

CAPITULO DE LIBRO:

El archivo que sigue corresponde a uno de los escritos incorporados a los volúmenes de la Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, celebrada en Río Cuarto, Argentina, en Noviembre de 1995.

TITULO DEL TRABAJO:**La Crisis Mexicana de diciembre de 1994 y las dificultades de la Convertibilidad y del Sistema Financiero Argentino (versión preliminar)**

Autores: Santiago Gastaldi y Gustavo Ferro; Universidad Nacional de Río Cuarto, FCE.

Fecha: 31 de marzo de 1995

Resumen

Se analiza la crisis mexicana, detonada vía devaluación el 20.12.94 y difundida en mercados emergentes, especialmente en Argentina. Son del interés del trabajo las consecuencias en la solvencia del sistema financiero y el régimen de convertibilidad. La crisis impacta también en EEUU, por el auxilio otorgado a México por interés comercial y de sustento a las reformas estructurales promovidas en la región. Con la crisis, la sincronía de los rendimientos de los papeles de países emergentes se hizo notable para México, Argentina, Brasil y Perú. A partir del 10.03.95, fecha del anuncio de un plan de estabilización mexicano, los mercados habrían encontrado un punto de inflexión comenzando a recuperar posiciones. En Argentina, los efectos sobre el mercado de capital local ha sido intensos. El BCRA ha auxiliado a los bancos en dificultades con pases, reducciones de encajes, redescuentos, y formando una red de seguridad, finalmente compuesta por dos fondos fiduciarios (para banca pública y banca privada), y un fondo de seguro de garantía de depósitos administrado por una compañía privada. La Autoridad desarrolla acciones externas e internas para su financiamiento y búsqueda de credenciales. El resultado es una fuerte concentración bancaria como turbulenta reforma bancaria-financiera que desde la Ley de Convertibilidad se venía reclamando. La salida de capital pronostica un crecimiento bajo para el país en 1995, agravando el desempleo. De no cambiar la confianza de los agentes económicos, se profundizará la crisis. Habrá mayores tasas nominal y real de interés, por alza de la prima de riesgo-país, y una acentuación en los problemas de solvencia e iliquidez en los bancos, que han alcanzado registros preocupantes. La solución de la situación es requerida para la viabilidad de la estabilidad vigente. La crisis mexicana tiene determinantes económicos (incluida la dura política de la Reserva Federal respecto a tasas de interés), políticos y sociales en grados relevantes de participación. Para evitar las externalidades negativas de la devaluación mexicana, la Autoridad argentina mostró las diferencias de las situaciones. Estas existen, pero no son sustantivas para la consideración del mercado.

El discernimiento de las causas de las dificultades es el objetivo, y a los problemas de cuenta corriente externa, tipo de cambio real, rentabilidad de las empresas y solvencia bancaria, que algunos señalaban como imaginarios, se da especial relieve. Si bien la crisis en Argentina es detonada por la devaluación de México, encuentra en la estructura económica y en el diseño de la política doméstica campo propicio para su desenvolvimiento local. Se sugieren como hipótesis: a) la forma en que se usó la holgura de los mercados financieros internacionales hasta febrero de 1994, b) la magnitud del desequilibrio de algunas variables "fundamentales" de la economía, c) la velocidad de reacción de ciertas variables económicas, y d) la organización del sistema financiero. El objetivo del escrito es construir una reseña fundada del proceso de crisis que habilite la elaboración de propuestas sobre la política económica y la configuración del sistema financiero. Haciendo un recorrido del escrito, se hace una breve exploración histórica de la crisis; se presenta la devaluación mexicana y sus causas; se detallan los efectos sobre otras economías; se muestran las

diferencias entre Argentina y México, y el por qué del temor a la devaluación argentina; se conjetura la relación entre flujos de capital, atraso cambiario y crecimiento; se analiza la devaluación azteca y las dificultades en los bancos; se presentan argumentos sobre la relación entre las dificultades de los bancos y los de la convertibilidad; se hace una especulación sobre otras medidas posibles en Argentina; se detallan las medidas adoptadas en Argentina y analizan su razonabilidad; se hace un rastreo de errores de la política económica reciente en Argentina; finalmente se trata la ayuda del exterior y las propuestas de solución. Los apéndices presentan las organizaciones financieras de Encajes Fraccionarias y de Banca Simons.

I-Introducción:

El escrito analiza la reciente crisis financiera mexicana, difundida en los mercados emergentes de América Latina, especialmente en Argentina, interesándonos las consecuencias en la solvencia del sistema financiero y el régimen de convertibilidad. El 20.12.94 la devaluación mexicana detona la crisis, impactando también en EEUU, aunque las razones son diferentes: el auxilio a México con abundantes recursos financieros, es por interés comercial y de sustento a las reformas estructurales promovidas en la última década en la región. Con la crisis, la sincronía de la performance negativa de los rendimientos de los papeles de países emergentes se hizo notable para México, Argentina, Brasil y Perú. Desde el 20.12 al 09.03.95 la bolsa mexicana cayó el 68,5% en dólares, la de Brasil 59,4%, la de Argentina 49,9% y la de Perú 39,5%.¹ A partir del 10.03.95, fecha del anuncio de un plan de estabilización de la economía mexicana los mercados habrían encontrado un punto de inflexión comenzando a recuperar posiciones. En Argentina, a cien días de iniciada la crisis, pareciera haberse ya transitado por sus manifestaciones más virulentas. Sin embargo, los efectos sobre el mercado de capital local ha sido intensos. Así, el índice bursátil Merval de acciones líderes cayó desde un valor 516 el 20.12.94 a 262 el 08.03.95. Los bonos de deuda pública, se depreciaron al ritmo de las acciones. Los depósitos, pasaron de un total de US\$ 45.882 millones el 20.12. a US\$ 38.445 millones tres meses después. El valor de la tasa de Call Money es sintomática de la incertidumbre que ha estado imperando; en un ambiente prácticamente sin inflación se llega al 45% el 3 de marzo, y al 80% una semana después.² También, en la última semana de febrero se registraban compromisos impagos de obligaciones negociables de empresas bien calificadas en el mercado internacional, mostrando el difícil momento que se transita, derramando externalidades negativas hacia el conjunto de los agentes económicos.³

El BCRA ha auxiliado a los bancos en dificultades con pases, reducciones de encajes, redescuentos, y formando una red de seguridad, finalmente compuesta por dos fondos fiduciarios (para banca pública y banca privada), y un fondo de seguro de garantía de depósitos administrado por una compañía privada. La Autoridad desarrolla acciones externas e internas para su financiamiento. El resultado es una fuerte concentración bancaria, vía fusiones, absorciones, suspensiones y compras de carteras activas, en parte inducida por el mercado y en parte por la Autoridad para reducir las corridas bancarias. Se estaría concretando, turbulentamente y sin certeza sobre su adecuación, una reforma bancaria-financiera que desde la sanción de la Ley de Convertibilidad se venía reclamando.⁴

La reducción de los influjos voluntarios, o peor aún, la salida de capital, genera un pronóstico de crecimiento bajo o nulo para el país en 1995, cuya

1. Información de CEAL.

2. Información del Ambito Financiero de esos días.

3. El Anexo da los vencimientos de deuda pública y privada.

4. La concentración corregiría la aparente sobredimensión del sistema.

consecuencia sería el agravamiento del desempleo (se esperan valores superiores al 15% para la tasa abierta), empeorándose la situación social. En un contexto así el apoyo al proceso de ajuste y reforma estructural se debilita. De no cambiar radicalmente el estado de confianza de los agentes económicos, se profundizará la crisis. Habrá mayores tasas nominal y real de interés, debido al alza de la prima de riesgo-país, y una acentuación en los problemas de solvencia e iliquidez en los bancos, que han alcanzado registros preocupantes. La solución de la situación es requerida para la viabilidad de la estabilidad vigente.

La crisis mexicana tiene determinantes endógenos y exógenos. Entre los primeros se cuentan factores económicos, políticos y sociales en grados relevantes de participación, y entre los segundos la política de la Reserva Federal de EEUU respecto a tasas de interés, que en el último año ha acentuado los problemas de la economía mexicana y de los países emergentes. Para evitar las externalidades negativas de la devaluación mexicana, la reacción inmediata de la Autoridad argentina fue mostrar las diferencias de las situaciones. Estas existen, pero cuán sustantivas las consideran los evaluadores internacionales de riesgo y el mercado, y durante cuánto tiempo pueden subsistir, eso está en duda. Por lo acaecido, no son apreciadas de relevantes.

El discernimiento de las causas de las dificultades no es un objetivo menor. Hasta un trimestre atrás, las Autoridades creían que los problemas de cuenta corriente externa, tipo de cambio real, rentabilidad de las empresas y solvencia bancaria, que algunos señalaban, eran imaginarios. Si bien la emergencia de la crisis es un fenómeno detonado por la decisión de devaluación de México, ella encuentra en la estructura económica y en el diseño de la política doméstica campo propicio para su desenvolvimiento local. Se sugieren como hipótesis: a) la forma en que se usó la holgura de los mercados financieros internacionales hasta febrero de 1994, b) la magnitud del desequilibrio de algunas variables "fundamentales" de la economía, c) la velocidad de reacción de ciertas variables económicas, y d) la organización del sistema financiero. El objetivo del escrito es construir una reseña fundada del proceso de crisis, obteniendo enseñanzas que habiliten la elaboración de propuestas sobre la política económica y la configuración del sistema financiero.

Haciendo un recorrido del escrito, en el apartado segundo se hace una breve exploración histórica de la crisis; en el tercero se presenta la devaluación mexicana y sus causas; en el cuarto, se detallan los efectos sobre otras economías; en el quinto, se muestran las diferencias entre Argentina y México; en el sexto, el temor a la devaluación argentina y la recesión; en el séptimo, se conjetura la relación entre flujos de capital, atraso cambiario y crecimiento; en el octavo, se analiza la devaluación azteca y las dificultades en los bancos; en el noveno, se presentan argumentos sobre la relación entre las dificultades de los bancos y los de la convertibilidad; en el décimo, se hace una especulación sobre otras medidas posibles en Argentina; los tres siguientes apartados detallan las medidas adoptadas en Argentina y analizan su razonabilidad; el apartado decimocuarto hace un rastreo de errores de la política económica reciente en Argentina; y el decimoquinto trata la ayuda del exterior y las propuestas de solución. Los apéndices presentan las organizaciones financieras de Encajes Fraccionarias y de Banca Simons.

II-Un poco de historia reciente

La crisis de diciembre tiene algunas similitudes con la de la deuda externa mexicana de 1982. En los Setenta, la OPEP sube abruptamente los precios del crudo en 1973-74 y 1978-79, que junto a la poca posibilidad en el corto plazo de sustituir la fuente de abastecimiento hicieron que los países desarrollados y muchos subdesarrollados transfirieran recursos a los exportadores en montos desconocidos. El shock petrolero está en la base de la crisis de los Setenta en los países desarrollados, con simultánea aparición de alto desempleo e inflación.

Los grandes excedentes financieros árabes, producto de la insuficiencia de proyectos de inversión, y la recesión en los países ricos, generó un aumento de oferta de fondos prestables, bajando la tasa de interés nominal internacional. La inexistencia local de una red bancaria desarrollada hizo que los fondos se depositaran en la gran banca occidental, prestándolos a los países de América Latina, algunos asiáticos y otros africanos, en condiciones inicialmente ventajosas (tasas reales de interés bajas o negativas por la alta inflación de EEUU). Este flujo de capital a Latinoamérica fue impulsado por bancos poco responsables y gobiernos demandantes de fondos, en su mayoría sin control democrático. Se genera así, en muchos casos, un desperdicio de recursos (boom de importaciones de consumo, gastos suntuarios, proyectos faraónicos, carrera armamentista, o fugas de capitales). En 1980 EEUU decide combatir su inflación de dos dígitos anuales con política monetaria restrictiva, que empuja las tasas de interés hasta niveles de frenar el alza de precios y también atraer capitales del resto del mundo (que sirve para financiar sus crecientes "dos déficits"). Los EEUU pasan en pocos años de gran acreedor al más importante deudor del orbe. Con corto rezago, esto impactó a América Latina. Los préstamos contratados a tasa flotante ya aparejaban alta tasa real de interés, por la menor inflación internacional, cesando, además, la entrada de capital. Para mitigar la caída del nivel de demanda agregada real y el de la actividad económica en el corto plazo, los dólares-prestamos deberían sustituirse con dólares-exportaciones al resto del mundo. Pero ello no era congruente con la recesión internacional. Si a esto se suma la presión de oferta de los fuertemente endeudados, la consecuencia fue que los precios de las materias primas agrícolas y mineras cayeran abruptamente.

En 1982 la crisis estaba en ciernes, habiendo devaluado sus monedas varios países y restringido importaciones no esenciales, para ahorrar divisas y pagar los servicios de la deuda, que ya no podían financiarse con nuevos créditos. En agosto México anunció la cesación de pagos, y ese incumplimiento fue imitado por otros. Previamente, en abril, la guerra de Las Malvinas generaba incertidumbre política y económica en toda América Latina. Desde 1982 hasta fines de la década hubo ausencia de créditos voluntarios, esfuerzos de los deudores para cumplir los servicios de la deuda -a veces al costo de inestabilidades macroeconómicas profundas-, y búsqueda de acuerdo entre los bancos acreedores para minimizar la pérdida del capital prestado. Desde 1983 hasta fin de la década hubo crecimiento en los desarrollados y estancamiento en los subdesarrollados. No obstante, en el sistema internacional se gestaba un bien meritorio para los deudores y los acreedores: la administración de la crisis.

A partir de 1989-90 retorna la recesión a los desarrollados y sus tasas de interés bajan a niveles mínimos, reflejando la situación del mercado del dinero y la intensión de la Reserva Federal (y de los bancos centrales europeos importantes) de estimular sus economías; el crédito volvía a ser abundante. A la par, fructificaban los ajustes de algunos países deudores: Chile para 1985 ya gozaba de respetada reputación, y México la obtenía en 1988. Entre los acreedores ganaba consenso solucionar el problema de la deuda externa de los que hubieran efectuado esfuerzos de ordenamiento macroeconómicos. En 1985-86 el plan de ayuda Baker no se efectiviza. Es el Plan Brady (Administración Bush) el que mitiga el "cansancio de la deuda", con quitas parciales vía reducción del principal o tasas de interés inferior a las del mercado internacional, y refinanciación de largo plazo (hasta 30 años, en bonos negociables) con los bancos. Argentina, luego de padecer las hiperinflaciones de 1989 y 1990, y un año de constitución de masa crítica de reserva internacionales logra -vía Ley de Convertibilidad y medidas de saneamiento fiscal- estabilizar los precios a partir de abril de 1991. Esto la habilitó en 1992 a renegociar la deuda con un esquema Brady.

Con la baja de tasa de interés de inicio de la década, y el esquema Brady aplicado a la deuda externa de varios países, el capital encuentra incentivo para fluir de los países desarrollados (EEUU tiene tasas nominal pasiva y de inflación

del 3% anual), de manera selectiva, a los mercados emergentes. Se destinan a comprar activos públicos (privatización), bonos públicos, depósitos, obligaciones negociables, commercial papers y acciones, y a otorgar crédito comercial para importaciones de todo tipo de bienes. El retorno del crédito a tasas de interés razonables a los países endeudados brindaba nuevas oportunidades para el progreso. Lamentablemente, muchos, entre ellos Argentina y México, equivocaron la implementación de la política económica, con impactos negativos finales no despreciable.

III-La devaluación mexicana y sus causas

La crisis de México se debe a que la estabilización de 1988, lograda luego de transitar turbulencias monetarias, fiscales y cambiarias y acceder a credenciales internacionales, en su desarrollo encuentra holgura en los mercados de fondos prestables. Por la lentitud de la tasa de interés doméstica para capturar la expectativa de inflación más reducida y la configuración oligopólica de la industria financiera, México es propenso a receptor grandes flujos de capital (hasta febrero de 1994), provocando que el tipo de cambio real caiga muy abajo de su valor de equilibrio de largo plazo. El escaso poder de compra del dólar en el mercado local torna, con rezagos temporales, deficitaria la balanza comercial y de cuenta corriente. El sostenimiento de esta posición de déficit en el tiempo requiere de nuevos préstamos, que a su vez estabiliza el tipo de cambio real a un bajo nivel. La reversión de posiciones deficitarias, en la visión optimista de la Autoridad -que enfatiza que el tipo de cambio real post-reformas es el tipo de cambio real de equilibrio-, ocurriría en el mediano plazo, con la maduración de los cambios estructurales, luego que las mejoras de eficiencia se manifiesten plenamente sobre la economía. Sin embargo, se intentó controlar la apreciación desmesurada del peso mexicano. Bajo un arreglo cambiario administrado por el Estado, se efectuó periódicas mini-devaluaciones vía un crawling peg pasivo, y esterilizó la entrada de capital vía títulos de deuda en dólares para sacarlos del mercado, aumentando la deuda del gobierno y haciendo crecer el pago de intereses a los tenedores de bonos. La medida fue inefectiva y la causa es que los títulos públicos remunerados que pasaban a manos de los particulares no eran muy diferentes en percepción de riqueza disponible a los dólares que se le retiraban (sustitutos próximos). Es probable también que las divisas en manos del Estado, al no retirar deuda pendiente hayan significado una oculta holgura presupuestaria, lo cual tampoco favorecería la contención del atraso cambiario. En algún momento los mercados se iban a anotar de estas inconsistencias.

La pérdida de confianza abrupta de la comunidad financiera nacional e internacional sobre el futuro de la economía requiere un detonador (la devaluación) y también un ambiente propicio. Este se produjo a partir de factores reseñados, que junto a los políticos y sociales se sintetizan en: a) Inadecuadas políticas del gobierno saliente, generando persistentes déficits de cuenta corriente externa, quebrantos en el sector real, insolvencia en el sistema financiero⁵, crecimiento de la deuda pública y acumulación de voluminosos vencimientos de corto plazo de deuda externa; b) Tensa situación social en el sur, surgiendo en 1993-94 un movimiento insurgente de resonancia internacional; c) Conflictiva coyuntura política previa al cambio de gobierno de 1994 a favor de Zedillo; se produce el asesinato del candidato presidencial y del Secretario General del PRI, y de líderes modernizadores en lucha contra la corrupción, que se sospecha difundida al entorno más cercano del poder; d) En lo económico-internacional, suba sostenida de tasa de interés por la Reserva Federal de EEUU a partir de febrero de 1994, alcanzando niveles cercanos al doble del inicial en menos de 1 año. Esta política anti-inflacionaria ante la fuerte

⁵. Este punto luego se explicita para el caso argentino.

recuperación de la economía norteamericana, agregaba dificultades a México y a otros países emergentes que albergaban sospechas sobre la capacidad de repago de los servicios de la deuda externa. Con tal acumulación de situaciones explosivas, la devaluación del 20.12.94 desata el pánico.⁶

Existen diversas hipótesis sobre por qué la concreta, a poco de asumir, la Administración Zedillo. Una simple es que se quería eliminar el atraso cambiario y el elevado déficit comercial. Otra más compleja se relacionaría con la actitud de la Autoridad respecto al sistema bancario. En meses previos, habría estado facilitando dólares a bancos con problemas de liquidez para evitar una corrida bancaria-cambiaria, desprendiéndose de un cuantioso stock. Esto, tomado como información por el sector privado, incentivó el retiro de depósitos y la presión sobre las reservas disponibles. Para frenar la voluminosa pérdida de divisas, y en vista a la magnitud de deuda de muy corto plazo a satisfacer, la Autoridad decidió la devaluación, lo cual repotenció la corrida contra la divisa y acentuó los problemas de solvencia de los bancos. Al margen de la causa, con la devaluación se confiscó a los tenedores de riqueza financiera privada nominada en pesos⁷, espantando a los inversores externos, ya que se puso en duda la solvencia fiscal intertemporal del Estado (que se consideró siempre bien cubierta) y la capacidad de repago de compromisos por parte del sector privado. Así, al dilapidarse la confianza, se disparó la tasa de inflación, las tasas de interés aumentaron pari-passu al aumento del riesgo-país, y los títulos de deuda y acciones cayeron abruptamente. El pronóstico es que, sin una pronta reversión del estado negativo de las expectativas, según algunos analistas- la escalada de precios puede llegar a ser máxima, no descartándose la hiperinflación.⁸

IV-Los efectos sobre otras economías

A los otros países de América Latina, la reputación que le acordaron los inversores internacionales -fondos comunes de inversión y bancos- fue que podrían seguir la conducta de México, intentando sorprender. Las razones serían que las diferencias no son demasiado marcadas, sobre todo en momento de pánico. Tienen pesada deuda, antecedentes de insolvencia, ejecución de políticas en el pasado conducentes a déficit fiscal, inflación e inestabilidad cambiaria, y una fuerte dependencia de nuevos créditos para continuar los recientes procesos de crecimiento. Además, varios están con programas de reformas estructurales y de estabilización que en la apreciación de los inversores no difieren significativamente del mexicano. Por qué no esperar las mismas conductas de parte de los otros gobiernos?. Así, la desconfianza ganó la región. La devaluación inesperada del 20.12 afectó, asimismo, a la Administración Clinton. Esta apoyó a México, ya que su caída arrastraría a toda Latinoamérica, y en este caso EEUU se vería afectada su balanza comercial y correría el riesgo de incobrabilidad de las acreencias. La decisión de abundante asistencia financiera -52 mil millones de dólares- tuvo en cuenta, además, la creciente interrelación económica entre los países de América del Norte.⁹ También, la necesidad de sustentar la credibilidad en las reformas estructurales favorables a la economía de mercado, promovido por EEUU y los organismos financieros internacionales en los países latinoamericanos. Esto fundamenta la premura del

6. Luego el conflicto entre Perú y Ecuador agravaría más la incertidumbre latinoamericana.

7. Tenedores de billetes y de títulos de deuda del Estado en pesos.

8. Teleconferencia de Guillermo Calvo en programa político "Hora Clave" de comienzos de marzo,

9. La manifestación es la reciente puesta en ejecución del NAFTA. EEUU pretende preservarlo, y Clinton, con ello, neutralizar un potencial daño político.

decreto presidencial americano por auxiliar al país azteca. Sin embargo, los mercados tamizan la información teniendo en cuenta los "efectos incentivos" que deja en la estructura económica y en el sistema internacional, por ello puede que estas rémoras se deban transitar a los fines de disminuir las probabilidades de su repetición en el futuro. Pese a no garantizar con el auxilio la salida rápida de la crisis, la consecuencia ha sido la perturbación del mercado cambiario internacional, ocasionando una caída sin precedentes en el último medio siglo en las cotizaciones del Dólar frente al Marco Alemán y al Yen. De acuerdo a análisis monetaristas, se debería a la anticipación efectuada por los agentes económicos respecto de crecimiento del stock de dólares que tendría la oferta mundial de dinero.

V-Las diferencias entre Argentina y México

La devaluación ha ocasionado efectos derrame negativos a otros países emergentes, especialmente a Argentina. México fue hasta poco tiempo atrás paradigma de ajustes y reformas estructurales para la comunidad financiera internacional. Por la globalización actual, si surgen dificultades en algún país emergente, éstas desbordan su influencia negativa hacia otras economías cuando los agentes económicos atribuyen que los problemas del primero se originan en condiciones más o menos comunes a las que ofrecen las segundas. Argentina, con reglas cambiarias distintas a las de México, con diferencias de intensidades tiene en común la apertura de la economía, la liberalización de los mercados domésticos, y la reforma del aparato estatal. Estos rasgos comunes pesaron para que hubiesen flujos de capital positivos hacia la región desde comienzos de la década y sobre todo hasta un año atrás. Es plausible atribuir también a ellos la similitud de la evolución del tipo de cambio real, del déficit comercial y de la cuenta corriente externa, y de la situación de solvencia del sistema financiero, sobre todo teniendo en cuenta la buena situación fiscal al menos hasta el segundo semestre de 1994. En la percepción "revelada" de los colocadores de fondos, corroborada por el comportamiento de los mercados internacionales de crédito desde la devaluación mexicana, Argentina es similar a México, al menos en sus riesgos. Es más, el alivio de la última semana de marzo en el registro de alguna de las variables financieras y del mercado de valores está relacionado a perspectivas algo mejores que los inversores le habrían acordado a la economía mexicana en orden a sus posibilidades a futuro. La presta tarea del Ministro de Economía argentino, de resaltar las diferencias en foros internacionales y locales, trató de proteger la salud del sistema financiero y del programa de estabilidad doméstico. Sin embargo, si en los buenos y muy cercanos tiempos Argentina marchaba por igual senda que México (dicho por la Autoridad con estridencia) resultó luego difícil diferenciar nítidamente el país como para recibir de parte del mercado de capital otro trato, sobre todo cuando los elementos apreciables en tal sentido sólo son comprensibles para los especialistas, y cuando media una cuestión tan especial como es la decisión de no honrar un compromiso.

No contribuyó a la diferenciación el deterioro fiscal argentino del segundo semestre de 1994, estancándose la recaudación impositiva y creciendo el gasto público para favorecer resultados electorales o atender compromisos derivados de la reforma constitucional realizada.¹⁰ Se incumple así metas fiscales estipuladas con el FMI, y es la razón por la que la Administración cesó en octubre el Acuerdo de Facilidades Extendidas, privándose de un préstamo a bajas tasas y de las *credenciales de solvencia* que otorga. Acaecida la devaluación mexicana, rápidamente los inversores pronosticaron hacia atrás:

¹⁰. Implicando importante tiempo perdido, justo cuando las condiciones crediticias se endurecían a nivel internacional.

Argentina había salido del control del FMI por dificultades fiscales; éstas luego afectarían negativamente el grado de solvencia intertemporal del Estado y la posibilidad de repago de servicios de deuda emitida tanto por deudores privados como por el sector público de diversas jurisdicciones. Esta parece haber sido la percepción de los agentes económicos. La salida del FMI fue un error notable, como más tarde se demostró con la petición reciente de reapertura del crédito.

Tampoco es nítida la diferencia por el lado de los factores determinantes del tipo de cambio real de equilibrio. Así, el gobierno, con mayoría parlamentaria, tardíamente -una quincena atrás- concretó la reforma laboral, que puede ser -depende de su implementación- una herramienta importante para detener el crecimiento del desempleo. Las diferencias entre las estructuras de las economías, en materia de generación de riesgo-país y de regla de comportamiento del Policy Maker -supuesto que sea factible derivarlo-, no podrían ser percibidas como duraderas sin una larga construcción de buena reputación. Y lograr la última no es una actividad de 3-4 años.

Pese a ser poco percibidas internacionalmente, existen diferencias respecto a la política económica de México. Así, frente a la apreciación del peso traída por los flujos de capital, la Autoridad no los esteriliza con endeudamiento explosivo de corto plazo para sostener el tipo de cambio, política inútil en un contexto de bimonetización. Si bien el bajo tipo de cambio real (incorrecto set de precios relativos) frenó a sectores productores de exportables y competidores de importaciones, hubo una compensación parcial de la menor competitividad a partir de la reestructuración del sector privado, con aumentos de inversión y mejoras en sus niveles de productividad. Existe expectativa de que otra parte de compensación resulte de la coyuntura internacional. Se funda en la recuperación de las economías que nos compran; en la conclusión de las negociaciones comerciales del GATT, dando posibilidades de exportar a nuevos destinos y competir en mejores condiciones con quienes subsidian sus exportaciones; en la consolidación del Mercosur, donde Brasil está siendo comprador neto -aunque tiene fuertes deseos de dejar de serlo.

Desde otro punto de vista, pero que hace a las expectativas de la comunidad internacional sobre un país, hay diferencias sustantivas con México a nivel político; las disputas se dirimen civilizadamente, y los debates apasionados y algunos escándalos no son diferentes a los que pueden verse en Italia, España, EEUU, Gran Bretaña o Japón.

VI-El temor a la devaluación argentina y la recesión

El temor de los agentes económicos, que por estos días parece disminuir, es que se devalúe el peso, violándose la Ley de Convertibilidad. Algunos piensan que esto podría ocurrir si se ingresase a una situación de emergencia, donde el crédito externo virtualmente desapareciera¹¹ y no hubiera forma de seguir financiando el déficit de balanza de cuenta corriente.¹² Estrictamente, una porción importante refleja el superávit de la balanza de capital por crédito comercial externo. Si el último se inhibiera plenamente, el problema es qué sucedería con bajo (o nulo) déficit comercial concomitante. Sucedería la recesión, que puede ser profunda y se la quiere evitar para no agravar el alto desempleo, luego de 4 años de fuerte crecimiento del PBI. Las actuales expectativas no dejan otras opciones. En efecto, el cierre de la economía debe descartarse, por las interdependencias que la tecnología de comunicaciones establece a nivel planetario; a la par, al estar sospechada, Argentina sufrirá restricción crediticia. El repudio de compromisos externos inhibiría por décadas

¹¹. La insolvencia bancaria generalizada es otra razón.

¹². En 1994 fue de US\$ 5.800 millones el déficit comercial, y 4.600 millones por intereses de la deuda y servicios.

la concurrencia al mercado de crédito internacional. El problema es reemplazar los préstamos voluntarios que transitoriamente desaparecerán del mercado internacional.

Mirando a la recesión, el alza endógena del tipo de cambio real, necesaria para mejorar la cuenta corriente, podría compensar parcialmente la ausencia esperada del flujo de capital externo, pero está de por medio el tiempo requerido para su concreción. Es parcial la compensación porque la restricción crediticia juega el mismo rol que una caída de la restricción presupuestaria de la economía. Respecto al alza endógena, salvo que se la alcanzara instantáneamente, la recesión correctiva del esquema de precios relativos post-convertibilidad sería el reflejo del tiempo implícito de ir desde un valor bajo del tipo de cambio real al de equilibrio de largo plazo.¹³ Sin crédito internacional por un tiempo, la recesión dominará la coyuntura económica doméstica.

Para el alza del tipo de cambio real, una devaluación nominal sería negativa por la manera en que los precios relativos cambiarían¹⁴; a la vista está el caso mexicano. En Argentina, por la experiencia reciente, se provocaría un encarecimiento real incivilizado -de hiperinflación- en el dólar, con instantánea y traumática dolarización. El problema en una crisis es cómo convencer a los agentes que no se devaluará; que no se confiscará parcialmente billetes, depósitos y deuda pública y privada nominada en pesos.

VII-Flujos de capital, atraso cambiario y crecimiento

Argentina ha crecido a elevado ritmo los últimos cuatro años (7,1% en 1994, 6,5% en 1993, 8,9% en 1992, y 8,7% en 1991). Empero, ello no ha dado solidez al sistema financiero ni robustecido en el largo plazo la convertibilidad. El crecimiento del PBI ha sido "comprado" con una fuerte proporción de ahorro externo, que por su naturaleza transitoria podría llamarse "no genuino" y la crisis financiera lo ha permitido desnudar. Por el contrario, ha faltado, un crecimiento "genuino", de largo plazo, esperado de ser de tasas más reducidas que las reciente observadas.¹⁵ Este, por el efecto credibilidad positivo que los agentes locales e internacionales le atribuyen, reforzaría la estabilidad, evolucionando positivamente los agregados monetarios y el volumen de crédito al sector privado, posibilitándose también renovar o expandir al vencimiento el stock de deuda pública. Esto es el reverso de la caída de incertidumbre y de la prima de riesgo-país. Esta caída incentivaría la entrada de capital externo -de una sola vez, para igualizar tasas de interés externa e interna-, expandiéndose por esta vía, también, los agregados monetarios, el volumen del crédito y el nivel de actividad económica. Este mayor nivel, a su vez, aumentaría la recaudación de impuestos y la solvencia intertemporal del Estado. Por otro lado, la tasa de crecimiento positiva habilitada por el creciente nivel de actividad económica permitiría paliar el problema del desempleo.¹⁶

En el corto plazo es factible un crecimiento con varias características parecidas al anterior, pero es "no genuino" porque no se sostiene en el tiempo; se ha

¹³. El tipo de cambio real está atrasado, aunque en 1994 se detuvo su deterioro; antes de la devaluación mexicana era plausible que la carga de la prueba corriese por quien lo invocase, hoy debiese desplazarse hacia los que lo niegan.

¹⁴. La neutralidad devaluatoria sobre variables reales requiere de ciertos escenarios. Para la potencialidad de hiperinflación de una devaluación, véase Gastaldi S. (1991).

¹⁵. Crecimiento "genuino" y "no genuino" son de propia cosecha, incorporando en el primero la influencia de la caída de la prima de riesgo-país.

¹⁶. Se requiere suponer una innovación tecnológica de buen comportamiento respecto a la demanda de mano de obra.

hecho visible a los agentes la brecha entre el buen ritmo de expansión de la actividad económica habida durante un período de tiempo y la situación de insolvencia en amplios sectores productivos, y por ende en los bancos.¹⁷ Este es el tipo de crecimiento que parece haber ocurrido en Argentina desde la convertibilidad. La hipótesis sustentada es que esto se relaciona a la caída desmesurada del tipo de cambio real (atraso cambiario), que a su vez se liga con la holgura del mercado internacional de crédito; al modo de implementar la política fiscal (más o menos austera, impuestos más o menos distorsivos, etc.); y a las características de la estructura económica (relevancia del sector de no transables, participación del gasto público en el ingreso, grado de protección del sector financiero doméstico, volatilidad de los parámetros de las ecuaciones del modelo de la economía, historia de las acciones del Policy Maker, etc.).¹⁸

La hipótesis previa da posibilidad que los flujos de capital generen crecimiento "no genuino", pero no quita relevancia al pronóstico de su sentido y magnitud. Así, por la incidencia tenida en la actividad económica de los últimos 4 años, es de interés indagar si la caída en los flujos es transitoria o permanente. El último ciclo de dinero internacional barato duró cinco años, desde 1989 a 1994; antes, hubo diez años de dinero caro entre 1979 y 1989; de entre éstos, seis o siete fueron de dinero inaccesible para América Latina (entre 1982 y 1989). Luego de la reciente decisión de la Reserva Federal de EEUU de no elevar la tasa de interés, no es esperable una suba en la misma o, si ocurriese, que lo haga bruscamente como en los últimos años setenta y primeros ochenta. Por esos tiempos, el FED debía bajar la inflación del 20% anual; debía inducir, vía alza de tasas de interés, una recesión; ahora debe controlar que la tasa de inflación no se escape de 4 %, usando el alza de tasas para evitar una fuerte expansión económica. Un comportamiento estabilizado de la tasa de interés es consistente con la necesidad de no agravar los problemas de las economías emergentes, sobre todo de México y Argentina. El problema internacional que puede alterar la prospectiva, es la caída sin parangón del dólar respecto al yen y marco alemán. Para tener una idea, a fin de febrero de 1985 -punto de máxima valorización- se cotizaba el dólar a 3,50 marcos, hoy lo hace a 1,36; hace 10 años eran 263 yenes contra 1 dólar, hoy son menos de 90 unidades por 1 dólar. Para fortalecer el dólar, el FED podría reiniciar la suba de tasas de interés, incentivando la salida de capital de las economías emergentes. Esto último se ha verificado en la crisis reciente de México, y no se condice con la Teoría de Paridad de Tasa de Interés de Economía Abierta: la suba de la tasa nominal en EEUU tiene la misma consecuencia que un aumento de la prima de riesgo-país en los países emergentes, ya que el ascenso de igual cuantía de la tasa nominal de interés doméstica no anula hacia afuera el movimiento de capital. El alza de tasa por el Comité de Mercado Abierto del FED debería ser esperada, si EEUU pondera más fortalecer el dólar que el agravamiento de las economías emergentes y la licuación de deuda propia vía caída del dólar en el mercado internacional. El costo para los americanos de una licuación de deuda es la probable pérdida de posición relativa en la recaudación de señoreaje internacional, frente a Alemania y Japón. El beneficio de no agravar problemas de las economías emergentes, es evitarle al sistema financiero internacional la magna dificultad que tendría en caso de digerir 2 o tres Méxicos al mismo tiempo.

Aparte de la solvencia de los sectores financiero y real, las cuestiones anteriores explicarían el sentido y magnitud de los flujos de capital. El ahorro interno

¹⁷. Piénsese una familia o empresa con significativo flujo crediticio (buena reputación) y de ventas. La inercia de la buena reputación puede hacer que, durante varios períodos, los quebrantos de una actividad queden oscurecidos por los buenos niveles de ventas.

¹⁸. Todo eso cabe en el término "estructura económica". Pero para el análisis es conveniente separar la política fiscal y la situación del mercado internacional de crédito.

argentino creció desde 1991, pero es insuficiente para financiar la inversión requerida para crecer y no agravar la tasa de desempleo abierto. La falta del complemento de ahorros externos iniciará un ciclo recesivo, con caída de recaudación tributaria, reducción del grado de solvencia intertemporal del Estado, aumento de la prima de riesgo-país, problemas de insolvencia en bancos, sospechas de incumplimiento de la Ley de Convertibilidad, y magra performance del mercado de capital doméstico. Retornados los flujos, el problema que sigue es el diseño de una política fiscal (sin imposición a la entrada de capital) de una manera tal que no se convierta en mayor atraso cambiario.

VIII-La Devaluación Azteca y las dificultades en los Bancos

Con la devaluación, los inversores internacionales, con *comportamiento inicial* diferenciado entre fondos comunes de inversión, administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, bancos, etc, comienzan a liquidar títulos de acreencias¹⁹ sobre México y los países más asimilables en su percepción, independientemente de la moneda del contrato, ocasionando dificultades magnas al mercado de capital y al sistema financiero doméstico de los países emergentes. Los títulos públicos mexicanos cayeron abruptamente en sus cotizaciones, arrastrando a los argentinos, venezolanos, brasileños, etc. Los depósitos pueden no ser retirados, si es percibido por los agentes económicos que existe protección a través de garantías o seguros de depósitos. Las diferencias de *comportamiento inicial* están relacionadas al cambio operado en la última década en el mercado de crédito internacional, por el lado de la oferta. Los grandes bancos vienen reduciendo su participación en la compra de títulos-valores, frente a una infinidad de fondos de inversión que se esparcen por el orbe. Y estas unidades financieras, en sus comportamientos frente al riesgo, no actúan de igual modo. En los Ochentas, la crisis de la deuda latinoamericana pudo administrarse por los grandes bancos internacionales, pese a numerosos pequeños bancos acreedores que traían dificultades a la concertación. En la crisis presente, los fondos de inversión actuaron de manera independiente, y la falta de coordinación ha magnificado las consecuencias.

La huida de papeles que la crisis acarrea tiene por contra-partida la búsqueda del dinero efectivo, activo seguro salvo que haya alto grado de desconfianza en la solvencia intertemporal fiscal del Estado. En el supuesto último, al dinero se lo busca cambiar por divisa, en especial rigiendo esquemas de tipo de cambio fijo (la autoridad suministra las cantidades requeridas por la demanda, al precio estipulado), y es una razón para la dificultad de los bancos (a menos que el depositante, por instantánea reconversión de nominación del contrato, no tenga incentivo para retirar su acreencia). En Argentina, luego de la devaluación, el rápido retiro de depósitos en bancos percibidos inseguros, resulta de la virtual ausencia de la garantía de depósitos y de agencias públicas o privadas que los aseguren. Sólo la Ley de Entidades Financieras en vigencia da resquicio para resarcir depositantes hasta un monto de \$ 3.000 en caso de quiebra de un banco.²⁰ Además, para el supuesto de difusión del problema, los agentes toman nota que la convertibilidad no permite la cobertura del *prestamista de última instancia* (con emisión la Autoridad cubre la pretensión insatisfecha de retiro de depósitos en los bancos), acicateando la extracción de fondos por parte de los particulares.

¹⁹. Bonos (públicos y privados), acciones y depósitos de diversos tipos constituidos en los bancos.

²⁰. La quiebra da posibilidad que los depositantes recuperen parcialmente sus acreencias a partir de la realización de la cartera activa del banco.

Los déficits de fondos líquidos de los bancos puede deberse a genuina insolvencia (la actividad da pérdidas en el horizonte de largo plazo) o, más simple, a problemas de iliquidez transitoria. La iliquidez ocurre porque frente a una demanda súbita de transformación de depósitos a pesos, los bancos no cuentan con una cartera activa de madurez inmediata: es el descalce de los plazos activos respecto a los pasivos del sistema de Encaje Fraccionario. Los bancos con dificultades pueden intentar sortearlas elevando la tasa pasiva a pagar al depositante, iniciando Juegos Ponzi.²¹ Si los agentes forman expectativas racionales, los juegos Ponzi no podrían difundirse a todo el sistema, dada la información existente (no hay garantía de depósito ni prestamista de última instancia); diferenciarían los bancos con iliquidez transitoria de los insolventes, retirándose los depósitos de manera selectiva, sin producir corridas bancarias, acotándose la desarticulación de medios de pagos a la brecha entre el valor contractual y el de mercado de los depósitos constituidos en los bancos insolventes. Si la Autoridad resarciese a los afectados (el quebranto de algunos particulares es gasto público), lo haría para estabilizar la confianza de la población en el sistema financiero; a la par dejaría una señal a los agentes económicos: no hay garantía de depósito, pero la Tesorería cubre los quebrantos.

En las corridas bancarias de 1980 caen los principales bancos privados (BIR, Los Andes, Oddone, etc), pese al alto porcentaje de garantía en los depósitos.²² La explicación está en la peligrosa mezcla de: garantía de depósito; tasa libre de interés; deficiente superintendencia de bancos, y por ello concentración de préstamos (al conglomerado); juegos Ponzi; percepción de insolvencia de los bancos por fuertes quebrantos en cartera activa; percepción de fuerte atraso cambiario que justifica el quebranto anterior; y desmadre fiscal. La crisis de 1994-95, ocurre en un contexto diferente, ya que median aprendizajes del Policy Maker y del agente económico, incorporando la experiencia habida desde el fracaso del plan de estabilización de Martínez de Hoz hasta el quiebre de expectativas de hiperinflación vía aplicación de la convertibilidad. Así, para mejorar la superintendencia bancaria la Autoridad diseñó la *Central de Riesgo*, determinando la característica del riesgo de la cartera activa de los bancos a través de monitoreos técnicos, muchos de ellos desarrollados a partir de flujos informativos en tiempo real; adoptó las normas del Banco Internacional de Ajuste de Basilea para capitales mínimos y relaciones técnicas entre fuentes de financiamiento del total de los activos; y posibilitó la securitización de la cartera activa bancaria, contribuyendo a difundir riesgos del crédito en el sistema. En principio, era para esperar una corrida menor o para descartarla. Si como parece plausible, los agentes forman expectativas racionales, y la conducta esperable es que no participarían de juegos Ponzi, que la Autoridad haya desconfiado de la resolución privada de los problemas de los bancos vía quebranto es porque éstos podían ser siderales. Como bajo Encajes Fraccionarios los mercados del dinero y del crédito están entremezclados, se desarticularía el mecanismo de pago de la sociedad. Y la razón para esperar lo anticipado por las expectativas racionales de los agentes sobre el estado de solvencia de los negocios, es la incidencia negativa sobre la rentabilidad de las empresas que ha tenido el atraso cambiario desde el plan actual de estabilidad y aún antes.²³ En estas circunstancias, el valor económico de la cartera activa del conjunto de bancos discrepa notoriamente de su valor contable real, y si la Autoridad no se hace cargo de esa diferencia, la tendencia de los depositantes es buscar otras

21. Sobre "Juegos Ponzi" véase Anexo, Fernández, R.(1987); Gastaldi, S. y G. Ferro (1990); y Kindleberger, C. P.(1991).

22. Primero al 100 %, luego al 90%, luego los vuelve al 100% (excepto depósitos en dólares) en plena crisis,

23. Las cifras de Machinea, Fanelli y Kacef (1994), ponen de manifiesto la intensidad de la caída verificada en el tipo de cambio real en los últimos 8 años.

colocaciones que los protejan mejor. Esto presiona al recorte de crédito al sector no financiero de la economía, comprometiéndolo aun más de lo que ya lo ha hecho el tipo de cambio real, realimentándose y potenciándose los efectos en un círculo vicioso. La hipótesis de fuertes dificultades en la cartera activa de los bancos se avala con la aspiración de la Autoridad de sancionar una nueva Ley de Quiebras, y de reducir cargas impositivas sobre los sectores productivos de forma de mejorarles el tipo de cambio real percibido.

Los problemas de liquidez y solvencia de los bancos argentinos, luego de la devaluación mexicana se potencian por la suspensión o cierre de algunos llamados "mayoristas", sobre expuestos en títulos públicos mexicanos, y por las dificultades habidas en numerosos bancos oficiales de provincia, incluidos algunos de envergadura. Los bancos percibidos riesgosos son los que han concentrado la cartera activa en empresas de altos riesgos en sus proyectos productivos; o en empresas que tradicionalmente han gozado de buena reputación, pero acumulan pérdidas por el cambio inesperadamente duradero (y en desequilibrio) en los precios relativos; o en la compra de títulos de deuda pública de países que luego del 20.12.94 cayeron abruptamente en su valor; o en acciones que se han desplomado por el pánico. Cuando sobre estos bancos la demanda de extracción de fondos no se satisface, la probabilidad de pánico aumenta con la toma de información de los otros depositantes y el mayor entendimiento de los agentes sobre el desenvolvimiento potencial de los sucesos. Si ocurre, resulta casi indistinguible desde el punto de vista de solvencia los diferentes bancos.

IX-De dificultades de los bancos a los de la Convertibilidad

Sin menguar la importancia de modificaciones ocurridas en el sistema financiero argentino desde la consolidación de la estabilidad en 1991, que han sido numerosas y de naturaleza cualitativa en orden a nuevos instrumentos de crédito del mercado de capital, el grueso del mecanismo de pagos y de crédito de la sociedad se estructura a través de encajes fraccionarios a los depósitos bancarios. Por lo anterior, la tarea de multiplicación de depósitos de los bancos hace que los medios de pagos de la comunidad (M2 bimonetario) superen al circulante. Esto se concreta con la concurrencia de la voluntad de endeudarse por parte de los particulares y de conceder préstamo por parte de los primeros. Como en esta organización la rentabilidad de los bancos depende en forma destacada de la actividad de crédito, y los particulares vía endeudamiento bancario pueden financiar sus proyectos de inversión que desborden los ahorros constituídos, los incentivos que emanan del sistema son conducentes a su desenvolvimiento. O sea, en este endeudamiento se va mezclando la estructuración del mecanismo de pagos de la sociedad -el volumen de depósitos de corto plazo forma parte de los medios de pagos- con la del mecanismo de crédito.

Cuando ocurre un shock intenso de confianza negativo -a la mexicana-, dependiendo de la interrelación de los mercados y la consideración de los titulares de riqueza financiera en cuanto a características de riesgo y rendimiento diferenciales de los papeles emitidos por los emisores domésticos, es posible que aquél se difunda sobre el mercado financiero doméstico, generando pérdidas en el valor riqueza de los títulos-valores y depósitos tenidos por los agentes. Estas pérdidas son acordes, inicialmente, a la apreciación de solvencia que le asignan los transactores al emisor del título, luego del shock.²⁴ Para los papeles emitidos por el sector público y privado (excluido depósitos), el shock negativo de confianza se refleja en una mayor velocidad (ex-ante) de entrada

²⁴. El análisis toma en cuenta el comercio de papeles ya emitidos, lo que es razonable pensado en una crisis.

(oferta) que de salida (demanda) de papeles en el mercado. Los depósitos tienen un valor fijo de conversión al vencimiento, supuesto que el banco honre su compromiso. Que lo haga, depende de los factores conducentes a disponer la liquidez requerida. Si existe garantía o seguros de depósitos, o la *creencia* acerca de la misma por parte de los depositantes, de no mediar shocks negativos de confianza es probable que los particulares al vencimiento se hagan de los depósitos, e inclusive lo renueven, o lo hagan otros por ellos. Operando un shock negativo de confianza, de masa crítica, él puede hacerse visible con la separación de algún banco importante del sistema dispuesta por la Autoridad, o por la imposibilidad de algún banco grande para devolver depósitos. En esas circunstancias, el banco del sistema de Encaje Fraccionario se caracteriza por la propensión a tener dificultades agudas de liquidez, siendo éstas mayores con el grado menor de solvencia que le atribuyan los particulares, y donde el cómputo de *solvencia percibida* de los agentes incorpora las características del régimen de garantía o seguro de depósito existente. Si la solvencia percibida sobre los bancos es baja, ella se manifestará en una salida de depósitos del sistema. Esto agrava la iliquidez inicial, presionando a la recuperación de los créditos concedidos, lo que trae problemas al sector real²⁵ y deteriora el valor percibido de la cartera de activos de los bancos, lo que reduce nuevamente el valor percibido de solvencia de los bancos. Este proceso, dejado desenvolverse, termina en un crack financiero.

En Argentina, en una situación como la descrita, la Ley de Convertibilidad se puede cumplir sólo en el supuesto de que los depositantes se hagan cargo de la administración de la cartera activa de los bancos y de los quebrantos. En efecto, la desconfianza de los agentes en el sistema financiero les hace demandar la conversión de la totalidad de depósitos de corto plazo a pesos (maduración casi automática de la cartera pasiva), pero los bancos no pueden recuperar la cartera activa al mismo ritmo (maduración más lenta de la cartera activa de los bancos). Por la diferencia de madureces de las carteras, más los quebrantos en la cartera activa de los bancos, aparecería un faltante de caja para el sistema bancario. Esto dejaría a los depositantes con el quebranto más el problema financiero de espera de la recuperación de la cartera activa. En la perspectiva de la economía global, la realización de la cartera activa implicaría un proceso de desintermediación financiera total. Con este supuesto tan benigno para un crack financiero (administración de cartera activa de los bancos por los depositantes), el Banco Central podría cumplir la Ley de Convertibilidad, atendiendo la demanda de dólares de los particulares. A los fines prácticos, eso es un sustituto muy próximo de la devaluación, ya que desaparecería el sistema financiero, que es la misma consecuencia que hoy se le atribuye a esa medida para el caso de ser implementada; es como incumplir la Ley.

X-La especulación de algunas medidas posibles en Argentina

El anterior desarrollo nos habilita para el análisis de algunas medidas alternativas y las adoptadas frente a la crisis desatada por la devaluación mexicana. Diversos analistas especularon con la posibilidad que la Autoridad incautara parcialmente los depósitos. En una sucesión de hechos, y bajo el supuesto simple de que en el activo sólo hay prestámos, se requeriría: hacer un feriado bancario; tomar la información de la Central de Riesgo para estimar el porcentual de insolvencia de la cartera activa del total de bancos y el de la incautación; los depósitos de todos los bancos son desagiados en la magnitud

²⁵. La liquidación de bienes o activos puede ser ruinoso para la firma; por otra parte, para ésta, una decisión "espero y veo" puede ser racional debido a la "incertidumbre patrimonial" que se desata en momentos de crisis, pero negativo para la valuación del activo del banco.

de la incautación; el monto del desagio es acreditado al BCRA; la cartera de préstamo de los bancos se distribuye en solvente e insolvente; con el desagio el BCRA compra la cartera insolvente de cada unidad, identificando el banco-problema si el primero es inferior al segundo; con el excedente de desagio en otras unidades la Autoridad completa la compra de la cartera insolvente; como un rematador walrasiano, la Autoridad transfiere carteras activas solventes y pasivas desagiadas de los bancos-problema a bancos solventes. Toda esta fenomenal tarea debiera realizarse en un breve período (un fin de semana). Suponiendo que se lo pueda hacer, el problema superstito es el *efecto incentivo* plasmado: a futuro, cuando hay crisis, los depositantes se hacen cargo de las pérdidas. Salvo que la medida incautoria sea acompañada por la garantía o seguro de depósitos, y sea *creible* por los agentes económicos (lo que es dudoso, por el problema reputativo comprado), o de una transformación de la organización financiera (banca Simons, por ejemplo) la salida de los depósitos del sistema no frenaría hasta la desintermediación total. Estos elementos pueden haber hecho desestimar la implantación de la medida.

Una medida posible era la "dolarización de derecho".²⁶ Por ésta se resigna soberanía y, más allá de su valor emocional, la posesión de un signo monetario propio tiene valor económico para un Estado Nación, si es prudente y lo sabe cuidar (capaz de ofertarlo a los ritmos requeridos por la demanda). Si posee esta virtud, puede transformar papel pintado de bajo costo de producción en recaudación genuina de recursos reales de una forma permanente (recaudar "señoreaje"). Con alta reputación, un gobierno puede recaudar velozmente ingentes recursos para atender casos de real emergencia nacional²⁷, y con la dolarización se pierde la posibilidad; con la última también se pierde el tipo de cambio como instrumento de política económica, pero existe sólo bajo ciertas circunstancias. Esos son los costos. Los beneficios^{28,29} serían: consolidación de la estabilidad, por el requisito de equilibrio fiscal permanente (no se puede emitir dólares para financiar desequilibrios); desaparición de transferencias intempestivas de riquezas vía devaluación; caída de la incertidumbre y de la prima del riesgo-país; luego de algún breve período de tiempo, conformación de precios relativos adecuado a las restricciones factoriales, tecnológicas y de gusto de la economía doméstica relativas a las de la economía internacional; posible mejora del ahorro y fondos para la inversión disponibles a menores tasas de interés. Políticamente, es problemática para cualquier gobierno. Los votantes han sido arengados exaltando los valores de la nacionalidad y de sus símbolos, entre ellos el peso. Sin embargo, al oficialismo la dolarización de derecho le haría perder votos, pero una devaluación lo llevaría a la derrota electoral. De todas maneras, la decisión de la Autoridad de no devaluar ex-ante no asegura que no la haya ex-post. En crack financiero, con corrida bancaria-cambiaría generalizada, la demanda de dólares, salvo confiscación de depósitos, supera holgadamente a los dólares disponibles. Este sería el caso en que el mercado toma la decisión de dolarizarse.

XI-Medidas adoptadas en Argentina (I)

²⁶. Véase dolarización de derecho vs. de hecho, en Gastaldi, S. (1991). La "dolarización de hecho" es decidida por los propios agentes económicos privados.

²⁷. Véase al respecto, entre otros, a Calvo y Vegh (1992).

²⁸. La dolarización decidida por el mercado es considerada aquí traumática en el corto plazo. En el largo plazo, deberían ser indistinguibles.

²⁹. Véase estos beneficios, en Gastaldi, S. (1991).

Sin inhabilitar la dolarización de los agentes si ellos la deciden, las medidas adoptadas para tratar de resolver la crisis fueron otras. La Autoridad, aparte de la persuasión sobre las diferencias con México y ratificación de la Ley de Convertibilidad (suministro de pesos o dólares por el Banco Central según el deseo de los particulares), adoptó medidas fiscales, coyunturales-financieras y de reorganización del sistema bancario, dirigidas a producir un cambio sustantivo -de masa crítica- en la confianza de los agentes económicos nacionales e internacionales. Para financiar las últimas, se pretende también la obtención de fondos externos. Sin ser lo primero en el tiempo, en lo fiscal se anunciaron medidas de austeridad a comienzo de enero y el 25 de febrero, que como "efecto anuncio" fueron insuficientes. La persistencia de la sensación de debacle llevó a que en la segunda semana de marzo se concretaran otras, que sí fueron estimadas por los agentes como de tener la dimensión necesaria³⁰ para cambiar positivamente el grado de confianza en la solvencia intertemporal del Estado. Estas consistieron en aumento en la tasa del IVA del 18 al 21 % (por un año y no sujeto a coparticipación), en ampliación de la base imponible del impuesto a los bienes personales con reducción de la alícuota del 1 al 0,5 %, en el aumento de los apartes patronales del 30 % para la previsión social, en reimposición de la tasa de estadística al 3 % sobre las importaciones (excluido mercosur y compras externas de maquinaria, informática y combustibles), en la reducción del 25 % en los reembolsos a las exportaciones, en ventas de acciones remanentes de empresas privatizadas, en establecimiento de nueva moratoria impositiva, y en reducción del gasto público. Según el Ministro de Economía, en exposición realizada luego de las medidas del 14.03.95, sobre la base de un presupuesto inicial equilibrado para 1995 de \$52.220 millones (incluido privatizaciones), el impacto estimado de la crisis era de \$4.550 millones menos de recaudación (de impuestos 3.750, uso de privatización 300 y aumento de intereses por 500). Entre ahorro de gastos y mayor recaudación estimada a partir de las nuevas medidas, se esperaba agregar \$6.550 millones. La consecuencia sobre el superávit presupuestario, reestimado a partir de los conceptos previos, es una mejora de \$2.000 millones (incluido privatización). Algunas de las medidas detalladas son también de política comercial externa y no están en la dirección correcta respecto al tipo de cambio real.

En lo monetario, el BCRA a inicios de enero de 1995 autorizó a los bancos a fondear los encajes sobre los depósitos, sea en pesos o en dólares, con moneda doméstica o divisa; es importante para asegurar, en perspectiva de largo plazo, la confianza, ya que cesa la discriminación entre los pesos y dólares en la contabilidad de los bancos.³¹ Implica profundizar la convertibilidad, sin afectar el respaldo a la base monetaria, y muestra la disposición de ir a la dolarización, si es necesario, antes que a la devaluación. Empero, por la forma en que se implementó, fue una causal de desconfianza en el corto plazo. Esto puede parecer paradójico, ya que si un peso es lo mismo que un dólar para el fondeo de encajes, lo esperable era que la percepción del sistema financiero fuese que no habría devaluación. Sin embargo, al autorizar la indiferencia de fondeo, como no se provenía de posiciones deseadas, al ir a éstas, un mero asiento contable del Banco Central -a partir de la demanda de convertir depósitos en pesos en depósitos en dólares en la parte de los encajes-, por la magnitud, pasó a ser una especie de preferencia revelada por los bancos, indicando al mercado que ellos no estaban seguros que no se devaluaría. Aquí, dos cuestiones pueden señalarse. En primer lugar, la medida de indistinción de moneda de fondeo tiene un timing para su puesta en vigencia. En noviembre de 1992, su eficacia como bálsamo de malas expectativas habría sido plena; dos años después, en medio de una crisis difundida, puede traer el inconveniente detallado. A partir de aquí, las inquietudes de los particulares no bancarios por los fondos depositados fue en ascenso. Es posible que un acuerdo de caballeros entre la Autoridad y los

³⁰. La debilidad del anuncio fiscal del 25.02 se relaciona a la coyuntura electoral.

³¹. Para un análisis de la importancia del punto, véase Gastaldi, S. (1993).

bancos, en el sentido que se tomaba nota de las nuevas reglas, pero sin usarlas, hubiese impactado positivamente. En segundo lugar, una explicación contable hubiese aquietado expectativas: si los bancos desean cambiar la moneda de sus posiciones de encaje en el Banco Central, por esta operación contable ni entran ni salen divisas, la cobertura de la base monetaria no se altera, y si ésta está adecuadamente medida (base bimonetaria) tampoco se altera.

Otras medidas fueron las siguientes: la Autoridad, luego de una inicial suspensión de las operaciones de pases activos³² para no financiar una especulación contra el peso, las rehabilitó para distender el mercado del dinero. Por igual preocupación, permitió una transitoria dilación del cumplimiento de los requisitos de capitales mínimos de las normas del Banco de Ajustes de Basilea. Realizó también marchas y contramarchas en materias de encajes: una rebaja transitoria inicial y luego un aumento de 2 puntos porcentuales para fondear una red de seguridad bancaria administrada por el Banco Nación. Elucidar el por qué fue requerida esta red abrevia explicaciones sobre los fondos fiduciarios que en el último mes fueron diseñados, y es tratado en el próximo apartado.

XII-Medidas adoptadas en Argentina (II)

a) Antecedentes de la Red de Seguridad: La preocupación de la Autoridad desde la primera manifestación de caída en el volumen de depósitos fue diseñar una red, inicialmente entre bancos privados, que atemperase la tendencia a la fuga de los depósitos de los bancos. Esto es debido, entre otras causas, a que la Carta Orgánica del BCRA vigente a esa fecha no los garantizaba; sólo la Ley de Entidades Financieras cubría hasta \$ 3.000 por depósito; tampoco disponía de la figura del "prestamista de última instancia". Además, se tenía la restricción de la caja de conversión: crear dinero solventando las dificultades financieras o económicas de los bancos³³ vulnera la ley y le hace perder credibilidad respecto a mantener la paridad de conversión comprometida. Como las acciones de administración de crisis requieren minimizar las externalidades negativas de una generalizada desconfianza en el repago de los depósitos, se pensó en la red de seguridad como una herramienta idónea para atender al objetivo propuesto. Esta red sufrió mutaciones, pero siempre su finalidad fue paliar las rigideces de ambas, la Ley de Convertibilidad con su regla de provisión de dinero, y la Carta Orgánica del BCRA con la inexistencia de garantía de depósitos y la no habilitación de la figura del prestamista de última instancia. Esta, en Encajes Fraccionarios, es necesaria, pero no respeta en todas las circunstancias la regla de provisión de dinero de la Ley de Convertibilidad. La Autoridad elaboró un proyecto de reforma a la Carta Orgánica que, en el momento presente, trata la Cámara de Senadores. El proyecto, aprobado en la última semana de marzo por la Cámara de Diputados, restablece la condición de "prestamista de última instancia" del BCRA, condición que había perdido con la reforma del año 1992.

b) La Operatividad de la Red: En situaciones de generalizada desconfianza, se acentúa el drenaje de depósitos, y se verifica un cuantioso traspaso de fondos de algunos bancos considerados dudosos hacia los más confiables (Banco Nación Argentina, Banco Provincia de Buenos Aires, banca extranjera y alguna gran banca nacional). Estos movimientos generan *inicialmente* iliquidez en algunos y holguras en los beneficiados por la confianza del público. Es inicialmente, porque al acentuarse las acciones de recuperación de crédito por parte de los bancos, contribuye a aumentar los problemas de los deudores,

³². Estos préstamos transitorios al sistema financiero son concedidos a la tasa fija habitual del 13% .

³³. Esto diferencia nuestra convertibilidad. Por ejemplo, la de Bretton Woods, por la confianza al Estado americano, no tenía la regla de provisión de dinero de Argentina.

incentivándose la sospecha sobre la solvencia de la cartera activa de otras entidades por parte de los agentes económicos, apareciendo más bancos ilíquidos en una segunda ronda. Este proceso, sin interferencia, tendría por consecuencia la desarticulación del sistema de pagos de la economía. Para evitar ese problema estaría la red de seguridad entre bancos privados, desarrollando el rol de banco de bancos. En ésta, los bancos excedentarios prestan a los comprometidos, posibilitándose la devolución del grueso de depósitos y garantizándose los prestamistas con la cartera de créditos de los bancos que reciben los fondos. A medida que a los excedentarios les devuelvan los fondos tomados en préstamo, retorna el control sobre la cartera activa por parte de los prestatarios. En el caso que no se redujese el volumen de depósitos del sistema (sólo ocurren desplazamientos), la red podría cumplir bien su cometido. Como esa red de seguridad funcionaba lentamente en la valuación de la cartera activa, porque estaba difuso a quién correspondía el rol de gestor, y con pocos fondos, primeramente la Autoridad permitió que el Banco de la Nación y el Banco de la Provincia de Buenos Aires participaran activamente de la misma, y luego que se constituyera un fondo para el auxilio a partir de una suba de los encajes. La participación de esos 2 grandes bancos públicos permitió, en una coyuntura compleja, desafectar sus fondos excedentes (sobre todo del Banco Nación) del destino obligado de auxilio a los bancos provinciales comprometidos.

c) *Los Fondos Fiduciarios y la Red de Seguridad:* En la expectativa de la Autoridad, una red eficaz operando en la crisis financiera morigeraría la caída del stock de crédito, evitando la ruptura del mecanismo de pagos y el enervamiento de los procesos productivos de la economía, típicos de Encajes Fraccionarios con bancos sospechados de insolventes. Bien operada, permite superar el problema de coordinación de información que se tiene, siendo en el corto plazo más eficiente que la capitalización de todas las posiciones deudoras habidas en los patrimonios de los agentes económicos. Pero *bien* operada, porque las lógicas rémoras (desconocimiento de la función) hacen dudar de su capacidad para cambiar el negativo estado de las expectativas.

Habiendo problemas de funcionamiento, y sería iliquidez o insolvencia en algunos bancos privados y en grandes bancos públicos de provincia, se hizo necesario una operatoria diferente. Así, en plena crisis, el 26.02.95, por decreto se reforma la Carta Orgánica del BCRA, habilitando a éste a conducir la red de seguridad, lo que es entendible al ser la institución con más información sobre el sistema financiero, y ser de su responsabilidad velar por la sanía del mismo. También, por el decreto se reinstituye al BCRA la condición de prestamista de última instancia. La nueva red se basa en la constitución de 2 fondos fiduciarios, uno para la cobertura de dificultades de la banca pública provincial o de los gobiernos titulares -el "Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP)"-, y otro para atender la iliquidez e insolvencia de los bancos privados -el "Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria (FFCB)"-, cada uno contando con aproximadamente U\$S 2000-2500 millones. Los objetivos son atender situaciones transitorias de iliquidez; comprar activos de los bancos para revenderlos luego, con el fin de dotar de liquidez a las entidades y realizar los bienes que hubiese adquirido.

El FFDP ha sido diseñado para la capitalización y privatización de los bancos provinciales.³⁴ Como el problema de estos bancos públicos es la deuda del Gobierno, el FFDP entregaría fondos a las provincias elegibles, adelantando recursos a las que les encomienden la privatización de sus empresas u otros activos, por hasta el 70% de su valor probable de realización. Si bien no es del interés de la Autoridad hacer caer los bancos públicos, aprovecha la oportunidad de asfixia financiera para el compromiso activo de privatización o reorganización de los mismos de forma de tener mayor control de los déficits de las provincias. El destino esperado de los fondos es 50% a la privatización de bancos

³⁴. Y también de las empresas públicas provinciales.

provinciales, y el 50 % restante a la privatización de otras empresas provinciales. El FFDP, cuando cumpla su cometido será liquidado, siendo U\$S 1200 millones aportes no reintegrables a las provincias, distribuidos conforme a su respectivo porcentaje de coparticipación. La fuente de fondos del FFDP serían U\$S 500 millones del BID, U\$S 500 millones del BM, U\$S1.000 millones del BIS (préstamo garantizado con la caución del 20% en manos del Estado de las acciones de YPF).

El FFCB³⁵, para auxilio a los bancos privados, trabajaría teniendo en cuenta la división de las entidades en 3 categorías: 1) Bancos con problemas de liquidez y eficiente administración: podrían emitir obligaciones negociables convertibles en acciones (ONC), a través del Fondo, para capitalizarse; el directorio inicial continuará siendo el administrador. 2) Bancos con problemas de liquidez y solvencia, pero que tienen posibilidad de seguir operando: podrían emitir ONC para capitalizarse, pasando la administración a otros bancos y auditores externos. 3) Bancos con problemas serios de liquidez y solvencia y sin capacidad de gestión: se cerrarían, pero respetando los depósitos de los ahorristas. La fuente de fondos del FFCB serían préstamos del Banco Mundial por 500 millones; y U\$S 2000 millones del Bono Argentina.

d) *El Seguro o Garantía de Depósitos y la Red de Seguridad*: El proyecto que trata el Senado establece otro mecanismo de seguridad en la red. Habría un "Fondo de Garantía a los Depósitos (FGD)", constituido por el aporte de los propios bancos a través del pago de primas fijas sobre los depósitos, y sería administrado por una compañía privada de seguros. Estrictamente, este fondo tiene un objetivo diferente a los otros 2. Con el FGD se pretende, aparte de atender situaciones en la transición, que los depositantes a futuro, asumiendo algún grado de riesgo, perciban que los bancos receptores de sus fondos cuentan con una protección para el evento de insolvencia. Por el contrario, el FFDP y el FFCB se presentan como instrumentos de la reconversión del sistema.

e) *Resultados esperados de la Red*: Por la modalidad operativa, es esperable una fuerte concentración bancaria, quedando pocas entidades con el grueso de la cartera activa del sistema, que -dependiendo de las preferencias de los analistas- es un precio a pagar o el beneficio que se podrá recibir a futuro por la reforma estructural del sistema. Más sustantivo, lo que las Autoridades pretenden es que con fondos genuinos, aportados por empréstitos nacionales e internacionales, la red libere, por acción o por prestigio, al BCRA de tener que emitir base monetaria a los fines de satisfacer la demanda "no cubierta" de conversión practicada por los titulares de depósitos por la desconfianza que le tienen a algunos bancos del sistema.

XIII-Medidas adoptadas en Argentina (III)

Sin ser independiente de medidas presentadas, la Autoridad en la crisis, para su superación realizó *una búsqueda de credenciales domésticas e internacionales*. La primera de éstas se hace nítida cuando en las últimas semanas la Autoridad concreta, con el grupo de las más grandes empresas de Argentina (el de los Ocho) y de bancos, un acuerdo de suscripción de un empréstito patriótico -el Bono Argentina- que permitiría obtener en breve tiempo una suma de \$ 1.000 millones, a tasas libo más tres puntos, y a tres años de plazo. Si bien se obtienen fuentes de financiación para los Fondos Fiduciarios, el tiro por elevación es impactar en las expectativas de los agentes económicos a través del logro de credenciales domésticas. *La Búsqueda de Credenciales de Jerarquía Internacional* se manifiesta cuando, transcurriendo los días y la crisis no cedía, la Autoridad decide (en la primera semana de marzo) pasar

³⁵. Ambito financiero 27-03-95, Reforma del sistema financiero

nuevamente al monitoreo del FMI, siendo su solicitud prevista de ser tratada en los primeros días de abril. Es a los fines de hacerse de la parte no utilizada del Crédito de Facilidades Extendidas que ella misma dejó caer en octubre último, y poder acceder al financiamiento extraordinario de esa y otras instituciones internacionales, como el Banco Mundial, el BID y el Banco de Ajustes de Basilea (crédito puente). Con la obtención de estos fondos se permitiría completar la financiación del salvataje de bancos, previstas en los ideados FFDP Y FFCB, para solventar, ordenadamente, las necesidades de liquidez. Otra búsqueda de credenciales internacionales, también muy reciente, es la gestión de colocación de un tramo de US\$ 1.000 millones entre los principales bancos internacionales, a las mismas tasas de interés y vencimientos que las del tramo doméstico, y las expectativas que se tienen es que esto sería conseguido. La Autoridad busca credenciales internacionales porque sin su aporte sería difícil salir del atolladero actual.

XIII-Errores de política económica reciente en Argentina

La crisis Argentina no es sólo resultado de la devaluación mexicana. La hipótesis que tenemos es que la crisis esperaba su oportunidad para manifestarse, ya que se fue gestando a partir de importantes errores. Se pueden computar:

a) Insuficiente superávit fiscal: la estabilización del peso a partir de la convertibilidad, más la regularización de la deuda externa, más la buena reputación del equipo económico como administrador, más las reformas estructurales habidas favorables a la eficiente organización de los mercados, más la holgura internacional de fondos, generaron condiciones para la oferta de un voluminoso financiamiento, directo causante de los records de actividad económica entre 1991 y 1994. La entrada de fondos externos de esos años financió el déficit de cuenta corriente; la expansión de reservas internacionales, la monetización y el crédito de la economía; y la expansión de la absorción doméstica.³⁶ Se generan así altas tasas de crecimiento del PBI y de la recaudación fiscal (revolución recaudatoria). Pero ésta no fue acompañada de la austeridad requerida para fundamentar la transformación de la economía; hubo una explosión del gasto público en las diversas jurisdicciones. Así, el superávit fiscal fue insuficiente y, en nuestra hipótesis, ha sido uno de causantes de la caída -de desequilibrio- del tipo de cambio real. Esta, al afectar negativamente a los sectores de bienes transables internacionalmente, contribuye a la continua pérdida de calidad de la cartera activa de los bancos³⁷, que está en el transcurso de la crisis bancaria.

b) Imprevisiones sobre el comportamiento del mercado de capital: la Autoridad tuvo la expectativa de una bonanza de larga duración en el mercado internacional de crédito, no considerando la rapidez con que los humores negativos de la comunidad financiera podían reaparecer. Un menor optimismo habría priorizado el logro de mayores superávits fiscales vía menores erogaciones -dada la revolución de recaudación-, para aplicarlos a mejorar la situación patrimonial del Estado (compra de propia deuda) y obtener así la percepción de mejor solvencia intertemporal por parte de los agentes locales e internacionales.

c) Tardía asimilación de pesos a dólares en el fondeo de encajes del sistema financiero.

³⁶. El gasto de consumo y de inversión, privado y público.

³⁷. Véase, Gastaldi, S. y M. Ferreyra (1994). La propuesta de reforma a la Ley de Quiebras refleja los problemas de insolvencia "en desequilibrio" de la economía argentina.

- d) Reformas estructurales no emprendidas, o muy tardíamente, por su conflictividad en el partido gobernante: el caso, entre otras, de la reforma laboral, la reforma de las obras sociales, y la de accidentes de trabajo.
- e) No haber tenido en cuenta que la Ley de Convertibilidad cambió la naturaleza del ente emisor, transformándolo en caja de conversión. Con la sanción de esa ley correspondía el cierre del Banco Central, dejando subsistir algunas funciones a través de entes independientes, entre ellas, la "Superintendencia de Instituciones Bancarias y Financieras", muy importante en Encajes Fraccionarios. Con la Ley de Convertibilidad, la política monetaria está casi vedada para la Autoridad³⁸, y la función de "Agente Financiero del Gobierno" no requiere de la figura del Banco Central.
- f) Establecimiento de una pseudo autonomía del BCRA vía la reforma de la Carta Orgánica en 1992. Se manifiesta en la creación de la *Secretaría de Finanzas, Seguros y Bancos*, que es un administrador paralelo del sistema financiero. Esto ha sido y es una mala señal para los bancos y los depositantes. Por lo anterior y para la racionalidad del gasto del Estado, esa Secretaría debiese ser eliminada. Otra manifestación es la ingerencia que tendría la secretaría señalada y la "Secretaría Legal y Técnica" del Ministerio de Economía en la conducción de los fondos fiduciarios.
- g) Las oportunidades desaprovechadas desde el quiebre de la hiperinflación para sanear el sistema financiero. En julio-agosto de 1989, con la desarticulación existente en el mecanismo de pago y de crédito, correspondía instrumentar un sistema sólido a través de una organización Simons para la Banca.³⁹ Un relato a favor de este modelo surge de la evaluación de la buena tarea desplegada, en los últimos años, por el Banco Central: ha resultado, en gran medida, sin servibilidad para la crisis actual, ya que no ha levantado el enervamiento de la Autoridad para actuar. La información de la Central de Riesgo es usable por la oficina de crédito de los bancos, habilitándose la concesión o no de un préstamo a una empresa o persona. Pero a partir de la misma, que la Autoridad libere periódicamente al público un listado de bancos clasificados: muy riesgosos, riesgosos, poco riesgoso, y sin riesgo, hecho para la evaluación de los depositantes, parece una auto-oferta de gruesos problemas, por los impactos que podría tener sobre la percepción de riesgo del sistema financiero. La securitización de activos de los bancos, con su emisión de títulos a partir de una cartera de crédito en garantía, contribuye a difundir los riesgos y a paliar parcialmente los problemas de Encajes Fraccionarios. Pero es parcial, porque no sirve para el stock de pasivos monetarios ya emitidos por los bancos, y además el logro de fondos vía emisión de depósitos, si bien tiene límites en su crecimiento, no está prohibido.

XIV-La ayuda del exterior y las propuestas de solución

La ayuda de US\$ 52 mil millones de EEUU a México, que data de no más de un mes, parece insuficiente para producir el shock de confianza requerido. Hubo un transitorio impacto positivo luego del anuncio; se salía del procedimiento lento del Congreso de EEUU y se iba al más expeditivo del Decreto Presidencial. Pero los Representantes y sectores de la Administración quieren mayores garantías sobre el repago del préstamo, y se negocia que a tal fin sirva el petróleo de México, lo que no es fácil de obtener. Esta dilación puede costar caro a México, EEUU y los países emergentes.

³⁸. Véase las reformas propuestas por los autores al Banco Central, en Gastaldi, S. y G. Ferro (1990).

³⁹. Propuesta, entre otros, por Almansi, A. y C. A. Rodríguez (1989), y Gastaldi S. y G. Ferro (1990).

También falla la coordinación internacional, subsistiendo grandes volúmenes de riesgo-país de Brasil y Argentina. Hay recelo mutuo y de la comunidad financiera internacional de una devaluación inesperada, según informan calificadas consultoras, dificultando la resolución de la crisis. No es descabellado pensar que si resultan insuficientes los fondos fiduciarios de la red, se peticione colaboración al Tesoro de EEUU y coordine acciones con los otros países afectados a fin de producir *grandes anuncios internacionales*, capaces de despertar confianza en los reticentes a transferir flujos de capitales hacia las economías emergentes. La oferta de la coordinación debe provenir de EEUU, por credibilidad. El espectro de anuncios imaginables para el logro del objetivo no es muy amplio, y por la situación internacional de EEUU tiende a reducirse. En la oferta, la Reserva Federal debería bajar la tasa de interés en no menos de un punto porcentual y comprometerse a mantenerla durante un período no menor al año. Esto le exige en lo interno una política fiscal más dura, y en lo externo una coordinación de políticas con el grupo de los Siete, debido a la baja sin precedente del dólar en el mercado internacional de divisas. De parte de los afectados (México, Brasil, Argentina, Venezuela, etc), si la situación no tiende a normalizarse, una potencial medida conducente a reconstruir la confianza internacional sería una extranjerización plena, de derecho, no decidida por el mercado, del dinero usado por los agentes económicos, con las implicancias fiscales que ello conlleva. Esta coordinación extrema de política tendría alta credibilidad (y sería beneficioso para EEUU) y sería el *anuncio estridente*. Paradójicamente, a una dolarización de conjunto sería más factible que las ciudadanías le otorguen su consentimiento. La instrumentación de tal medida no es muy compleja, habida cuenta que gran parte de la deuda externa está nominada en dólares, que se puede arancelar el comercio exterior y cobrar los impuestos en dólares, que se pueden erogar los gastos públicos en dólares, que los agentes económicos privados pueden pagar y recibir fondos en dólares, que dolarizar la contabilidad de los bancos y de las empresas es una tarea sencilla, etc. El impacto de esto produciría un shock de confianza⁴⁰ tal que posibilitaría salir de la crisis y retomar el crecimiento, ya que la "compra de credenciales" contrarrestaría plenamente las primas de riesgo-país hoy existentes. La viabilidad de largo plazo de la medida requeriría que la Administración coloque sus beneficios al servicio de la austeridad, reduciendo costos estructurales de la economía argentina.

En orden al sistema financiero, pasar a una banca Simons u otra similar es indispensable. La economía de un país no puede progresar operando con la espada de Damocles de cuándo se le cae el mecanismo de pago. En esta perspectiva, la reanudación de los flujos de capital no sería para comprar pasivos monetarios (depósitos) ahora nominados en dólares sino para adquirir títulos propios del mercado de capital. Es posible que esto inicialmente opere como un impuesto a la entrada de capital, generando una desfinancierización relativa de la economía, pero puede ser positivo si la libera de burbujas especulativas y le reduce la prima de riesgo-país. De todas maneras, sería una desfinancierización transitoria, hasta que opere el acostumbramiento de los agentes económicos relativo al mayor riesgo privado implicado en la adquisición de papeles del mercado de capital.⁴¹ Una economía sana requiere la internalización a nivel privado de los riesgos y beneficios de las actividades que son emprendidas.

⁴⁰. Al estilo Plan Austral y Ley de Convertibilidad en el caso argentino.

⁴¹. En Encajes Fraccionarios, el riesgo del depositante queda oculto en la socialización del riesgo aportada por la garantía de los depósitos o por la percepción de los agentes económicos de que a los bancos no se los puede dejar caer.

Las otras propuestas de solución están implícitas en el apartado "Errores de la política económica reciente" y, a los efectos de no repetirlas, allí remitimos al lector.

XV-Síntesis y Conclusiones

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICA

- Almansi, A. y C. A. Rodríguez** (1989), "Reforma monetaria y financiera en hiperinflación", Bs. As., CEMA, DT n° 67.
- ADEBA** (1990), *Propuestas de reforma de la Carta Orgánica del Banco Central*, simposio, Bs. As., agosto.
- Avery y Belton** (1987), "A comparison of risk-based capital and risk-based deposit insurance", ER FR Bank of Cleveland.
- Chari, V.** (1989), "Banking without deposit insure or banks panics", FR Bank of Minneapolis Quaterly Review, verano.
- Diamond, D. W. y P. H. Dybvig** (1983), "Bank runs, deposit insurance and liquidity", JPE, vol 91 n° 3, Chicago.
- Demirguc-Kunt, A.** (1989), "Deposit institution failures", ER, vol 25 n° 4, FR Bank of Cleveland, cuarto trimestre.
- Dwyer jr., G. y R. A. Gilbert** (1989), "Bank runs and private remedies", Review The FR Bank of Saint Louis, vol 71 n° 3.
- Edwards, F.** (1988), "Can regulatory reform prevent the impending disaster in financial markets?", ER FRBKansas.
- Fernández, R.** (1987), *Crecer en libertad*, Buenos Aires, Ediciones El Cronista Comercial.
- Fernández, R.** (1982), "La crisis financiera argentina: 1980-1982", CEMA, documento de trabajo n° 35, Buenos Aires.
- Friedman, M.** (1962), *Un programa de estabilización monetaria y reforma bancaria*, Bilbao, Editorial Deusto.
- Gilbert, R. y G. Wood** (1988), "Coping with bank failures", The FRBank of Saint Louis Review, vol 68 n° 10, Saint Louis.
- Golembe, C y J.Mingo** (1985), "Can supervision and regulation ensure financial stability?", en: FRBank of San Francisco.
- Kareken, J** (1990), "Deposit insurance reform or deregulation in the cart not the horse", QR, v14, 1, FRBank Minneapolis.
- Kindleberger, C.** (1978), *Manias, panics and crashes*, Nueva York, Basic Books.
- Montanaro, E** (1989), "Deregulation in Banking. Meaning and prospectives", IEByF, trabajo n° 2, La Plata, FCE-UNLP.
- Office of the Comptroller of the currency** (1988), "Quiebras bancarias en Estados Unidos", Temas Institucionales, BCRA.
- Osterberg, W y J. Thomson** (1989), "Bank capital requirements and the riskness of banks", ER v 25, 1, FRBank of Cleveland.
- Piekarz, J.** (1981), "La garantía de los depósitos en los intermediarios financieros", CEMyB, BCRA, septiembre.
- Short, E.** (1987), "Bank problems and financial safety nets", Economic Review, Federal Reserve Bank of Dallas, marzo.
- Simons, H.** (1936), "Rules versus authorities in monetary policy", Journal of Political Economy, Chicago, febrero.
- Snoek, H.** (1989), "Problemas de supervisión bancaria en PMA", Finanzas y desarrollo, v 26 n° 4, Washington, FMI-BM.
- Solomon, A.** (1984), "Banking deregulation. Where do we go from here?", Quaterly Review, v9, 3, FRBank of New York.
- Thomson, J.** (1990), "Using market incentives to reform federal deposit insurance", ER FRBank Cleveland, v26, 1.
- Valdés, S. y A. Lomakin** (1988), "Percepción sobre la garan-tía estatal a los depósitos durante 1987 en Chile", Cuader-nos de Economía, n75, Santiago, PUC de Chile, agosto.
- Wallace, N** (1988), "Another attempt to explains and illiquid banking system: the Diamond and Dybvig model with secuential service taken seriously", FRBank of Minneapolis QR.
- Williamson, S.** (1989), "Bank failures, financial restrictions and agregate fluctuations: Canada and The United States 1870-1913", QR, FRBank of Minneapolis, verano.

APENDICE A

El Sistema de Encajes Fraccionarios (SEF)

a) Los pánicos, la condición de prestamista de última instancia y la garantía de los depósitos

La condición de prestamista de última instancia permite que, en circunstancias de pánico, bancos que, aún cumpliendo habitualmente con sus obligaciones de encajes y de relaciones técnicas, desbordados por el deseo generalizado de conversión de depósitos a moneda local por parte de los titulares, recurran a la Autoridad en búsqueda de fondos para honrar sus compromisos con los depositantes. Si el banco en cuestión es solvente, reestablecida la confianza podrá, con el reflujo de los depósitos, devolver los importes acordados.

La razón por la cual es necesario otorgar confianza a los depositantes, vía la garantía de los depósitos o por otros medios, es porque en un SEF la actividad de préstamo no sólo es una provisión de servicios al mercado de capitales, sino también una de las formas en que se estructura la provisión de liquidez y el mecanismo de pagos de la sociedad. Luego, una corrida bancaria es desestructurante de éste. Debiendo efectivizarse la garantía por la ocurrencia de eventos de insolvencia, el Banco Central redime con base los pasivos garantizados de los bancos en cuestión. Por más que el BCRA sea un acreedor privilegiado sobre la cartera activa y otros bienes de las fallidas, el proceso es dilatado en el tiempo y el porcentaje de recuperación de base emitida es bajo⁴².

En corrida generalizada, que la Autoridad sea prestamista de última instancia implica, explícita o implícitamente, la existencia de la garantía de los depósitos. Es difícil distinguir en esa situación cuál es un banco solvente y cuál no.

b) Los Juegos Especulativos a la Ponzi y la Garantía de los Depósitos

En un SEF, la existencia de la garantía de los depósitos, cuando no media una buena supervisión bancaria que controle el riesgo de la cartera activa de los bancos, en un contexto de tasas de interés determinadas por el mercado, es una invitación al desarrollo de juegos especulativos Ponzi.⁴³ En realidad, estas tasas son aparentemente de equilibrio, no son efectivamente pagadas por los deudores, distorsionan la asignación de recursos y generan indefiniciones y redistribuciones patrimoniales.

Los juegos Ponzi: si por malas colocaciones de cartera un banco comienza a tener problemas para atender los flujos de extracción de depósitos en sus vencimientos (vista o a plazo) más sus respectivos intereses y gastos operativos, su dificultad no será puesta en conocimiento de la Autoridad (para evitar sanciones que pudieran sacarlo del negocio) sino que intentará resolverla incentivando el flujo de nuevos depósitos a partir de la elevación de la tasa de interés pasiva. Esto originará a futuro mayores exigencias de devoluciones de fondos que, por no poder cambiarse rápidamente la calidad de la cartera y su tasa de rendimiento, obligará a incentivar aún más el flujo de nuevos depósitos. Para ello, deberá subir más la tasa de interés pasiva. Por otro lado, los otros bancos, que pueden disponer de una situación sólida de solvencia, se preocuparán por la salida de depósitos que aquella alza ocasiona. Se verán inducidos ellos también a elevar dicha tasa para retener sus pasivos. Al difundirse el alza de tasas pasivas, aumenta también el riesgo en la cartera de colocaciones de todo el sistema. Al encarecerse la fuente de financiamiento de los bancos, los buenos clientes, ante el alza de la tasa activa buscarán cancelar sus deudas bancarias y la participación de los clientes riesgosos irá en continuo ascenso. En una nueva ronda se generaliza la espiralización de la tasa pasiva, comprendiendo ya los bancos inicialmente solventes. Explota el proceso anterior cuando los particulares perciben que los depósitos no serán devueltos en las condiciones pactadas, por la insolvencia generalizada que afecta a la cartera activa de los bancos, produciéndose la corrida bancaria. La corrida contra el

⁴². Véase Piékarz, J., sobre la garantía de los depósitos.

⁴³. Véase Fernández, R. 1987, op. cit..

sistema requiere del feriado bancario y la posterior salida de las "instituciones problemáticas". Luego de efectuada la limpieza, la Autoridad anuncia que los depositantes cobrarán sus acreencias, que el resto de los bancos son sanos y que a tantos días vista concluye el feriado.

El anterior desarrollo de acontecimientos es factible si existe la garantía plena de los depósitos, ya que origina una total despreocupación de control de aplicaciones que hace el intermediario financiero de los fondos de sus acreedores depositantes. Así, si el banco quiebra, la Autoridad les restituirá a los depositantes sus acreencias, no habiendo riesgo de pérdidas de capital.

Si la garantía fuese parcial y de porcentaje alto, aplicado a todos los depósitos, no impediría, sin embargo, el desarrollo de juegos Ponzi. Sólo agentes económicos extremadamente adversos al riesgo realizarían el monitoreo de las colocaciones de los bancos.

Si la garantía fuese total para "depósitos menores" y parcial para "depósitos mayores", la tendencia sería a dividir a los últimos para tener la garantía total.

Si el servicio de la garantía tuviese costo pero éste fuese uniforme por unidad monetaria de depósito, no se internalizaría diferencialmente los riesgos que en materia de cartera activa produce cada banco, razón por lo cual los comportamientos favorables a la asunción de riesgo creciente subsistirían.

Si la garantía tuviese costo diferencial de acuerdo a los riesgos que produce cada banco a la cartera total del sistema, los incentivos por reducir riesgos de parte de los bancos riesgosos pueden verse más que compensados por una tendencia contrapuesta de jugar al albur de hacer ganancias prestando a clientes de elevado riesgo.

c) Los Seguros de Depósitos

Una alternativa en el SEF a la garantía de los depósitos es el seguro de depósitos. Si inicialmente existe la garantía, se debería, antes de eliminarla, formar alguna compañía de seguros de depósitos a cargo del Estado, para evitar los desplazamientos masivos de fondos hacia las instituciones que continúen con garantía implícita (bancos oficiales) o las consideradas solventes por los agentes económicos (bancos extranjeros). Empresas aseguradoras privadas que estuviesen dispuestas a cubrir estos riesgos, es sumamente difícil que aparezcan cuando la corrida de depósitos puede ser resultado de la propia acción gubernamental. El diseño del seguro de depósitos no es sencillo, ni garantiza que el Banco Central no tenga que otorgar préstamos a las aseguradoras, de acuerdo a lo sucedido en el sistema financiero americano.⁴⁴

d) La Calidad de la Cartera Activa de los Bancos

En el SEF se requiere que la calidad de la cartera activa del conjunto de bancos sea de excelencia, para que los quebrantos posibles no afecten significativamente el patrimonio neto de las instituciones, y potencialmente obliguen a la Autoridad a la emisión. Sobre esta cuestión, las relaciones técnicas entre pasivo y patrimonio neto consideradas razonables estipulan que no debería ser inferior a 10. Si los encajes establecidos, que deberían ser bajos - próximos a los técnicos-, generan una capacidad prestable del orden del 80-85%, una cartera activa con problemas sólo en el 10% puede estar afectando el patrimonio neto de manera fundamental.

APENDICE B

LA PROPUESTA DE BANCA SIMONS

I. CARACTERISTICAS

a) La propuesta de Simons de encaje del cien por cien.

La potencial insolvencia bancaria del SEF da fundamentos para el análisis de un *encaje del 100%* sobre los pasivos a la vista de los bancos. La Banca Simons es robusta por otorgar solvencia al sistema monetario y por dar lugar al crecimiento del mercado de capital, relativo al otro sistema. Es un modelo de organización financiera ideado por Henry Simons, elaborado para atender los problemas de la

⁴⁴. Véase las revistas de las regionales la Reserva Federal.

Gran Depresión de los años 30 en orden a las corridas bancarias. Es retomado luego por Milton Friedman y, en nuestro país, por Roque Fernández.⁴⁵ Es un sistema de banca privada que no crea medios de pagos; los bancos comerciales no son productores ni de préstamos ni multiplicadores de depósitos. Los depósitos a la vista son los únicos pasivos monetarios autorizados de emitir por parte de los bancos. El monopolio de emisión de pasivos monetarios está en manos del Banco Central. El encaje unitario establece un quiebre efectivo entre el mercado del dinero y el del crédito, induciendo al desarrollo del mercado de capitales, como a continuación se detalla. Los bancos se reorganizan en dos secciones, formando dos sociedades anónimas diferentes. La primera produce servicios de custodia al dinero colocado en forma de depósitos a la vista, que no ganan intereses, y por el cual se cobra a los clientes una comisión competitiva. Los depósitos están plenamente garantizados a partir del encaje del 100% a los mismos.

La segunda sección produce servicios para el mercado de capital, donde el banco no emite pasivos propios -excepción hecha de sus acciones-, brindando a los colocadores de fondos las obligaciones emitidas por las empresas tomadoras de crédito -aceptaciones, debentures, acciones, obligaciones negociables-, de acuerdo a las preferencias de los ahorristas tanto en materia de plazos como de asunción de riesgo, y las preferencias de los demandantes de fondos en orden a maduración de los proyectos de inversión, y cobrando por estas actividades a las partes una comisión. Puede la segunda sección constituir y administrar *fondos comunes de inversión* cuyas cuotas partes serán titularizadas por los colocadores de fondos y donde los fondos recaudados irán a parar a las bolsas de valores, a los emisores de los pasivos o a los tenedores que se desprendieran de los mismos. Del rendimiento que producen los papeles que administra, cobra una comisión, quedando el remanente a disposición de los cuota-partistas en proporción a la tenencia que tengan respecto al capital del fondo. La característica que tienen los títulos comerciados en esta sección es la de *no estar garantizados* por la autoridad monetaria, como ocurre por otra parte con los papeles privados en el ámbito bursátil. Mientras más pericia tengan los equipos técnicos que operan en la sección segunda, en el sentido de capacidad de generar tasas de rendimiento de mercado para los colocadores de fondos y costos financieros competitivos para los emisores de pasivos en sentido estricto, más desarrollo tendrá la sección, acrecentando las posibilidades de beneficios para los accionistas del banco.

b) *Las diferencias con la nacionalización argentina de depósitos.*

En la *nacionalización de depósitos* de 1946-57 y 1973-76, la banca comercial operaba por cuenta y orden de la Autoridad, otorgando fuertes subsidios a algunas actividades (productores de bienes competidores de importaciones y actividades estratégicas). Redescuentos voluminosos, tasa de interés controlada y negativa en términos reales, crédito selectivo, etc., es el ambiente del sistema financiero en esos períodos.

Bajo Banca Simons, los bancos no actúan por cuenta y orden del Central. En el espacio determinado para sus operaciones, operan guiados por la maximización de beneficios. Por los servicios de custodia y al mercado de capital, cobran comisiones competitivas. En nacionalización, las comisiones eran pagadas por el Banco Central, y estaban relacionadas a los gastos operativos de los bancos.

El sistema Simons no establece mayores restricciones a la entrada de nuevos oferentes. En la nacionalización la restricción es casi plena.

En el sistema Simons, los bancos comerciales no reciben redescuentos del Banco Central para otorgar crédito. Sí bajo la nacionalización, para instrumentar el crédito selectivo.

El sistema Simons es de banca libre; tasas de interés, precios de los servicios, comisiones y volumen de crédito los determina el mercado. En la nacionalización estas remuneraciones y cantidades eran controladas por la Autoridad Monetaria.

⁴⁵. Véase Simons, H. op. cit. y Friedman, M., op. cit.; Fernández, R., 1983 y 1987.

c) Cobertura de Depósitos y Supervisión bancaria

La Banca Simons no requiere ni garantía de los depósitos ni seguro de depósitos -privado o público- que cubra los riesgos de falencia de los intermediarios. Tampoco de una supervisión bancaria super especializada en estudio de la cartera activa de los bancos, que permita individualizar las "instituciones problema" y recetar las medidas correctivas. Esto trae una liberación de recursos productivos que pueden dirigirse a los mejores usos alternativos, mejorando la asignación de recursos en la economía. La Autoridad debería, sí, organizar un sistema de información que le permitiera conocer rápidamente la posición de depósitos a la vista en el conjunto de bancos; establecer en base a estudios de comportamiento de los depósitos, un encaje técnico (a sus bóvedas los bancos remiten el excedente entre el encaje al 100% y el encaje técnico más un margen de seguridad). Podría entonces quedar un margen de problema en el caso que algún banco quiebre, teniendo el Banco Central que redimir a los titulares de los depósitos la fracción descubierta. Se podría idear algún mecanismo de avales a favor del BCRA para atemperar esta eventualidad, pero el orden de magnitud del problema es despreciable cuando se lo compara con el potencial derivable de un SEF establecido en valores próximos a los técnicos.

La Banca Simons soluciona el fenómeno de asignación de crédito al conglomerado. En el SEF, por la falta del control del depositante, los incentivos habilitan a que el banco produzca préstamos dirigidos a empresas ligadas, quedando la rentabilidad de la cartera activa del banco expuesta a los avatares de los sectores en que operan las empresas del grupo. Para el caso argentino, la crisis bancaria de 1980 está emparentada al fenómeno mencionado.

d) Los sesgos del Crédito de Encajes Fraccionarios

En SEF, los bancos emiten pasivos monetarios y otros de más largo plazo de los cuales derivan la capacidad de préstamo, asignándola en los plazos que permitan las modalidades de conversión de depósitos a efectivo por parte de los particulares y la variabilidad que los comportamientos promedios tengan. En ambientes no inflacionarios, sin perturbaciones generadas por la autoridad, ni provenientes del *sector real*, ni desarrollo de problemas *moral hazard*, SEF puede intermediar bien en el mercado del dinero y en el del crédito, contribuyendo a la estructuración del mecanismo de pagos y a la intermediación del ahorro a la inversión. Sin embargo, el no cumplimiento de las condiciones estipuladas le quita eficacia en la tarea anterior. Ante una perturbación adversa de relevancia, por ejemplo, quiebra de algunos deudores importantes traída por cambio en el tipo real de cambio, cambios en el portafolio deseado de los particulares, pérdida de cosechas, cambio en el encaje legal, el SEF se muestra débil por el problema del *descalce* de plazos.

Pero además, el SEF no es neutral. Las restricciones a la entrada en la industria bancaria (para favorecer la salud del sistema), el diseño de la estructura impositiva y la existencia -explícita o implícita- de garantía oficial de los depósitos, sesgan el desarrollo del mercado de capital. Sea por el lado de los oferentes, sea por el de los demandantes de fondos para financiar proyectos de inversión de mediana y larga maduración, se encuentran incentivos para concretar la intermediación del ahorro a la inversión a través de los bancos, caracterizada por la emisión de pasivos de plazos de vencimientos inferiores a los de las colocaciones duras efectuadas (descalce de plazos). Por ejemplo, con intereses deducibles del balance impositivo (para el empresario) cuando la financiación es vía deuda, que no implica pérdida de grados de control de la empresa, frente a dividendos distribuidos que no se desgravan cuando la financiación es vía emisión de acciones y que implica la pérdida de algún grado de control de la misma, la opción que elige el empresario es obvia. Para el colocador de fondos, entre un activo garantizado explícita o implícitamente (los depósitos), que produce intereses no computables en el impuesto a las ganancias, frente a un activo que no está garantizado (acción) y que de producir dividendos los debe incorporar al impuesto, la opción que elige es también obvia. Así, se incentiva la financiación de la inversión vía endeudamiento con los

bancos, y no a través de colocación de títulos de plazos medianos y largos que le correspondería y que se comercializan en el mercado de capital.

e) Transformación del SEF a Banca Simons.

La operatoria sucinta es: *i)* conversión de pasivos bancarios en pasivos a la vista; *ii)* determinación de nueva posición de encaje; *iii)* determinación del perfil temporal de recupero de la cartera activa; *iv)* concesión de redescuento por la diferencia entre la nueva posición y los encajes legales antes del cambio, con amortización del redescuento teniendo en cuenta el punto anterior; *v)* como los deudores de los bancos seguirán necesitando del stock de crédito que tienen a momento del cambio, los bancos entonces emprenderán acciones tendientes a que los depósitos que fueron convertidos a la vista se transformen en aceptaciones bancarias y en esta medida cancelan redescuentos; *vi)* para redimir los redescuentos pendientes de pago, porque no pueden inducir más la transformación de depósitos a la vista en aceptaciones, concurren al mercado de capitales colocando acciones, y/o generando fondos comunes de inversión (para lo cual inducen, la transformación de deudas de las empresas en acciones u obligaciones negociables).

f) El Marco normativo y la Banca Simons.

A los depósitos de la sección primera de los bancos se le otorga la garantía plena; a los pasivos comercializados en la sección segunda no se establece encaje ni poseen garantía alguna de la autoridad monetaria, ni deben guardar relación técnica con el capital de la institución. Las normas que regulan el funcionamiento del mercado de capital deben permitir una entrada más fácil, teniendo en cuenta normas mínimas de seguridad a cumplimentar para la oferta abierta de títulos.

g) Banca Simons y Corridas Bursátiles.

El sistema Simons es a prueba de corridas bancarias; éstas no pueden existir porque los depósitos a la vista están respaldados al 100% con dinero base y, por lo tanto, no pueden desarticular el sistema de liquidez y pago de la sociedad. Sin embargo, no es a prueba del deseo de huir de papeles-títulos por parte de sus tenedores, hacia el dinero base. Ocurre, empero, que quienes se vean invadidos de tal angustia, por la intensidad de oferta que pondrán en el mercado, sufrirán una pérdida de capital. En caso de corrida bursátil, durante algún tiempo, tanto en la sección segunda de los bancos así como en los otros componentes del mercado de crédito, las caras estarán largas y quien necesite fondos tendrá dificultades para conseguirlos. De todas maneras, más tarde o más temprano se irán restableciendo las expectativas empresariales normales y los colocadores de fondos reconocerán y procesarán el nuevo dato en la economía, tomando decisiones de oferta de financiamiento, en materia de riesgo y rendimiento, acorde al nuevo escenario planteado.

Debe decirse, sin embargo, que SEF tampoco es a prueba de huida de papeles. Posiblemente, por la circunstancia de facilitar el desarrollo del mercado de capitales, la Banca Simons desarrolla a éste más ampliamente relativo al que ocurre en SEF y, por lo tanto, por la diferencia de nivel de actividad, la corrida bursátil podría ser, en principio, menos intensa en este último arreglo. Sin embargo, debe considerarse que los bancos, que bajo SEF emiten pasivos a interés, cotizan también sus papeles en bolsa. Luego, por la baja abrupta de sus acciones, no solo la banca participa del proceso de corrida bursátil sino que es probable que, aún con garantía, algún grado de corrida a los depósitos también se desate, realimentando así -a través de expectativas negativas- el ritmo de huida de los papeles.

Pero aún asumiendo que la corrida bursátil corresponde a la Banca Simons y la corrida bancaria al SEF, la desventaja de este último es tener un proceso de ajuste más lento, consecuencia de la tasa de conversión fija y unitaria (derivada de la garantía explícita o implícita) entre el pasivo bancario y la unidad monetaria, en un contexto donde el valor de mercado de los activos bancarios es inferior al de los pasivos. En la propuesta Simons, la caída en los valores de

mercado de la cartera activa necesariamente implica un ajuste en el valor de los pasivos.

II. CRITICAS A LA BANCA SIMONS

a) *Provisión de otros servicios, de parte de los intermediarios, distintos a los de custodia y para el mercado de capital.*

Se trata de servicios de transferencias de dinero; cobro de tasas, contribuciones e impuestos; tarjetas de crédito; red de banca electrónica. Eliminando los servicios de cobro impositivo, que puede dejarse de asegurar (el ente público cargará con las pérdidas en caso de falencia del banco), la cuestión es más dudosa con todo lo que es dinero en tránsito. En los Estados Unidos éste es un problema del sector financiero, donde el sistema de pagos podría verse envuelto en un proceso de desarticulación ante la quiebra de unos pocos grandes bancos de no mediar seguros explícitos o implícitos para los dineros en tránsito. La ventaja que tendría de todas maneras la Banca Simons es que al no tener cartera activa riesgosa, los factores conducentes a la quiebra son reducidos y ligados a la comisión de fraudes.

b) *Existencia de racionamiento del crédito aún sin represión financiera, por ser los mercados de crédito de información limitada.*

Aún un régimen sin *represión financiera* raciona créditos, ya que se los asigna no considerando únicamente la rentabilidad que ofrecen los proyectos sino también la posibilidad de avales que ofrezcan los demandantes de los fondos, de forma de garantizar la capacidad de repago a los acreedores. De aquí que proyectos socialmente rentables pueden quedar sin financiamiento. Pero de este problema participa también el SEF sin garantía de depósitos. En estas circunstancias tendría sentido la existencia de *banca pública*, pero nada garantiza que este tipo de banca solucione eficientemente esa falla del mercado. Por otra parte, SEF con garantía de depósitos, con tasa libre de interés, es una invitación a los juegos Ponzi y la probabilidad de eliminar la falla del mercado tiende a cero. Es probable, por lo anterior, que mantener la falla informacional del mercado de crédito tenga un costo en bienestar menor a los derivados de las instrumentaciones para resolverla.

c) *Posibilidad del efectivo quiebre entre mercado de dinero y mercado de crédito.*

Para el enfoque de Yale, existe un espectro de grados de liquidez derivado de los activos, por lo cual la línea divisoria entre lo que es y no es dinero es débil y cambiante. Entonces, por qué garantizar un pasivo monetario (depósitos a la vista) y no a otros pasivos que son sustitutos próximos del dinero (aceptaciones de corto plazo)? Pero el quiebre existe en la propuesta de Simons porque, por un lado, el monopolista de emisión (el Banco Central) garantiza únicamente el pasivo que emite. Por otra parte, normativamente, define el espacio de actuación de las instituciones que están en el mercado de crédito e intermedian entre unidades superavitarias y deficitarias. Y este espacio excluye a los bancos como emisores de pasivos en sentido estricto en el mercado de crédito. Para mostrar con un ejemplo el quiebre, supóngase que alguien en el mercado de crédito compra una aceptación a tres meses emitida por una empresa y a los diez días quiere convertirla en efectivo (ganar liquidez). Si el mercado es desarrollado, él encontrará un comprador que en principio está dispuesto a endurecer (perder liquidez) su cartera teniendo un título a ochenta días.

Anexo I

Deuda pública a fines de 1994 y servicios de la deuda pública y privada en 1995 en millones de pesos o dólares

A) Servicio de Deuda Pública año 1995

Intereses	3.986
Brady	1.530
Otros títulos.....	796
Organismos internac .	1.660
Amortizaciones.....	5.334
Títulos públicos.....	3.148
Organismos internac .	1.586
Bancos exterior	600
Total intereses más amortizaciones .	9.320

En el año:

I trimestre.....	2.061
II trimestre.....	2.413
III trimestre.....	1.660
IV trimestre.....	3.185

B) Servicio por Obligaciones negociables 1.535

C) Stock de Deuda pública a fines 1994

Títulos en \$.....	6.636
Títulos en moneda extranj.....	42.787
Org internacionales.....	11.652
Club de París.....	7.978
Otros.....	5.209
DEUDA PUBLICA.....	74.262
Garantías.....	-3.195
DEUDA NETA.....	71.047
% SOBRE PBI.....	25,4

Fuente: Carta Económica en Clarín 05-03-95

Anexo II

Financiamiento Internacional Proyectado

(Relacionado con las credenciales internacionales y en millones)

El destino de los Préstamos del Banco Mundial (total U\$S 1.300): a) Fondo Fiduciario de Apoyo al Sistema Bancario Privado U\$S 500 (Se suman a los U\$S 2.000 del Bono Argentina); b) Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial U\$S 500; c) Financiamiento de programas sociales del gobierno U\$S 300.

El destino de Préstamos del BID (total U\$S 1.150): a) Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial U\$S 700; b) Refuerzo para la balanza de pagos U\$S 400 (se sumarán a los del FMI).

Del FMI se recibirán: a) U\$S 420 remanentes del Préstamo de Facilidades Extendidos caído; b) U\$S 2.400 adicionales (U\$S 1200mm inmediatamente).

Fuente: Ambito Financiero 24-03-95