. Por otro lado, la evidencia empírica muestra que la corrida contra los bancos parece haber sido independiente del nivel de exposición al riesgo público de cada entidad.

Otra de las lecciones importantes que se pueden extraer de la crisis es el alcance relativo del respaldo de las casas matrices a sus subsidiarias/sucursales locales. El caso argentino refuta empíricamente el argumento acerca de la importancia del papel de los bancos extranjeros como prestamistas de última instancia en caso de una crisis sistémica.

En este sentido, su presencia brindó una falsa sensación de seguridad y definitivamente no contribuyó, como algunos analistas pensaban, a hacer que la crisis fueran menos profunda⁵⁵. En la práctica, dichas instituciones demostraron tener un comportamiento más pro cíclico en su política de crédito, reducir más rápidamente su exposición a las líneas de crédito internacional y no estar más dispuestas, o en condiciones, de obtener liquidez en situaciones de *stress*⁵⁶. Tampoco parece haber sido positivo el impacto del aumento de la presencia de la banca extranjera en el acceso al crédito por parte de las *pymes*, aunque la evidencia al respecto no es concluyente.

efectuar un análisis más matizado del riesgo de los distintos segmentos del mercado de crédito al diseñar el marco regulatorio.

⁵⁵ Por el contrario, en la etapa final algunas entidades remitieron fondos masivamente a sus casas matrices.

⁵⁶ Aunque en casos de crisis sistémicas, el comportamiento de la banca extranjera en cuanto al apoyo a sus filiales o sucursales depende de las acciones de las autoridades locales. Es importante al respecto establecer una distinción entre la obligación legal de la casa matriz en caso de una situación de *stress* individual en comparación con la que existe ante una crisis sistémica. La legislación vigente en la materia en EE.UU. (surgida a raíz del caso de Citibank en Filipinas en 1986) es que los bancos no están obligados a hacerse cargo de los pasivos de sus subsidiarias (o aún más, de sus sucursales) cuando el gobierno del país anfitrión toma medidas que impiden la libre disponibilidad de los depósitos (u otros pasivos). En este sentido, el gobierno uruguayo, al reprogramar únicamente los depósitos en los bancos públicos, no afectó la obligación legal de las matrices de proveer asistencia a sus operaciones locales.

En otro plano, una lección de la crisis es que los indicadores de liquidez de las entidades tampoco mostraban el estado real de situación, ya que subestimaban el descalce de plazos real. Si bien las normas prudenciales incluían límites para el llamado *gap* de liquidez, éstas son de relativa utilidad en el contexto argentino. En nuestro país es frecuente que se utilicen préstamos de corto plazo para financiar inversiones de plazo mediano o largo. Desde cierta perspectiva, estos créditos, donde los bancos cobran los intereses y refinancian “indefinidamente” el capital, constituyen una especie de *equity* antes que deuda, lo cual es consistente con su baja liquidez (se trataría de “acciones” en empresas que no cotizan en la bolsa). La práctica de financiar con deuda de corto plazo emprendimientos de largo plazo está incorporada en la cultura del tomador de crédito en Argentina, particularmente en las *pymes*, que suelen carecer de un *management* profesional o sofisticado en los aspectos financieros. Al mismo tiempo, por el lado de la oferta de crédito, los bancos pueden preferir el crédito de corto plazo porque facilita el monitoreo de la situación de la firma y porque permite reducir el descalce de plazos que en Argentina plantea un riesgo muy superior al vigente en los países desarrollados.

En ese caso es un error suponer que la duración de un portafolio de crédito es realmente de corto plazo, aún cuando los créditos estén siendo pagados (es decir, aunque no sean morosos). El descalce de plazos real es mucho mayor que el contractual. En los años noventa, esto tenía serias implicaciones para la vulnerabilidad del sistema financiero, ya que el plazo promedio de los depósitos nunca superó los 47 días y el plazo residual del 80% de los pasivos bancarios no llegó a exceder los tres meses en ningún momento de la década.

El “mito” de la independencia del banco central fue otra víctima de la crisis. La experiencia de diez años de convertibilidad brinda una fuerte evidencia en contra de la conveniencia de elevar este principio a la categoría de dogma. Ya en ocasión de la crisis de 1995 las autoridades del BCRA se vieron obligadas, tras su reticencia inicial, a modificar la Carta Orgánica para poder intervenir en forma más eficaz en el mercado cuando fuere necesario.

Incluso el monopolio de la emisión de dinero por parte del BCRA pudo haber generado una crisis de pagos en 2001, de no haberse generado una espontánea “anarquía monetaria” con la emisión de bonos (cuasi monedas) por parte de las provincias y del mismo gobierno nacional⁵⁷. En efecto, estos papeles contribuyeron a mantener la liquidez (especialmente en los sectores *pyme* y de individuos de bajos ingresos), la que de otro modo habría tenido una trayectoria decreciente más pronunciada (pero no se admitían como depósitos, sólo en “custodia”). A diciembre de 2001, las cuasi monedas representaban un 18,1% de la base monetaria amplia⁵⁸.

En definitiva, la crisis del año 2001 confirmó que, en situaciones de fuerte inestabilidad, la independencia estricta del banco central es, en la práctica, inconveniente y probablemente imposible.

⁵⁷ Ciertamente, habría sido mejor una expansión monetaria “coordinada”, pero dadas las restricciones institucionales existentes, la emisión de cuasi monedas fue, al menos, un *second best*.

⁵⁸ En junio de 2002 alcanzaron un máximo de 34,2% de la base monetaria amplia, ponderación que había disminuido a 12,3% a fines de junio de 2002. Lecops y patacones se asimilaron al dinero, ya que se estableció que (además de su uso para cancelar obligaciones tributarias y servicios) los bancos podían recibirlos en pago de préstamos personales, hipotecarios para la vivienda y prendarios (siempre que el titular de la obligación fuera un agente activo o pasivo de la provincia o la Nación y fuera un tenedor original de los títulos). El resultado es que, en la práctica, las cuasi monedas constituyeron un medio de pago (cancelación) final para la mayor parte de los bienes y servicios. En los casos de los Lecop (emitidos por el gobierno nacional) y de los patacones (emitidos por la Provincia de Buenos Aires) los descuentos a nivel mayorista descendieron rápidamente a menos del 1%. e incluso llegaron a cotizar, en algunos casos, por encima del peso, debido a su uso en la economía “subterránea” (básicamente para eludir el impuesto al cheque y, en general, para evitar el registro de las operaciones en cuenta corriente).

Bibliografía y referencias

- BCRA (1999-2002). Boletín Monetario y Financiero. Buenos Aires, varios números.
- BCRA (2000-2001). Informe al Congreso de la Nación. Buenos Aires.
- BCRA (2000). Principales características del marco normativo del Sistema Financiero Argentino, Buenos Aires.
- Banco Mundial (1998). Argentina: Financial Sector Review, Report N°17864-AR, Washington D.C.
- BID (2000). El sistema bancario argentino. Situación y perspectivas a nivel nacional y provincial, Proyecto AR-019, Washington D.C.
- Burdisso, T., V.C. Sabban y L. D'Amato (2002). "The Argentine Banking and Exchange Rate Crisis of 2001: Can we Learn Something New from Financial Crises?", Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, Buenos Aires.
- Calomiris, C. y A. Powell (2000). "Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina 1992-1999", NBER Working Paper N° 7715, Washington D. C.
- Damill, M. y R. Frenkel (2007). "A Case of Disruptive International Financial Integration: Argentina in the Late-Twentieth and Early Twenty-First Centuries", en: Arestis, P. y M. Sawyer, Political Economy of Latin America. Recent Economic Performance, International Papers in Political Economy Series, Palgrave Macmillan, Londres.
- Damill, M., R. Frenkel y L. Juvenal (2004). "Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en Argentina", en: Robert Boyer y Julio C. Neffa (coordinadores), La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas. Miño y Dávila Editores/Ceal-Piette Conicet/Caisse de Dépôts et Consignations, Buenos Aires.
- Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2002). "Argentina: A decade of currency board. An analysis of growth, employment and income distribution", Employment Paper 2002/42, International Labour Office, Ginebra.
- Damill M., R. Frenkel y M. Rapetti (2010). "The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring", en: Overcoming Developing Country Debt Crises, Herman, B., J.A. Ocampo and S. Spiegel (Eds.), Oxford University Press.
- Damill, M., L.M. Simpson y N. Salvatore (2004). Las relaciones financieras en la economía argentina en los años noventa. CESPFA, Facultad de Ciencias Económicas de la UBA, Buenos Aires.
- De la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Schmukler (2002). Argentina's Financial Crises, Floating Money, Sinking Banking, World Bank, Washington D.C.
- Fanelli, J. M., G. Rozenwurcel y L. Simpson (1998). "Argentina. Country Case Study", en Fanelli, J. M. Y R. Medhora (eds.): Financial Reform in Developing Countries, MacMillan Press, Londres.

Ffrench-Davis, R. (2001, Ed.). Financial crises in “successful” emerging economies, Washington D.C., ECLAC/Brookings Institution.

Frenkel, R. (2004). “Del auge de los flujos de capital a las trampas financieras”, en: Ocampo, J.A. (Ed.), El desarrollo económico en los albores del siglo XXI. CEPAL- Alfaomega, Bogotá.

Frenkel, R. (2002). “Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America”, en: Eatwell, J., y Taylor, L. (Eds.), International Capital Markets. Systems in Transition, Oxford University Press.

Frenkel, R. y L. Simpson (2003). “The Two Waves of Financial Liberalization in Latin America”, en: Amitava Krishna Dutt y Jaime Ros (eds.): Development Economics and Structuralist Macroeconomics, Essays in Honour of Lance Taylor, Edward Elgar Publishing, Massachussets.

Goldberg, L., B. G. Dages y D. Kinney (2000). “Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons From Mexico and Argentina”, NBER Working Paper N° 7714, Washington D. C.

IEO (2004). Report on the evaluation of the role of the IMF in Argentina, 1991-2001, Independent Evaluation Office, IMF, Washington DC.

Moody’s Investors Service (1997). Moody’s Approach to Analyzing and Rating Emerging Market Banking Systems: Argentina as a Case Study, Moody’s, N. York.

Mussa, M. (2002): “Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy”, Working Papers, Institute for International Economics, Washington D. C.

Perry, G. y L. Servén (2002). “The anatomy and psychology of a multiple crisis: Why was Argentina special and what can we learn from It”, World Bank, Office of the Chief Economist for Latin America, Washington D.C.

Rojas-Suarez, L. (2001). “Can International Capital Standards Strengthen Banks in Emerging Markets?”, Working Paper, Institute for International Economics, Washington D.C..

Rozenwurcel, G. y Bleger, L. (1997). “El sistema bancario argentino en los noventa: de la profundización financiera a la crisis sistémica”, Revista Desarrollo Económico N° 146, Buenos Aires.

Santiprabhob, V. (1997). “Currency Board Arrangements: Issues and Experience”, Paper on Policy Analysis and Assessment, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C..

Stallings, B. y R. Studart (2003). “Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets: the Experience of Latin America since the Tequila Crisis”, Serie Informes y Estudios Especiales, Cepal, Santiago de Chile.

Taylor, L. (1998). “Lax Public Sector and Destabilizing Private Sector: Origins of Capital Market Crises”, in United Nations Conference on Trade and Development, International Monetary and Financial Issues for 1990s, vol. 10, New York.