

# Regulaciones financieras y macroeconomía en la post crisis: la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000

**Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson**

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson son Economistas del CEDES, Centro de Estudios de Estado y Sociedad, docentes de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

*Los autores agradecen el apoyo recibido de la Fundación Ford para la realización de este trabajo.*

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

## 1. Introducción

LA DRAMÁTICA CRISIS FINAL DEL RÉGIMEN DE CONVERTIBILIDAD FUE seguida, a partir de 2003, luego de un período turbulento plagado de marchas y contramarchas en materia de políticas macroeconómicas y financieras, por la configuración de un nuevo régimen macroeconómico en la Argentina.

Las regulaciones financieras internas fueron también progresivamente redefinidas, con el objetivo de hacerlas compatibles con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flotante y con la recuperación de la capacidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero, función que había estado muy limitada bajo el régimen monetario precedente<sup>1</sup>.

Pese a la expansión de los agregados monetarios y del crédito observada bajo el régimen de convertibilidad, en los años noventa el sistema financiero argentino se mantuvo relativamente pequeño en comparación internacional, para emerger más empequeñecido de la crisis de 2001. A partir de 2003 la expansión financiera interna acompañó la recuperación de la economía, pero aún así el país siguió presentando una muy escasa intermediación interna de fondos.

Algo paradójicamente, sin embargo, la propia pequeñez del sistema financiero interno y el relativo aislamiento financiero del país en los años 2000, luego de la crisis de la convertibilidad y del *default* parcial de la deuda pública, contribuyeron a mante-

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

nerlo libre de burbujas, y así llegó en buenas condiciones de solidez al momento de propagación de la crisis financiera global, en 2008. Nuevas regulaciones, que limitaron la vulnerabilidad del sistema, contribuyeron también a esa mayor resistencia.

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

La *sección dos* presenta inicialmente, de manera muy sintética, los principales hechos estilizados de la macroeconomía de la etapa iniciada en 2002, a la salida de la crisis, cuando se establece un nuevo régimen macroeconómico, con eje en una política de tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE). Esta fase se extendería hasta 2006. Luego, en la misma sección, se describe sucintamente la evolución macroeconómica a partir de 2007. Al comienzo de esta nueva etapa se produjo un *desgajamiento* del esquema de política macroeconómica, cuya consistencia se debilitó esencialmente por la presencia de problemas irresueltos generados en la fase anterior (en especial una perceptible aceleración inflacionaria) y por importantes errores de política. A los problemas de orden interno se sumarían luego los impactos derivados de la crisis internacional, que también se consideran sintéticamente aquí.

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

Finalmente, la *sección cuatro* del trabajo presenta las reflexiones finales.

## 2. El régimen macroeconómico de tipo de cambio real competitivo y estable, sus principales características y su desgajamiento a partir de 2007<sup>2</sup>

### 2.a Las condiciones macroeconómicas previas

La etapa recesiva final de la convertibilidad se inició a mediados de 1998, tras el impacto de las crisis del sudeste de Asia y de Rusia. Tres años después, luego de varios intentos fallidos de reactivar la economía mediante la emisión de *señales* –de *austeridad fiscal*, principalmente– pensadas para restablecer la confianza de los operadores financieros, se ingresó en una fase de contracción mucho más severa. Una masiva huida hacia activos externos en el segundo semestre de 2001 acarrió una fuerte declinación de las reservas de divisas y comprimió rápidamente la liquidez interna. En diciembre de 2001 la corrida desembocó en una ruptura de la cadena de pagos, luego de que se implantara una serie de drásticas restricciones al retiro de efectivo de los bancos por parte del público, concebida como último recurso para detener la corrida contra el peso, el llamado *corralito*. El producto y el empleo acompañaron la trayectoria de violenta contracción de la liquidez, y se precipitó el colapso del régimen monetario, llevando al *default* parcial de la deuda pública y la devalua-

[ 2 ] El contexto macroeconómico de la evolución financiera que se presenta en este capítulo se analiza en mayor detalle en Damill y Frenkel (2010).

[ 3 ] Al respecto véase por ejemplo Damill, Frenkel y Maurizio, 2003.

ción del peso. Indicadores sociales como las tasas de desempleo y la incidencia de la pobreza y la indigencia, que ya habían desmejorado considerablemente a lo largo de la década de los noventa, especialmente a partir del efecto Tequila, sufrieron un brusco deterioro adicional, alimentando las tensiones sociales y la aguda crisis política que pondría fin al gobierno de Fernando de la Rúa<sup>3</sup>.

## 2.b Cambio de régimen y recuperación económica

La caída vertical del producto y del empleo continuó luego de la devaluación, pero sólo por un muy breve período, como puede constatarse en el *Gráfico 1*.

El detonante de la recuperación fue precisamente el cambio brusco de precios relativos a favor de los sectores productores de bienes transables, que impulsó la sustitución de bienes importados. Parte del mérito de esa rápida recuperación económica se debió también a un conjunto de políticas que, aún con errores, marchas y contramarchas, apuntaron en general a recuperar los equilibrios macroeconómicos básicos. Entre ellas: la reimplantación de controles cambiarios (los que por un lado forzaron a los exportadores a liquidar en el mercado local buena parte de las divisas generadas por el comercio internacional, y por otro limitaron las salidas de fondos por cuenta de capital); el establecimiento de impuestos a la exportación (*retenciones*), que capturaron para el fisco una parte del efecto favorable de la devaluación sobre los ingresos de los productores de bienes transables (contribuyendo así a la recomposición del equilibrio fiscal y atenuando el impacto sobre los precios internos y, por ende, sobre los salarios reales); una política monetaria flexible que permitió, por una parte, asistir a los bancos en la fase de crisis y, luego, alimentar la recomposición de la demanda de dinero; una política cambiaria que procuraría, algo más adelante, cuando el mercado de divisas comenzó a presentar un exceso de oferta, evitar la apreciación del peso mediante la intervención del Banco Central (y en algunos períodos también del Tesoro, con recursos fiscales), con la consiguiente acumulación de reservas.

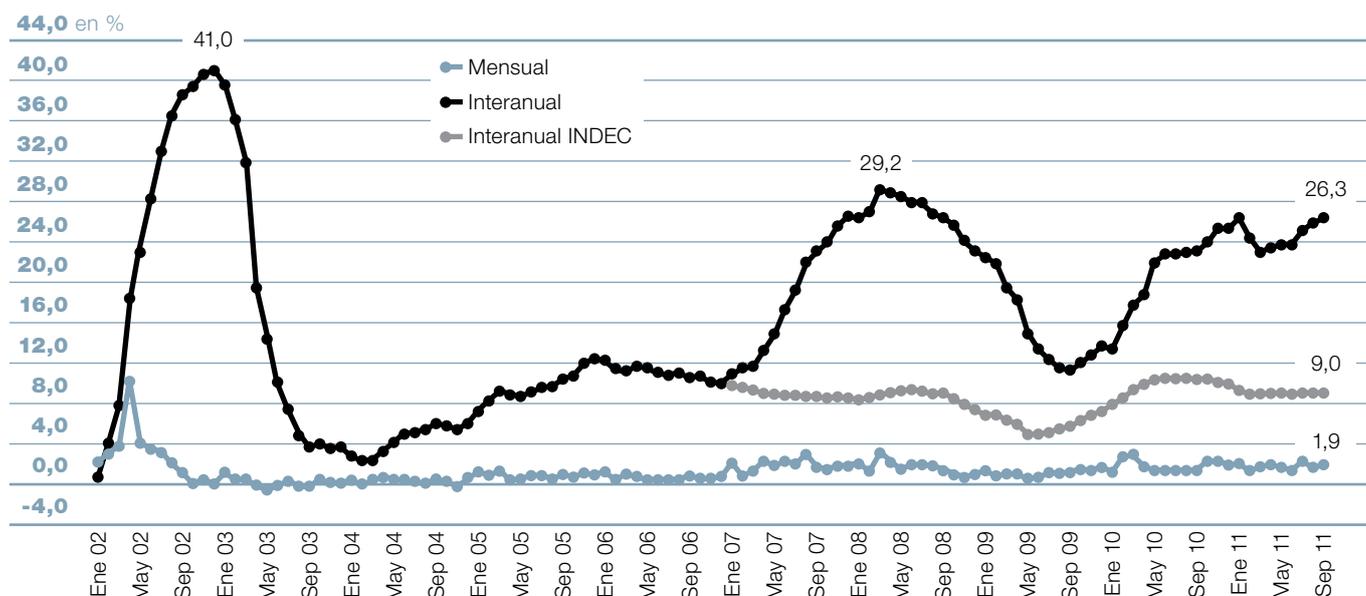
### Gráfico 1. Producto Interno Bruto a precios constantes de 1993

(datos trimestrales desestacionalizados, 1990.01-2009.3)



Fuente: Ministerio de Economía, y elaboración propia a partir de datos de OJ Ferreres y Asociados para 2008-2010.

**Gráfico 2. Variación mensual e interanual del IPC**



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

Luego de la devaluación inicial que puso fin al tipo de cambio fijo, el gobierno adoptó por un breve lapso un régimen de libre flotación, siguiendo la orientación por la que bregaba el FMI. Una vez instaurada la flotación, en febrero de 2002, la paridad se disparó, alcanzando niveles próximos a \$4 por dólar, en un marco de expectativas de subas mucho mayores. La reimplantación de los controles cambiarios fue esencial para contener esa burbuja. Forzando a los exportadores a liquidar divisas internamente y limitando las salidas de fondos se conseguiría, hacia mediados de 2002, estabilizar el tipo de cambio nominal. Rápidamente la demanda de pesos comenzó a recomponerse y se pasó a una fase de exceso de oferta de moneda extranjera. La interrupción de la burbuja en el mercado de cambios contribuyó decisivamente a frenar las subas de los precios, según ilustra el *Gráfico 2*.

En el mismo sentido operaron, por un lado, el congelamiento de las tarifas públicas<sup>4</sup> y, por otro, las elevadísimas tasas de desempleo, que heredadas de los años noventa y acentuadas por la crisis, mantuvieron limitados los ajustes de salarios nominales en el sector privado.

Así, desde mediados de 2002 se fue configurando un esquema macroeconómico novedoso en la economía argentina, cuyo diseño contrastaba fuertemente con el que acababa de sucumbir. Estaba basado en los siguientes pilares: un tipo de cambio real competitivo y estable, superávit fiscal y de la cuenta corriente del balance de pagos, y una política monetaria flexible que procuró a un tiempo evitar la apreciación del tipo de cambio real, acumular reservas internacionales, facilitar la recuperación de la liquidez, contribuir al restablecimiento de la salud del sistema bancario luego de la crisis y, al mismo tiempo, limitar, mediante la esterilización, el efecto monetario expansivo de la acumulación de reservas.

Fue crucial, para la consolidación de ese esquema, la reestructuración parcial de la deuda pública que estaba en situación de *default* desde fines de 2001, concretada en 2005. La operación redujo los compromisos de pago de intereses y capital y alargó considerablemente el plazo medio de las obligaciones financieras del Estado, aportando significativamente a viabilizar el pilar fiscal del esquema<sup>5</sup>.

[ 4 ] Muchas de las cuales estaban dolarizadas, ajustándose por la inflación de los EE.UU., según rezaban los contratos establecidos al llevarse a cabo las privatizaciones en los años noventa.

[ 5 ] Ver Damill, Frenkel y Rapetti (2010).

[ 6 ] Cabe mencionar que también jugaron a favor del crecimiento local a la salida de la crisis de la convertibilidad los aumentos en los precios de exportación y el alto ritmo de expansión de la economía mundial. Algunos analistas atribuyen a ese *viento de cola* toda la explicación del repunte, pero esa opinión no encuentra sustento en los datos, que muestran que los factores internos fueron claramente predominantes, especialmente en la determinación del punto de inflexión, es decir, en la reversión de la tendencia declinante del PIB a partir de 2002, si bien los factores externos favorables adquirieron mayor dimensión después de 2003. Al respecto, ver Frenkel y Rapetti (2006), Damill, Frenkel y Maurizio (2007) y Damill y Frenkel (2010).

[ 7 ] Véanse por ejemplo Frenkel (2008) y Damill y Frenkel (2010).

[ 8 ] Entendemos que la aceleración de la inflación experimentada desde 2004 podría haberse evitado sin resignar el objetivo de preservación del tipo de cambio competitivo. Esta cuestión, muy importante para la formulación de políticas, se discute en Frenkel (2008) y Damill y Frenkel (2010).

Los efectos sobre el crecimiento y la inversión fueron extraordinariamente exitosos a lo largo de varios años. Se alcanzaron tasas de crecimiento del producto de entre 8 y 9% anual y la tasa de inversión se elevó rápidamente desde 11,3% del PIB en 2002 a 21,6% en 2006<sup>6</sup>.

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

Sin embargo, los efectos del TCRCE no son todos virtuosos. Un importante aspecto negativo de la preservación de un tipo de cambio competitivo es que esa componente del esquema macroeconómico puede generar presión inflacionaria<sup>7</sup>. Efectivamente, luego de los mínimos para la etapa alcanzados en 2003, la inflación tendió a incrementarse<sup>8</sup>. Así, cuando las primeras detonaciones de la crisis financiera internacional comenzaron a hacerse oír, a mediados de 2007, la Argentina se encontraba ya transitando una etapa en la que algunos de los logros macroeconómicos y sociales del período iniciado en 2002 mostraban signos de deterioro o se debilitaban por razones de origen interno.

La rápida expansión económica posterior a 2003 se había dado en un contexto inicial de inflación relativamente baja. Luego del impacto, bastante limitado, de la devaluación, los ritmos de variación de precios se atenuaron para alcanzar un mínimo de 3,7% anual en 2003, luego de la estabilización del mercado cambiario. Sin embargo, a partir de los niveles mínimos para la etapa alcanzados en 2003, inferiores al 4% anual, la inflación medida por el IPC se duplicó en 2004 y volvió a duplicarse en 2005, superando el 12%.

Frente a una aceleración inflacionaria que se hacía difícil contener mediante las regulaciones y controles, las autoridades no adoptaron un programa antiinflacionario integral ni tampoco endurecieron los controles para intentar aumentar su efectividad, más allá de algunas medidas sobre mercados específicos (lácteos, carne) que tuvieron cierto impacto en 2006. En lugar de instrumentar medidas para contener efectivamente la inflación, se decidió aparentemente mantener el objetivo de inflación de un dígito anual, pero para las cifras publicadas por el INDEC, controlando el indicador en lugar del fenómeno. Desde los inicios de 2007 comenzaron a difundirse datos oficiales de precios que presentaban variaciones significativamente por debajo de las estimadas por fuentes privadas, y también muy inferiores a las calculadas por institutos de estadística provinciales que mantuvieron autonomía en relación con el gobierno nacional. La economía fue

**Cuadro 1. Tasas de variación anuales del IPC**

Año	Variación (%)
2002	41,0
2003	3,7
2004	6,1
2005	12,3
2006	9,8
2007	26,6
2008	23,0
2009	14,8
2010	22,4

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

perdiendo al IPC como referencia socialmente aceptada en las discusiones sobre reajustes de contratos nominales, y fueron también afectados cálculos como los relativos a la incidencia de la pobreza y de la indigencia, para los cuáles se utiliza información de canastas parciales que integran el IPC y que estuvieron también sujetas a manipulación. Más adelante, la manipulación de los resultados estadísticos se extendió a otros estimadores.

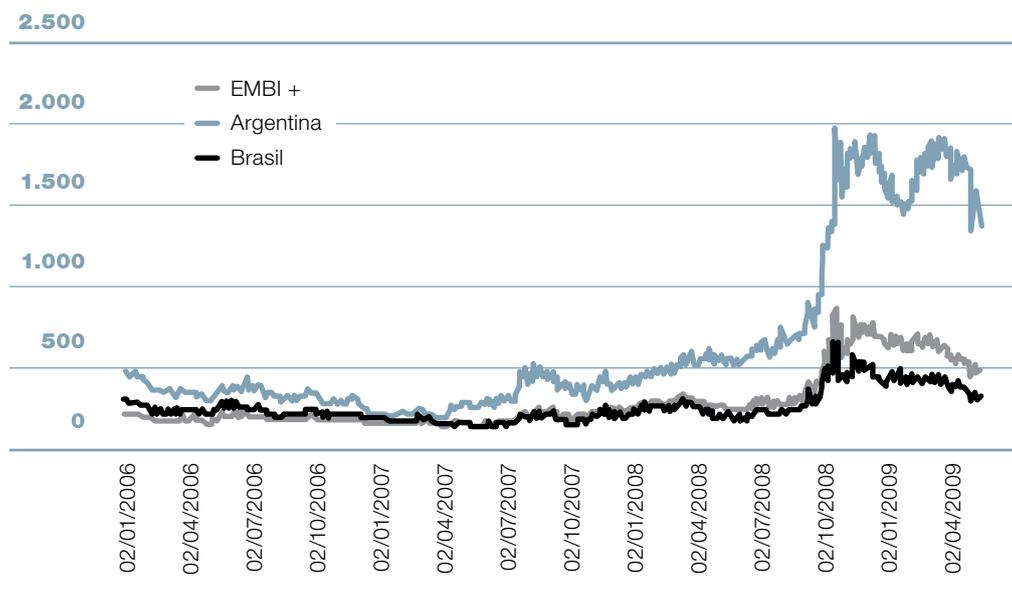
### Inflación, estadísticas y riesgo país

La mayor inflación y el *oscurecimiento estadístico* de la economía tuvieron efectos negativos muy importantes. Las cifras del Índice de Precios al Consumidor son la fuente de cálculo del coeficiente CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia), que se utiliza para el ajuste de deudas por inflación, lo que alcanza por ejemplo a parte de las obligaciones en pesos emitidas por el gobierno nacional en ocasión de la reestructuración llevada a cabo en 2005. En tanto el IPC subestima la inflación, lo mismo sucede con el CER y, por ende, los porcentajes de reajuste del capital de las deudas son inferiores a lo que resultaría sin tal manipulación.

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

La subestimación del CER no afecta técnicamente la valuación de los bonos denominados en moneda internacional; sin embargo, la liquidación involucró a todos los títulos, en moneda nacional e internacional. La evolución de los precios de los bonos en moneda internacional se refleja en forma inversa en la serie de *riesgo país*; cuando el precio de los bonos cae, aumenta el riesgo país y viceversa. Como puede verse en el *Gráfico 3*, el diferencial por riesgo que afrontaba la deuda argentina a comienzos de 2007 se había igualado, prácticamente, a la media de los países de mercado emergente y por momentos resultó inferior al de Brasil. En ese período

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



Fuente: Ministerio de Economía.

las primas de riesgo de los países de mercado emergente tocaban un mínimo histórico. Pero a partir de abril de 2007 el *spread* afrontado por la deuda argentina se despega del resto, subiendo muy por encima de la media de los mercados emergentes. La intervención en las cifras de inflación fue interpretada como una suerte de quita sobre el capital de la deuda en pesos, y la desconfianza se extendió inmediatamente a las cotizaciones de otros instrumentos de deuda no ajustados por CER, como es el caso de la emitida en moneda internacional.

Puede verse en el gráfico que los precios de los bonos continuaron cayendo en adelante, en términos absolutos y también en comparación con el resto de las economías de mercado emergente. Esto hizo inviable la colocación de títulos y determinó una situación de aislamiento con relación al mercado internacional de capitales. Por contraste, en 2006, poco antes de ese cambio, se discutían en la Argentina las mejores maneras de manejarse frente a los ingresos de capitales y el gobierno instrumentaba medidas para frenarlos.

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

### El sesgo expansivo de la política fiscal

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

El giro expansivo de la política fiscal comenzó en 2005, luego de la operación de reestructuración de la deuda, y se acentuó posteriormente, en 2007. Abandonando la idea, planteada hasta 2005, de conformar un fondo fiscal anticíclico, entre 2004 y 2007 la política fiscal adicionó un impulso positivo a la demanda agregada del orden de un punto del PIB por año, por la paulatina reducción del superávit primario<sup>10</sup>. La importancia de este cambio merece ser resaltada. En 2005 la economía estaba creciendo a una tasa anual algo mayor al 9%, manteniendo un ritmo de expansión similar por tres años consecutivos. Por otro lado, la tasa de inflación venía incrementándose sostenidamente. Pocas dudas caben acerca de que, en ese marco, se requería la aplicación de algún freno al ritmo de expansión de la demanda agregada. Dada la debilidad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en una economía muy escasamente apalancada, el principal instrumento de freno disponible era la política fiscal. Pero el gobierno tomó el camino inverso, agregando un impulso fiscal expansivo al rápido aumento del gasto privado.

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

[ 10 ] El resultado primario del sector público consolidado alcanzó a 5,2 puntos del PIB en 2004, para declinar posteriormente, ubicándose en 2,3% del PIB en 2007 (si no se consideran los ingresos de fondos originados, en ese año, en traspasos forzados de aportantes del sistema previsional privado al público, que sumaron aproximadamente 1 punto del PIB anual). Un análisis más detallado del cambio de orientación de la política fiscal se presenta en Damill y Frenkel (2010).

A partir de 2007, los procesos internos descritos se combinaron con los derivados de la crisis global. Los impactos financieros y comerciales alcanzaron a todas las economías en desarrollo, pero el daño causado y el tipo y magnitud de los efectos estuvieron en función, en cada caso nacional, de la particular inserción internacional, financiera y comercial de la economía, y de las respuestas de política económica, condicionadas por las diferentes capacidades de atenuar o compensar los efectos negativos de los *shocks* y de las nuevas condiciones. Una primera distinción gruesa entre casos nacionales puede establecerse según el grado de dependencia del funcionamiento previo de la economía en relación con los ingresos de capital. Son indicadores de ello: la situación de la cuenta corriente del balance de pagos, la magnitud de las reservas internacionales disponibles, la magnitud de las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado y la proporción de capital exterior en el financiamiento de los bancos, empresas y gobiernos. Estos datos dan cuenta de la sensibilidad de la economía a los *shocks* externos, así como de los grados de libertad de las políticas económicas para llevar adelante acciones compensatorias. Este criterio separa, por ejemplo, a las economías de mercado emergente de Asia y América Latina, de las economías del centro de Europa, Turquía y otras de inserción financiera reciente, cuya dependencia de los ingresos de capital se asemeja a la que tenía América Latina en los años noventa<sup>11</sup>.

[ 11 ] Ocampo (2009).

El criterio de dependencia de los ingresos de capital ubicaba a la economía argentina en una de las mejores posiciones relativas dentro de la región latinoamericana. Las políticas cambiaria y de acumulación de reservas contribuyeron a que el país arribara al momento de contagio de la crisis internacional con un importante acervo de divisas y un significativo superávit de cuenta corriente, como ya se indicó. El sector público mantenía también una posición de superávit financiero. Además, la Argentina concentra sus exportaciones en *commodities* agrícolas cuyos precios cayeron menos y mantuvieron mejores perspectivas que el resto.

Sin embargo, el país mostraba dos características que, en una mirada superficial, podrían parecer rasgos extremos de una economía fuertemente impactada por la crisis internacional por el lado financiero. El primer rasgo era un completo aislamiento financiero internacional del sector público que, adicionalmente, endurecía en gran medida las restricciones de financiamiento internacional del sector privado. Todos los países en desarrollo sufrieron una restricción del financiamiento internacional disponible y el aumento de su precio, pero en algunos de ellos se recuperaron flujos privados que permitieron financiar al menos cierta proporción de los vencimientos de deuda de los sectores público y privado<sup>12</sup>, lo que en el caso argentino no fue posible<sup>13</sup>.

[ 12 ] Ver FMI (2009).

[ 13 ] El gobierno argentino realizó algunas acciones dirigidas a revertir esta situación de aislamiento. Por ejemplo, se intentó completar la salida del *default* mediante una nueva operación de canje orientada a resolver el problema de los *holdouts*, remanentes del canje realizado en 2005. Una nueva operación de canje se completó en 2010. Entre tanto, la situación de incumplimiento con gobiernos nucleados en el Club de París se ha mantenido.

El segundo rasgo es un flujo importante y persistente de fuga de capitales. En el contexto que se inaugura con el *shock* financiero internacional de setiembre-octubre de 2008, todos los países estaban expuestos a experimentar salidas de capital, en la medida en que continuaba el proceso de desapalancamiento y fuga a la calidad. Pero en el caso argentino la fuga de capitales significó un flujo prácticamente continuo desde julio del año 2007, particularmente intensificado en algunos momentos como el segundo trimestre de 2008<sup>14</sup> y el tercer trimestre de 2011, como puede constatar en el *Gráfico 14* incluido más adelante.

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

Esos rasgos podrían parecer efectos extremos de la crisis internacional sobre la economía, pero no lo son, puesto que los precios de los bonos argentinos se despegaron del resto de los mercados emergentes e iniciaron una pronunciada caída ya en abril de 2007, en pleno auge financiero de dichos mercados. El flujo de salida de capitales se hizo importante desde el segundo semestre de 2007, cuando los mercados emergentes apenas habían sido afectados por la fase inicial de la crisis y cuando la Argentina estaba recibiendo el importante *shock* positivo resultante del auge de los precios de las *commodities*. Ambos rasgos, la caída del precio de los bonos y las salidas de capitales, fueron inducidos por circunstancias locales, bien antes que la crisis financiera internacional incidiera de forma importante sobre las economías de mercado emergente.

El cambio desfavorable del contexto externo incidió también negativamente sobre las cuentas públicas. La recaudación de impuestos al comercio exterior cayó abruptamente desde setiembre de 2008. Otros tributos que se vinculan con el nivel de actividad fueron alcanzados por el efecto de la recesión.

Frente al deterioro fiscal, el gobierno tomó a comienzos de 2009 diversas medidas como el incremento de algunas tarifas públicas. Pero la acción de mayor envergadura destinada a fortalecer las finanzas estatales consistió en la estatización del sistema privado de jubilaciones y pensiones. El gobierno obtuvo así recursos excepcionales que le permitieron hacer frente en mejores condiciones a las derivaciones negativas de la crisis global. Si bien es cierto que la operación de estatización de los fondos del sistema previsional privado basado en las AFJPs, decidida a fines de 2008, tuvo un efecto inmediato muy negativo sobre las expectativas privadas, por lo que alimentó las salidas de capitales, también lo es que contribuyó a cambiar decisivamente el panorama financiero fiscal. Por un lado, permitió al sector público contar con un flujo adicional de ingresos muy significativo. Además, le permitió financiarse empleando activos que los fondos privados de jubilación mantenían contra otros agentes, como plazos fijos y activos externos.

Otra consecuencia relevante de esa operación fue que la misma permitió al sector estatal hacerse de un significativo volumen de títulos de la deuda pública que estaban en poder de las AFJPs, reduciendo el tamaño de los compromisos netos con otros acreedores. Hacia mediados de 2009, aproximadamente un 30% de la deuda pública pasó a estar en manos de organismos estatales.

En materia de servicios de la deuda, esta operación fue complementada con otras destinadas también a reducir el tamaño de los compromisos de pago de próximos vencimientos. Por un lado, se concretaron operaciones de refinanciación, en especial de los llamados *préstamos garantizados*. Por otro, se realizaron recompras de deuda aprovechando las cotizaciones de *default* que venían presentando los títulos públicos. De este modo, el perfil de la deuda pública fue cambiando de manera significativa y favorable.

De todos modos, ha persistido el problema de hacer frente a los compromisos remanentes del sector público argentino, sin acceso al financiamiento de fuentes privadas, en particular al de fuentes externas. Se utilizó a estos fines el superávit fiscal, mientras este se mantuvo, o, tratándose de vencimientos de deudas en dólares, se recurrió al crédito del Banco Central al sector público, lo que implica la utilización de reservas de divisas de la autoridad monetaria para efectuar esos pagos.

Pese a estos recursos extraordinarios, la continuidad de una tendencia del gasto público a crecer largamente por encima de los recursos corrientes, combinada con el aislamiento financiero gubernamental, fueron poniendo una exigencia importante sobre el financiamiento fiscal. A fines de 2009 el gobierno nacional decidió, mediante un decreto *de necesidad y urgencia*, crear un fondo de poco más de 6.000 millones de dólares, con reservas del Banco Central, para pagar vencimientos de deuda externa pública a lo largo de 2010. De este modo, quedaban de hecho *liberados* otros recursos para ser utilizados en distintos fines de gasto. La medida generó conflictos de naturaleza política y judicial, que acentuaron la incertidumbre y alentaron un nuevo repunte de la fuga de capitales. A partir de entonces, y si bien algunas cuestiones permanecieron abiertas en la discusión pública y transitoriamente en el ámbito judicial, la utilización de reservas en poder del Banco Central para el pago del servicio de la deuda externa pública continuó y fue ganando aceptación y desdibujándose como problema en la escena política.

Recurriendo en parte a fuentes no ordinarias de financiamiento fiscal (como la transferencia de utilidades del Banco Central generadas por la revaluación de las reservas de divisas, entre otras), el gobierno ha sostenido una política caracterizada por un aumento de las erogaciones a ritmo superior al de los ingresos.

La crisis global incidió también sobre la trayectoria de la demanda agregada. Los canales de transmisión sobre la economía nacional fueron básicamente el financiero y el comercial. El principal canal real estuvo constituido por la caída de las exportaciones, que durante 2009 se contrajeron un 21%, como resultado de una disminución de precios medios de 16% interanual y una baja de 5% en las cantidades exportadas. Esa caída equivale a más de 4 puntos porcentuales de la demanda global y a 5 puntos porcentuales del PIB, medidos ambos a precios corrientes. Sin embargo, la contribución negativa de las exportaciones a la demanda fue compensada casi completamente por una caída drástica de importaciones.

La contracción de la inversión bruta interna fija explica buena parte de la declinación del PIB durante 2009, la que alcanzó una magnitud de entre 3 y 4%, según mediciones privadas, interrumpiéndose la larga expansión que se había iniciado en 2002. La declinación del PIB comenzó a revertirse desde mediados del año 2009. El repunte fue favorecido por una mejora de la economía mundial. Subieron los precios de la soja y de otras *commodities* que el país exporta, y la economía de Brasil comenzó a presentar indicadores favorables. Por otro lado, mejores precios y un cuadro climático favorable apuntalaron una importante reactivación de la actividad agroexportadora. Así, aunque la situación interna continuaba presentando fuentes importantes de incertidumbre, la reactivación fue adquiriendo dinamismo, alimentada en parte por la política fiscal expansiva, y el producto retomó en 2010 y 2011 un ritmo de expansión comparable al anterior a 2008. Sin embargo, el proceso de paulatina apreciación cambiaria (que se examinará en la sección siguiente), que alimentó expectativas de devaluación en 2011, incentivando una mayor fuga de capitales, y el nuevo agravamiento de la situación internacional asociado a las crisis de deudas soberanas en la periferia de la Unión Europea, volverían a impactar negativamente en 2011-2012, debilitando el ritmo de expansión de la economía.

## La apreciación del tipo de cambio real

Desde fines de 2006, la aceleración de la inflación y su desconocimiento por parte de las estadísticas oficiales fueron probablemente los factores más importantes de un cambio decisivo en la orientación de la política macroeconómica. De hecho, se abandonó el principal pilar del esquema sostenido desde 2003: la preservación del tipo de cambio real competitivo y estable.

La evolución de dos indicadores del tipo de cambio real puede verse en el *Gráfico 4*. Éste presenta el tipo cambio real multilateral (ITCRM), con las ponderaciones de las monedas que integran la canasta calculadas por el Banco Central, y el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos (ITCR dólar)<sup>15</sup>.

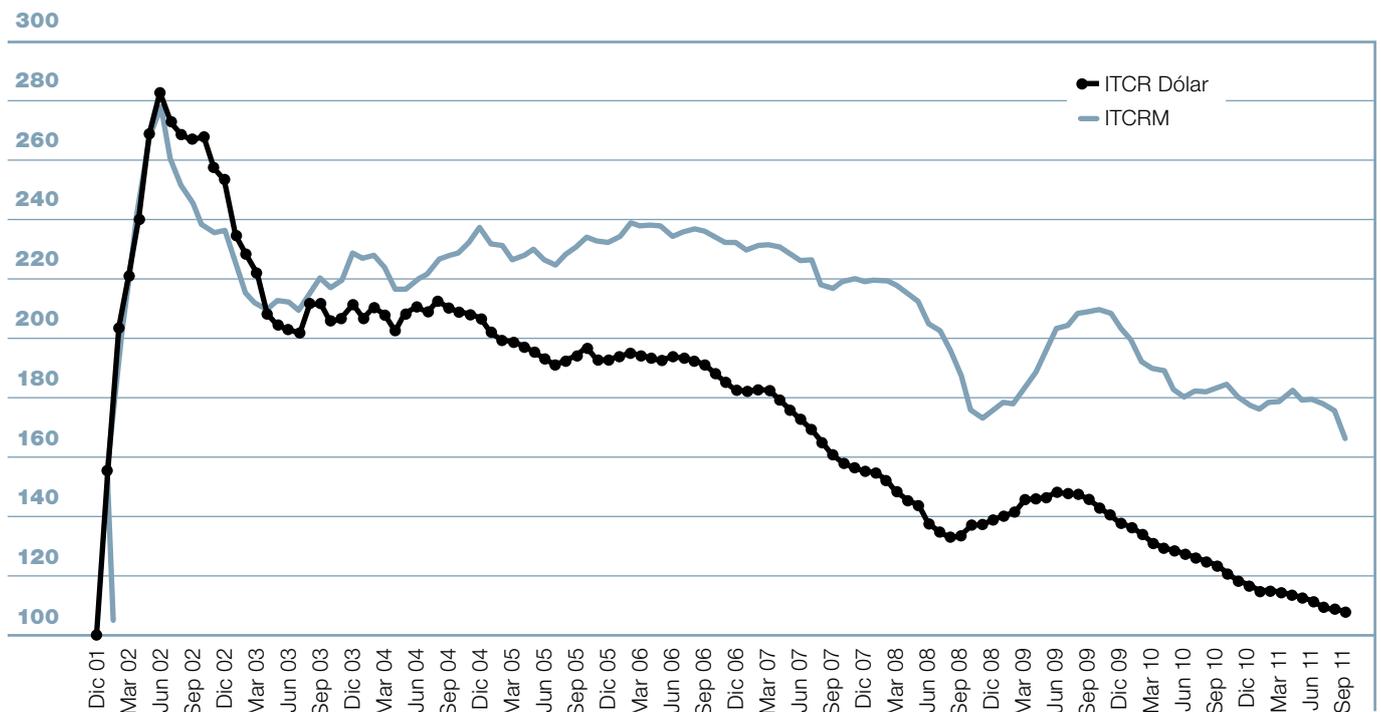
Como puede verse en el gráfico, entre comienzos de 2003 y diciembre de 2006 el ITCRM oscila alrededor de una tendencia estable, mientras que el ITCR dólar experimenta una apreciación considerable, particularmente durante 2005 y 2006. La estabilidad del ITCRM en ese período resultó de la apreciación de la canasta de monedas de los socios comerciales. A partir de entonces se observa un movimiento a la apreciación de la paridad real<sup>16</sup>.

Desde comienzos de 2007 la conducción de las políticas cambiaria y monetaria fue impactada por la subestimación oficial de la inflación y las consecuencias negativas que eso tuvo en los mercados financieros. A esas perturbaciones se sumaría luego el comienzo de la crisis financiera internacional, la fuga de capitales y la presión compradora en el mercado de cambios. Puede conjeturarse que en ese contexto el Banco Central dejó de lado consideraciones de largo plazo de la política cambiaria para concentrarse en la estabilización del mercado de cambios en torno a un tipo de cambio nominal estable.

[ 15 ] Hasta diciembre de 2006 el deflactor representativo de los precios domésticos de ambas series es el IPC calculado por el INDEC. De enero de 2007 en adelante el deflactor de ambas series es el estimador del IPC elaborado por el centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA. En adelante, todas las magnitudes reales, como las correspondientes a la base monetaria real y otros agregados monetarios y financieros, son deflactadas por este mismo índice.

[ 16 ] Para una descripción más detallada de la política cambiaria y sus sucesivos cambios véase por ejemplo Damill y Frenkel (2010).

**Gráfico 4. Índices del tipo de cambio real multilateral (ITCRM) y del tipo de cambio real bilateral contra el dólar**  
(Dic. 2001=100)



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

Luego, a partir de la segunda semana de mayo de 2008, se observó una evidente nueva orientación de la política cambiaria. El Banco Central vendió en el mercado 2.106 millones de dólares de las reservas en poco más de un mes para reducir el precio del dólar de 3,15 a 3 pesos. En este período de caída y estabilización del tipo de cambio nominal, las tasas mensuales de inflación estaban en los máximos experimentados desde 2003. Entre mayo y agosto las tasas interanuales de los precios al consumidor se encontraban en el orden de 25%, como puede verse en el *Gráfico 2*. La caída y posterior estabilización del tipo de cambio nominal entre mayo y agosto se tradujo en una fuerte apreciación del ITCRM. De esta manera, por la apreciación gradual experimentada entre enero de 2007 y abril de 2008 y por el cambio de orientación de la política cambiaria entre mayo y agosto de 2008, el país arribó al momento de contagio financiero de la crisis internacional sobre los países en desarrollo con un tipo de cambio real multilateral 15% inferior al de diciembre de 2006 y al que se había preservado o más o menos estable entre 2004 y 2006.

Una reacción de muchos países en desarrollo frente a los impactos de la crisis que se iniciaron en setiembre de 2008 fue la devaluación de sus monedas. De esta manera, la canasta de monedas que integra el tipo de cambio multilateral argentino se depreció significativamente en setiembre y octubre de 2008. Por otro lado, en octubre de 2008 el mercado cambiario argentino estuvo sometido a una demanda intensificada por una fuerte salida de capitales. Las autoridades decidieron no permitir un rápido aumento del precio del dólar frente a la presión de la demanda, lo que también implicó la decisión de no acompañar las devaluaciones de los socios comerciales para preservar la competitividad del tipo de cambio real. Aunque el ritmo de la devaluación nominal se aceleró desde principios de octubre, el ITCRM de noviembre de 2008 resultó el más bajo desde 2003, 25% inferior que el de diciembre de 2006.

El Banco Central aceleró luego el ritmo de aumento del tipo de cambio nominal, y la apreciación precedente se revirtió de manera parcial, hasta mediados de 2009 (*Gráfico 4*). Desde entonces, la tendencia a la caída del tipo de cambio real se retoma, y hacia fines de 2011 el ITCR bilateral contra el dólar se encuentra ya en un nivel muy semejante al muy apreciado registrado a finales de la década de los noventa.

El régimen cambiario del país no fue modificado<sup>17</sup>. La existencia de un monto importante de reservas continuó garantizando la capacidad del Banco Central para determinar el nivel y la tendencia del tipo de cambio real mediante la política de flotación administrada.

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

[ 17 ] Las importantes modificaciones en la forma de funcionamiento del mercado cambiario que se introducirían a partir de noviembre de 2011 no se consideran en este trabajo.

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

El colapso del régimen de convertibilidad, tras una larga agonía de tres años y medio en la cual se acentuaron la sobrecarga de deuda pública y la dolarización, y el carácter desordenado de la salida, generaron un período de caos bancario. Los bancos pasaron a ser técnicamente insolventes, el sistema perdía depósitos y el crédito caía continuamente. La escalada del precio del dólar en la primera mitad de 2002 y la incertidumbre acerca de la capacidad del gobierno de estabilizar la situación imprimían un espíritu de transitoriedad a las sucesivas medidas, en tanto los sectores afectados pugnaban por minimizar su contribución en el *reparto de pérdidas*.

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

A la salida de la convertibilidad, el replanteo del régimen financiero se asentó en dos pilares fundamentales: la desdolarización drástica del sistema bancario (en especial de los créditos) y la determinación de la forma en que se repartirían las pérdidas entre los sectores, lo que se hizo fundamentalmente a través de la conversión a pesos (*pesificación*), asimétrica e incompleta, de las operaciones denominadas en moneda extranjera. Un tercer elemento esencial fue que, como resultado de la flotación del peso y la pesificación, el Banco Central pudo recuperar su función de prestamista de última instancia. La flotación cambiaria, la desdolarización y la tolerancia normativa ampliaron los márgenes de maniobra del BCRA y así hicieron posible enfrentar una crisis de magnitud sin precedentes, aún para los estándares de un país con una historia económica de catástrofes recurrentes.

Para comprender la complejidad del proceso de reestructuración bancaria y de la reformulación normativa posterior a la crisis es necesario comenzar por una revisión de sus antecedentes inmediatos<sup>18</sup>.

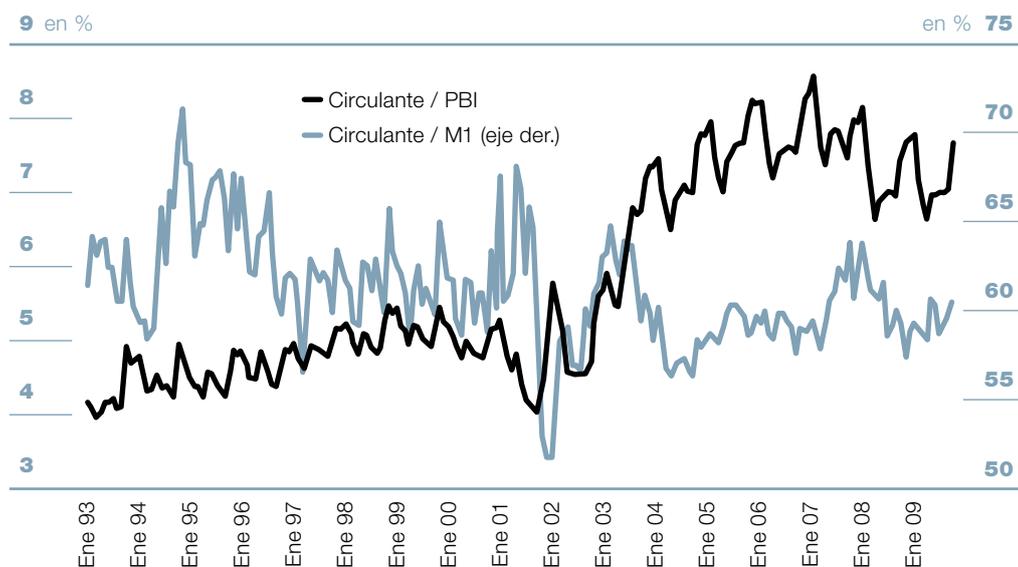
#### Corralito, corralón, pseudo-dolarización y canje de deuda antes de la debacle

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

El corralito, en particular, instituido el 3 de diciembre de 2001, tuvo efectos negativos en el funcionamiento del sistema que perdurarían durante varios años, ya que al impedir el retiro de los depósitos a la vista dañó seriamente el papel *transaccional* del dinero bancario. La medida tuvo un inevitable impacto negativo sobre el sistema de pagos y dio pie a una prima de liquidez a favor del dinero en efectivo. Además, las autoridades económicas hicieron una apuesta final, desesperada e inútil, por la (pseudo)dolarización, al disponer que las financiaciones otorgadas a partir del 3 de diciembre sólo pudiesen ser instrumentadas en dólares.

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

**Gráfico 5. Evolución de la circulación monetaria**



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

El corralito, que sería gradualmente relajado, consiguió atenuar la salida de depósitos privados, pero al costo de exacerbar la recesión y alimentar tendencias que generarían serios problemas en el futuro. Además, resultó insuficiente, ya que los ahorristas trasladaban sus depósitos a plazo hacia cuentas a la vista con el objetivo de convertir los fondos en dólares, a través de distintos mecanismos de *filtración*. Este proceso llevó al establecimiento del llamado *corralón*, que tornó indisponibles los depósitos a plazo fijo para que se pudiera liberar el sistema de pagos.

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

La disrupción del sistema de pagos fue tan aguda que se generó un notable aumento de la demanda de efectivo (real), que se incrementó en 20% en el primer trimestre de 2002 a pesar del contexto de inflación asociado a la devaluación<sup>19</sup>. Curiosamente, la preferencia por efectivo no fue un fenómeno meramente transitorio, generado por la desconfianza hacia el dinero bancario y el crecimiento de la economía subterránea. Por el contrario, la crisis generó una ruptura estructural en la relación circulante/PIB, que promedió un 5% en el período de convertibilidad pero no bajó de 7% desde 2004 y subió por períodos hasta 8,5%, niveles muy elevados para los estándares internacionales, que se mantuvieron a pesar de haberse registrado tasas de inflación elevadas desde 2007.

Otro antecedente relevante para comprender el proceso de reestructuración bancaria post crisis es el canje de deuda soberana instrumentado en noviembre de 2001<sup>20</sup>, tanto por su impacto sobre la liquidez de los bancos como por el tratamien-

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

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

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

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

[ 23 ] Pero no hubo tal pérdida (sino, al contrario, una ganancia) si se miden los depósitos en términos reales, según el IPC, dado que recibieron el incremento de 40% en pesos asociado a la devaluación inicial, y a partir de allí quedaron indexados por inflación.

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

[ 25 ] Luego también se suspendió ese ajuste y, con el fin de contemplar la capacidad de pago de los hogares, en el caso de los préstamos hipotecarios, se reemplazó el CER por un nuevo índice, el denominado Coeficiente de Variación Salarial (CVS), que pretendía capturar la evolución de los salarios. Finalmente, incluso la indexación por CVS fue dejada sin efecto.

to regulatorio de los activos que reemplazarían a los bonos canjeados. La nueva deuda se instrumentó bajo la forma de préstamos garantizados con recaudación tributaria (PGs), los que daban a los bancos condiciones más favorables de contabilización, que no reflejaban las pérdidas económicas involucradas.

En diciembre de 2001, todavía vigentes la Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica del BCRA que formó parte de ese régimen, los problemas de liquidez de los bancos debieron ser enfrentados dentro de los límites que imponían dichos instrumentos legales. Dado que la corrida bancaria había tenido un impacto diferenciado sobre los distintos tipos de entidades, se procuró *nivelar el campo de juego* mediante el establecimiento de una *sobreintegración* de encaje para aquellas entidades cuyos depósitos aumentaban, con el fin de reciclar fondos hacia las entidades con fuertes pérdidas de depósitos, a través del BCRA<sup>21</sup>, en un claro apartamiento respecto de la solución de mercado<sup>22</sup>.

Todas las medidas adoptadas desde la imposición del corralito hasta la derogación de la Ley de Convertibilidad procuraron mostrar que el régimen se mantenía en pie, pero la falta de credibilidad obligaba a moverse en el sentido de dolarizar por completo el sistema.

### Fin de la convertibilidad: pesificación y compensaciones bancarias

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

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

La estrategia que se adoptó revirtió totalmente la implementada una década antes, al impulsar un proceso de desdolarización forzoso. La pesificación, implementada el 3 de febrero de 2002, fue asimétrica porque los activos y pasivos en dólares fueron convertidos a pesos a paridades diferentes. La mayor parte de las obligaciones en dólares del sector privado con el sistema financiero fueron convertidas a una relación de un peso por cada dólar, mientras que, simultáneamente, los depósitos (reprogramados) lo fueron a una paridad de 1,4 pesos por cada dólar (ambos quedaron indexados al CER, es decir, indirectamente, al Índice de Precios al Consumidor). Los depositantes sufrían una gran pérdida medida en dólares<sup>23</sup>, ya que el tipo de cambio libre subió fuertemente por encima del tipo de cambio oficial (\$1,40 por dólar), cuya vigencia fue, de todas maneras, transitoria<sup>24</sup>. Las deudas de las familias se convirtieron a una paridad de un dólar por un peso, aunque se las ajustó por el CER<sup>25</sup>. Los PGs de la *fase 1* del canje fueron pesificados a \$1,40 por dólar y se les incorporó el devengamiento por CER.

La pesificación se realizó en forma incompleta porque no todos los activos y pasivos bancarios estuvieron alcanzados. Las deudas bajo legislación extranjera planteaban un problema especial, ya que su pesificación efectiva estaba fuera del alcance de las atribuciones del gobierno nacional y porque se debió proceder cuidadosamente con los pasivos externos de los bancos para no perjudicar indebidamente el flujo de crédito comercial y, en general, el mínimo acceso a fondeo externo que todavía conservaban las instituciones locales tras el *default*.

El Estado Nacional debió hacerse cargo de compensar a los bancos por el quebranto patrimonial asociado al carácter asimétrico e incompleto de la pesificación. Pero hubo un tercer factor que ameritó la compensación por parte del gobierno, porque el tratamiento de los activos y pasivos pesificados fue diferenciado también en términos de los mecanismos de indexación aplicados (ciertos activos fueron indexados al Coeficiente de Variación Salarial, mientras que por el lado de los pasivos tenían como contrapartida la indexación por CER<sup>26</sup>).

Aunque el esquema de compensaciones y su tratamiento regulatorio y contable permitieron moderar y *disimular* el quebranto patrimonial de los bancos derivado de la pesificación, éstos fueron afectados por la recesión, que incrementó la morosidad y la incobrabilidad, y también por la caída de la cotización de los títulos públicos.

Algunas medidas extraordinarias adoptadas para aliviar la situación de los deudores, que no fueron *focalizadas* sino generalizadas, es decir, independientes de la situación particular de cada empresa o sector, tuvieron un impacto negativo adicional sobre el patrimonio y la rentabilidad bancaria y dificultaron el recupero de los créditos. En particular, la declaración de la emergencia productiva y crediticia hasta fines de 2003, mediante la modificación de la Ley de Concursos y Quiebras, dispuso la suspensión de las ejecuciones judiciales y extrajudiciales y del trámite de medidas cautelares por un plazo original de 180 días, que fue luego prorrogado sucesivamente. Esto implicaba una restricción para las entidades financieras que quisieran ejecutar garantías reales en defensa de los créditos en cesación de pagos.

Además del costo patrimonial de la pesificación y la indexación asimétricas, los bancos registraron pérdidas no originadas en medidas adoptadas por el gobierno ni en el deterioro de la situación económica o las condiciones de mercado, sino debidas a la proliferación de recursos judiciales de amparo, mediante los cuales los depositantes conseguían, generalmente, recuperar el valor original en dólares de sus depósitos<sup>27</sup>.

A pesar de que se originaban en una situación de relativa *anomia jurídica*, y de que no eran responsabilidad de las entidades, las pérdidas por amparos no fueron compensadas por el Estado Nacional. Sin embargo, para moderar el impacto negativo sobre el patrimonio de los bancos, el BCRA permitió diferir en el tiempo la contabilización de los quebrantos, mediante la implementación de un cronograma de 60 meses para el reconocimiento de las diferencias de cambio.

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

[ 26 ] La compensación a los bancos implicó la emisión de títulos de deuda pública por u\$s 13.600 millones para los llamados bonos *compensación y cobertura*.

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

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

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

Las líneas rectoras del nuevo sistema cambiario fueron establecidas principalmente en el año 2002, y en menor medida en 2003, y se caracterizaron por fuertes controles de cambios y sobre los movimientos de capitales.

Las restricciones para acceder a divisas fueron muy rigurosas durante el período más crítico<sup>28</sup>, que se extendió hasta finales de 2002, ya que a pesar de las limitaciones al retiro de efectivo y la reprogramación de los depósitos, no se consiguió impedir la filtración de fondos fuera del sistema bancario y su fuga hacia el dólar. Por ese motivo, el BCRA implementó una serie de medidas orientadas a reducir la demanda y aumentar la oferta de divisas.

Las nuevas normas apuntaron a tener un gran control sobre todas las operaciones (estableciendo condiciones de realización, plazos admitidos y montos máximos) y las restricciones no sólo afectaron a la cuenta financiera del balance de pagos sino también a las transacciones en cuenta corriente<sup>29</sup>. Principalmente, se incrementó el número de conceptos que requerían autorización del BCRA para girar divisas al exterior, se disminuyeron los montos máximos de venta de dólares a empresas (y particulares), los bancos fueron obligados a liquidar parte de su posición de cambios y los exportadores fueron forzados a liquidar sus divisas en el BCRA.

Después del primer semestre de 2002 se fueron relajando los controles gradualmente, a medida que mejoraba la situación macroeconómica y se estabilizaba el mercado cambiario. Eso se hizo mediante flexibilizaciones, paulatinas y escalonadas, para operar en el MULC<sup>30</sup>. Pero el relajamiento de los controles estuvo sesgado hacia medidas que facilitaron la salida de capitales<sup>31</sup>. En contraste, las restricciones a los ingresos fueron reforzadas, reflejando la creciente preocupación por la entrada de capitales especulativos a partir de 2005. Al mismo tiempo se fueron refinando progresivamente los sistemas de control y seguimiento de las operaciones, de modo de cerrar filtraciones.

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

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

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

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

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

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

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

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

En lo referido a la asistencia por iliquidez, las principales modificaciones fueron la eliminación del plazo máximo de 30 días para la cancelación de adelantos y redescuentos, y la posibilidad de conceder asistencia por encima del límite máximo (100% de la RPC de cada entidad) bajo circunstancias extraordinarias o como herramienta para dotar al sistema financiero de la liquidez adecuada para restablecer su normal funcionamiento. Además, se introdujo la posibilidad de otorgar asistencia con garantía de instrumentos de deuda emitidos por el Estado Nacional. El régimen le dejó al BCRA un margen considerable de discrecionalidad, dificultando a las entidades financieras la estimación de la asistencia de la cual podrían eventualmente, disponer. Se trata de una política deliberada de *ambigüedad constructiva*.

### Nuevos instrumentos de regulación monetaria

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

No obstante las medidas adoptadas, los depósitos continuaron cayendo rápidamente, y en junio de 2002 las reservas de liquidez del sistema se ubicaban por debajo del 16% en promedio, aunque no llegaban ni a la mitad de ese nivel en algunos bancos, un nivel exiguo en una corrida bancaria. Durante todo el período el BCRA tuvo que otorgar adelantos y redescuentos a fin de evitar un colapso generalizado.

La expansión monetaria resultante se volcó fundamentalmente a la compra de dólares, creando una oferta excedente de dinero en el mercado cambiario que se mantuvo a lo largo de casi todo el semestre y que llevó la cotización del dólar a casi \$3,80 hacia fines de junio. Los otros destinos de los fondos que salieron del sistema fueron principalmente el atesoramiento de efectivo y la cancelación de

deuda bancaria. Las tasas de interés subieron fuertemente, y el rendimiento de las Lebac a 14 días llegó a 129% anual el 10 de julio, reflejando las expectativas de depreciación del peso.

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

En julio de 2002 los depósitos tocaron un mínimo, tanto en términos nominales como reales. A partir de allí tuvieron una trayectoria monótona creciente, pero en total, durante el año 2002, los depósitos privados cayeron un 42% en términos reales.

### La recuperación permite avanzar con la reforma del marco prudencial

Varios elementos confluieron para que a principios del segundo semestre de 2002 se observara un punto de inflexión en el desarrollo de la crisis, y comenzara a verificarse una mejora progresiva de la situación en casi todos los frentes. Para esto fue fundamental la estabilización del tipo de cambio, seguida en julio por una desaceleración de la salida de fondos de los bancos y en agosto por el inicio de la reversión de la tendencia declinante de los depósitos. También ayudó que las tasas de inflación resultaran menores que las esperadas y que, por consiguiente, los rendimientos de las colocaciones fueran percibidos como fuertemente positivos en términos reales (y en dólares). A partir de ese momento comenzó un lento pero continuo proceso de remonetización, hasta el año 2007. También fueron importantes para estabilizar el tipo de cambio los *retoques* a los mecanismos de control de cambios implementados entre mayo y septiembre, que mejoraron sustancialmente su efectividad, lo que hizo posible reducir significativamente las filtraciones<sup>32</sup>.

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

Paralelamente a la recuperación de los depósitos, y tras registrarse un déficit cambiario de u\$s 542 millones en el primer semestre, se pasó a un superávit cambiario de u\$s 2.701 millones en el segundo, cuando se registró un importante superávit en cuenta corriente. A partir de julio el BCRA pasó a ser un demandante neto en el mercado de divisas.

En este contexto de mayor estabilidad, dado el costo político del *corralón* y ante la necesidad de ir recuperando progresivamente la reputación del sistema financiero y de poner freno al drenaje de fondos a través de las medidas cautelares, se permitieron ciertas transferencias a cuentas de libre disponibilidad y se realizó una segunda oferta de canje de depósitos<sup>33</sup>.

[ 33 ] Básicamente se ampliaban las opciones de los depositantes.

Varios factores hicieron que la devolución de fondos en la moneda original fuera finalmente factible. Por un lado, la recuperación económica impulsó un aumento de la cotización de los títulos públicos, lo cual benefició a quienes aceptaron alguno de los dos canjes propuestos. Pero también es claro que la reestructuración de la deuda pública generó una liberación *esperada* de recursos que se terminó reflejando en la caída de los rendimientos de los bonos y en un aumento, por ende, del grado de recupero de los depositantes. El proceso de normalización registró un hito cuando, el 2 de diciembre de 2002, se determinó la libre disponibilidad de las cuentas a la vista, aprovechando las señales de normalización que venía mostrando el sistema financiero. La ausencia de efectos negativos de la liberación de fondos sobre el mercado cambiario también permitió relajar las restricciones sobre la transferencia de capitales al exterior.

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

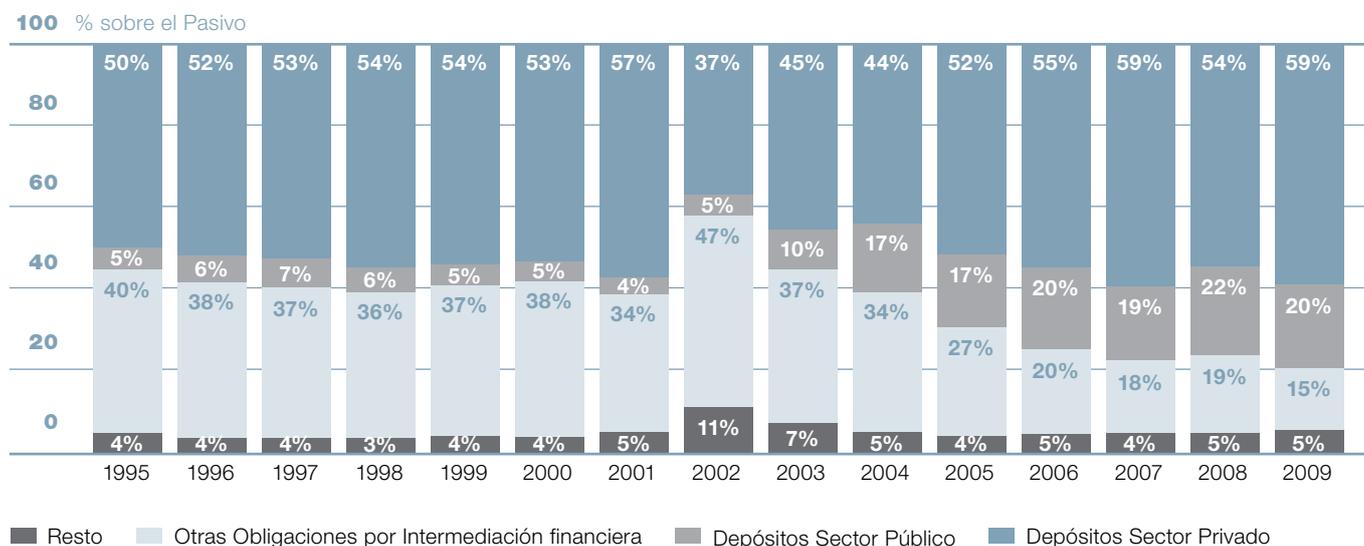
A partir de estas medidas y la mejora general de las condiciones económicas y financieras, el riesgo de liquidez rápidamente dejó de constituir un problema central. Por el contrario, los defectos de liquidez de 2002 dieron lugar a importantes excesos hacia fines de 2003.

El proceso de normalización del sistema también se manifestó en el terreno patrimonial. Las pérdidas contables, que habían marcado un récord en 2002 y se mantuvieron en niveles elevados en la primera mitad de 2003, desaparecieron hacia fines de ese año. La solvencia también comenzó a recuperarse en la segunda mitad de 2003 gracias a una generalizada refinanciación de los pasivos (con acreedores externos<sup>34</sup>, condicionada a una reducción del valor presente de la deuda, y con el Banco Central) y a aportes adicionales de capital equivalentes a 25% del patrimonio neto consolidado del sistema financiero de fines de 2003. Estos dos procesos, reducción de pasivos externos y aportes (y posteriormente generación interna de capital), cambiaron considerablemente la estructura del pasivo en relación a la vigente durante el régimen de convertibilidad, que mostró un aumento significativo de la participación de los depósitos en el fondeo total.

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

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

**Gráfico 6. Estructura del pasivo del sistema bancario**



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

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

[ 35 ] Comunicación "A" 3911 del BCRA.

Seguramente la iniciativa más importante del BCRA para la normalización del sistema financiero en los años posteriores a la crisis fue un conjunto de cambios normativos establecidos en abril de 2003<sup>35</sup>. Se establecieron mecanismos que creaban franquicias normativas en materia de solvencia, al afectar aspectos de las normas de capitales mínimos, valuación de activos del sector público, fraccionamiento y graduación del riesgo crediticio.

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

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

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

Era crucial decidir cuál sería el tratamiento de la exposición de los bancos con el sector público y su impacto sobre la posición de capital. Por ello, se estableció un mecanismo para diferir en el tiempo el reconocimiento de las diferencias patrimoniales generadas por la caída del valor de mercado de la deuda pública, mediante coeficientes de atenuación de las exigencias por riesgo de tasa de interés y por exposición al sector público<sup>36</sup>.

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

El cronograma de aumento de los coeficientes haría que la exigencia por el riesgo de crédito de los activos del sector público llegara a su nivel normal en enero de 2009, mientras que la exigencia por riesgo de tasas de interés se restablecería plenamente en enero de 2007. En la práctica, ese largo período de transición implicaba un alto grado de tolerancia regulatoria. Las normas implicaban apostar a que hacia enero de 2008 el sistema bancario habría resuelto totalmente sus problemas de solvencia. El cronograma se cumplió, aunque no era evidente (*ex-ante*) que fuera a resultar sencillo. Ayudaron la mejora en la situación económica general y las medidas del BCRA que indujeron a las entidades a reducir su exposición al sector público, porque redujeron la incidencia de los beneficios normativos.

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

Además, fue necesario reducir a niveles internacionales el límite para los activos inmovilizados, que habían registrado un crecimiento sustancial como consecuencia de la crisis.

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

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

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

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

Un punto importante en materia de liquidez que era necesario resolver era el problema planteado por las elevadas deudas de las entidades con el BCRA y la necesidad de aumentar el plazo promedio de las obligaciones de los bancos, de modo que estuvieran en mejores condiciones para prestar y fuera factible una reducción más acelerada del *corralón*. Para contribuir a esos objetivos se estableció un esquema voluntario, denominado *matching*, que determinaba un cronograma de amortización de las asistencias recibidas del BCRA, y tasas de interés, similares a las de los activos afectados en garantía de las mismas, con un máximo de 70 cuotas de amortización (el cronograma fue de 120 cuotas en un caso puntual) y tasa de interés de 3,5% anual sobre saldos ajustados por CER. El esquema tenía como pre-requisito la *regularización* de los pasivos externos de las entidades<sup>37</sup>.

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

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

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

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

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

Parte de la falta de dinámica del crédito en los primeros años tras la crisis tiene su explicación en factores de demanda: la reticencia de muchos empresarios a establecer una relación de dependencia con instituciones que los habían *maltratado* durante la crisis, el fuerte aumento del flujo de caja libre como consecuencia del jubileo de las deudas bancarias en 2002, y el hecho de que la capacidad instalada ociosa fuese aún elevada, debilitando el incentivo a las inversiones en capital fijo.

Por el lado de la oferta, aunque la liquidez dejó de ser una limitante, el esquema regulatorio heredado de los noventa no contemplaba la particular situación de las empresas tras la crisis. En otras palabras, la metodología subestimaba el universo de los potenciales tomadores de crédito con capacidad de repago.

Ciertamente, la cartera irregular del sistema bancario alcanzó magnitudes astronómicas, llegando a representar un 39% de los créditos al sector privado no financiero a fines de 2002, a pesar de la flexibilización de las normas de previsionamiento. Numerosos deudores se encontraban en situación concursal o en etapa judicial, cuya financiación resultaba prácticamente imposible con las normas vigentes, ya que los fondos eventualmente desembolsados debían ser íntegramente previsio-

dados. Además, el patrimonio neto de las empresas quedó muy reducido tras la crisis e incluso, con frecuencia, era negativo, lo cual impedía otorgarle crédito a una firma, independientemente de que la marcha del negocio y sus perspectivas futuras fueran favorables. Era necesario evitar que la historia crediticia reciente de las empresas tuviera un peso desproporcionado en la calificación de los préstamos.

En un esfuerzo por atenuar estos problemas, el BCRA introdujo a lo largo de 2003 algunos cambios regulatorios que apuntaban a facilitar el otorgamiento de préstamos en casos como los recién mencionados, así como, en general, a aumentar la posibilidad de acceso al crédito por parte de las *pymes*<sup>38</sup>. Se suponía que la mayoría de las modificaciones tendrían un carácter transitorio, dado el objetivo de volver a endurecer las regulaciones prudenciales en el mediano/largo plazo, sin embargo, algunos elementos subsistieron<sup>39</sup>.

Los esfuerzos por eliminar obstáculos normativos al otorgamiento de crédito prosiguieron entre los años 2005 y 2007, con medidas dirigidas a mejorar la calificación de los deudores, simplificar las operaciones y disminuir el costo de las financiaciones mediante la flexibilización de las normas en materia de garantías, exigencia de capital y otros aspectos<sup>40</sup>. La consecuencia fue que prácticamente se desmontaron las restricciones normativas que pudieran estar impidiendo una mayor dinámica crediticia. Por lo tanto, la escasa profundidad crediticia que sigue presentando la economía argentina debe atribuirse a otros factores, según se comenta más abajo.

### El difícil camino de convergencia a la normalidad

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

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

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

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

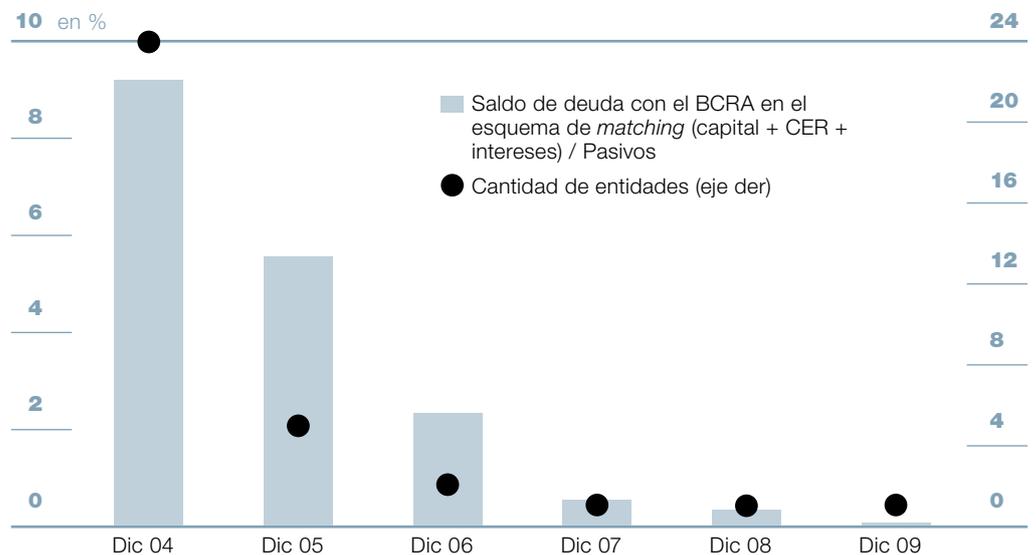
[ 40 ] El activismo normativo en materia crediticia también se reflejó en el intento de impulsar el crédito hipotecario a sectores de recursos relativamente limitados.

En segundo lugar, el sistema enfrentaba dos descalces de moneda. Uno generado por el exceso de activos indexados en relación con los pasivos del mismo tipo, y otro determinado por la existencia de una posición neta positiva en moneda extranjera.

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

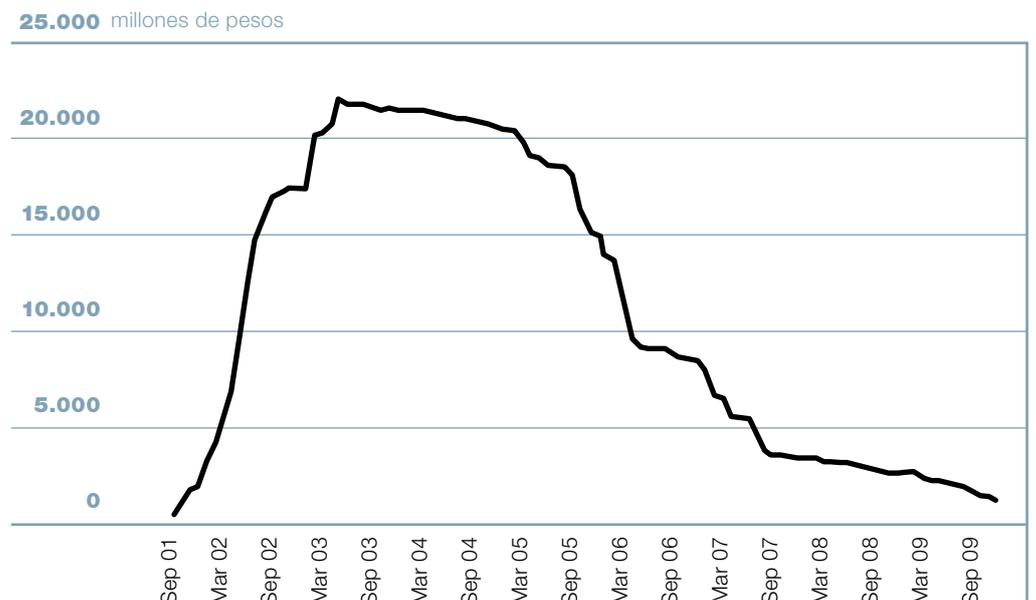
Un elemento que, paradójicamente, dificultaba la solución del problema eran las facilidades normativas de que gozaban los activos ajustables introducidas en abril de 2003 y sus modificaciones posteriores, tanto en materia de exigencias

**Gráfico 7. Endeudamiento con el BCRA. Esquema de *matching*.** Sistema financiero



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

**Gráfico 8. Redescuentos y adelantos por iliquidez.**



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

prudenciales como en lo que respecta a su valuación, ya que implicaban que los bancos registrarían pérdidas contables si pretendían disminuir las tenencias que generaban el descalce en cuestión mediante su venta en el mercado. Pero dada la trayectoria generalmente descendente que tuvieron las tasas de interés reales en los siguientes años, y la tendencia ascendente de la inflación, el descalce terminaría por generarles resultados positivos a los bancos, y su trayectoria como porcentaje del patrimonio neto fue monótonamente decreciente.

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

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

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

Las entidades poseían altos niveles de liquidez que superaban la exigencia y el BCRA estaba interesado en generar mecanismos para absorber fondos del mercado de dinero y moderar el sesgo expansivo que estaba teniendo la política monetaria. Además, para las entidades resultaba muy ventajoso cancelar un fondeo que en las condiciones prevalecientes resultaba caro (3,5% + CER). Estas razones llevaron a establecer un procedimiento en diciembre de 2004 por el cual podían realizar adelantos de cuotas para acelerar el cronograma de cancelación previsto<sup>41</sup>.

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

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

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

## El sistema bancario emerge fortalecido luego de 2005

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

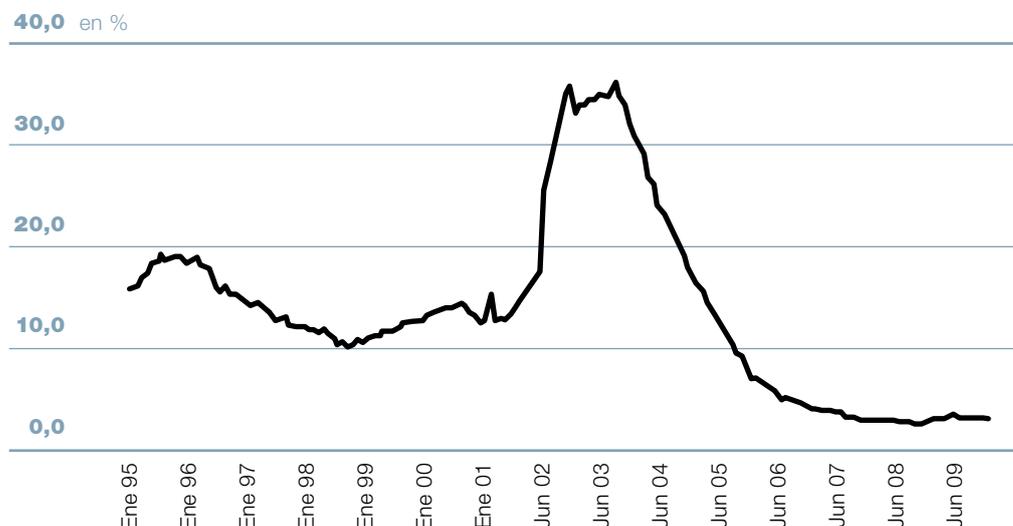
En primer lugar, la integración de capital de los bancos en relación a los activos ponderados por riesgo (RPC/APR) fue aumentando progresivamente, al pasar de un mínimo de 14% a fines de 2004 a casi 19% en diciembre de 2009<sup>42</sup>. No sólo aumentó el nivel de capitalización del sistema sino que también se produjo una mejora de la calidad del capital, en la medida en que disminuyó la participación de activos con valuaciones especiales en el patrimonio.

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

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

En tercer lugar, la cartera irregular continuó reduciéndose desde 18,6% de las financiaciones en diciembre de 2004 a 3,5% en diciembre de 2009. Tal vez éste sea el aspecto en que más mejoró el sistema financiero en comparación con su desempeño en la segunda mitad de la década del noventa, lo cual se refleja en la caída de los cargos por incobrabilidad. En los años de más baja mora en dicho período (1997-1998) la cartera irregular fue equivalente, en promedio, a 13% de las financiaciones al sector privado no financiero, y generaba cargos por 1,3% del activo en promedio, frente a 0,5% en 2008-2009.

**Gráfico 9. Cartera irregular / total**

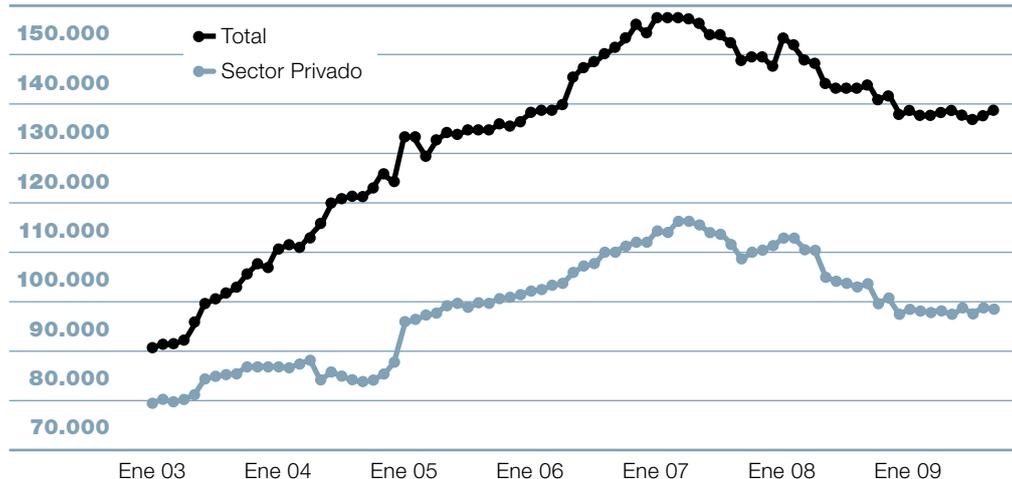


Fuente: Banco Central de la República Argentina.

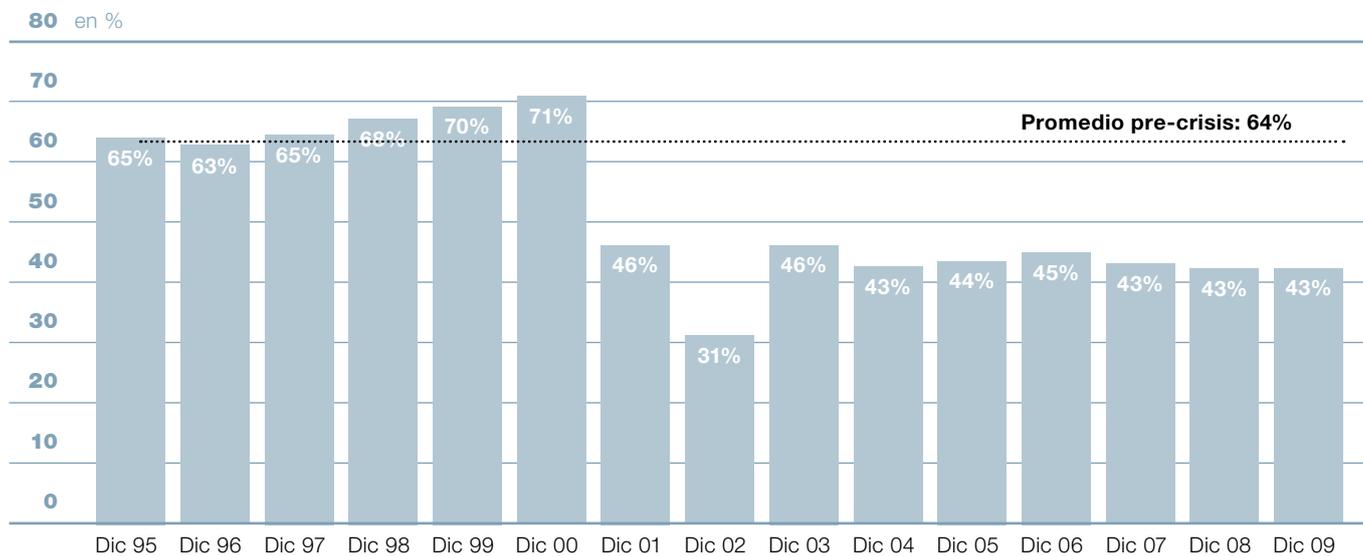
### Gráfico 10. Evolución de los depósitos bancarios

Depósitos en términos reales

160.000 millones de \$



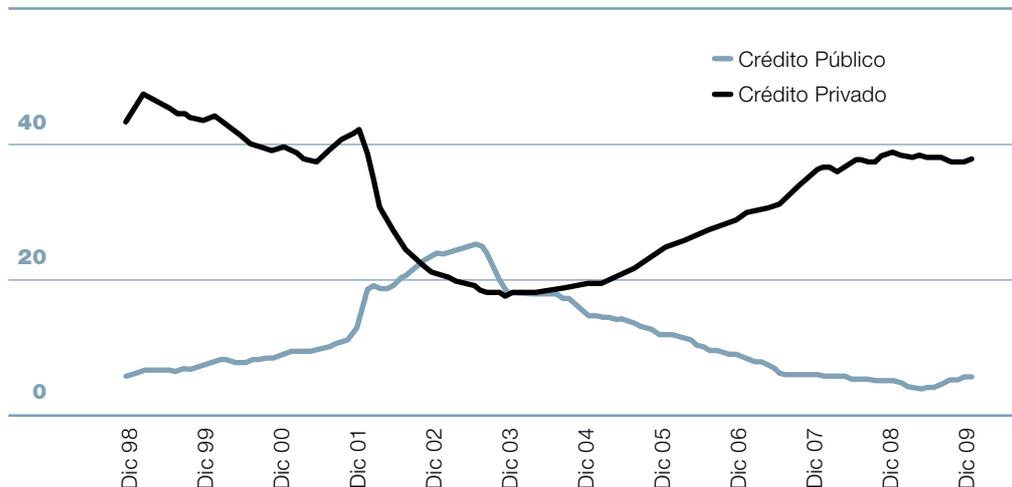
Depósitos Plazo Fijo del Sector Privado no Financiero. Depósitos Plazo Fijo / Depósitos totales



Fuente: Banco Central de la República Argentina y elaboración propia a partir de datos de precios de Buenos Aires City-UBA (véase nota 16).

### Gráfico 11. Riesgo de Crédito Público y Privado. En % del Activo - Promedio móvil 3 meses

60 en %



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

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

### La evolución monetaria y crediticia

La mejora consistente de los indicadores arriba mencionados no fue acompañada por un desempeño semejante de los agregados monetarios y crediticios a lo largo de todo el período 2005-2009. Estos detuvieron su trayectoria ascendente en moneda constante en 2007, tanto como consecuencia del impacto de la crisis global como de la desconfianza producida por la intervención del INDEC. En el segundo trimestre de ese año se produce una caída de los depósitos, seguida más tarde, en enero de 2008, por un quiebre de la tendencia alcista de los préstamos al sector privado. En efecto, entre diciembre de 2004 y abril de 2007 los depósitos privados aumentaron un 32,9% en términos reales para alcanzar el máximo de la serie histórica post crisis con una relación depósitos privados/PIB que ascendió a 16,3% en el primer trimestre de 2007, aún bien por debajo del promedio de 24,5% del período 1998-2000. Luego los depósitos del sector privado en términos reales tuvieron una trayectoria descendente (-16,4%) hasta tocar un mínimo en mayo de 2009, pero hacia fin de dicho año habían crecido 4,2%. En el mismo período el M3 privado cayó de 24% a 19% del PIB.

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

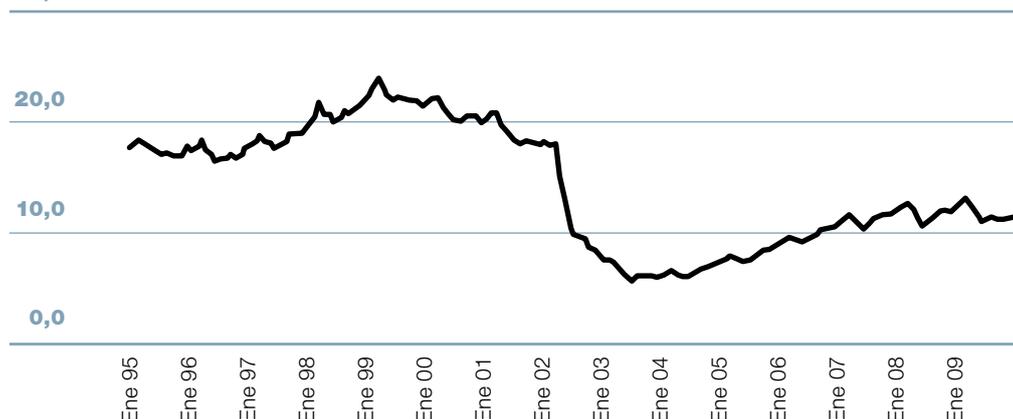
Por el lado del crédito la evolución fue un poco más dinámica hasta 2007. No obstante, el progreso registrado no permitió recuperar la profundidad crediticia observada en la segunda mitad de la década del noventa. En el período 2004-2007 la relación préstamos/PIB subió de 7,1% a 11,7%, un nivel todavía muy por debajo del promedio de 22% registrado en el período 1998-2000. A partir de enero de 2008 los préstamos al sector privado no financiero inician una tendencia decreciente (en términos reales). El tamaño del activo del sistema resultaba, en moneda constante, claramente inferior al existente bajo el régimen bancario de la segunda mitad de la década del noventa, a pesar que el PIB era aproximadamente un tercio mayor.

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

Diversos factores provocaron la reversión del proceso de remonetización luego del primer trimestre de 2007. Por una parte, la crisis global se transmitió a la economía a través del canal financiero, y estimuló la salida de capitales privados. Pero, como ya se señaló, la ralentización de la dinámica de los agregados monetarios y crediticios fue exacerbada por perturbaciones de origen interno que promovieron la desconfianza, como la manipulación de las estadísticas de inflación y, posteriormente, la estatización del sistema previsional privado. La percepción de que las autoridades proceden con un alto grado de arbitrariedad en sus decisiones generó

**Gráfico 12. Préstamos Sector Privado no Financiero / PBI**

30,0 en %

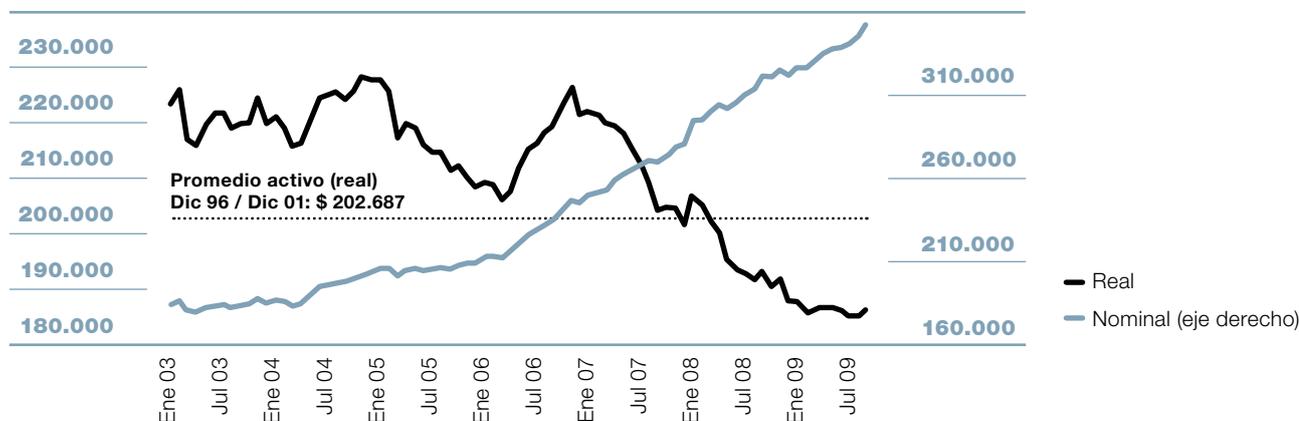


Fuente: Banco Central de la República Argentina.

**Gráfico 13. Activo neteado del sistema financiero**

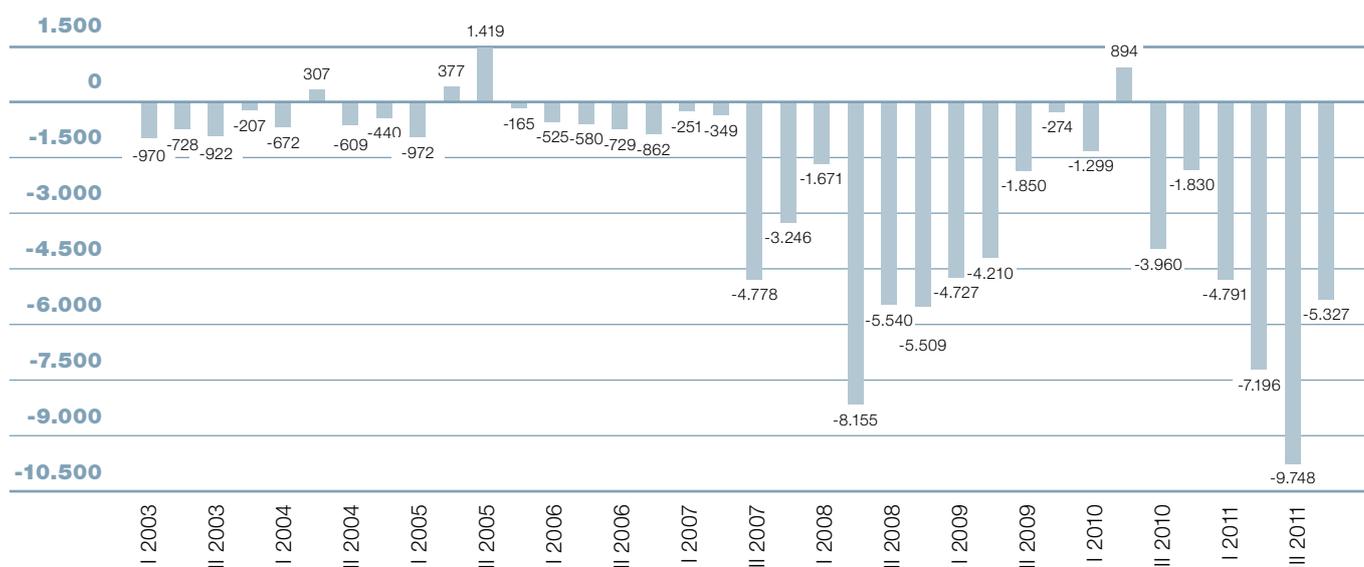
240.000 millones de \$

millones de \$ 360.000



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

**Gráfico 14. Evolución de la formación de activos externos del sector privado no financiero.** En millones de dólares



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

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

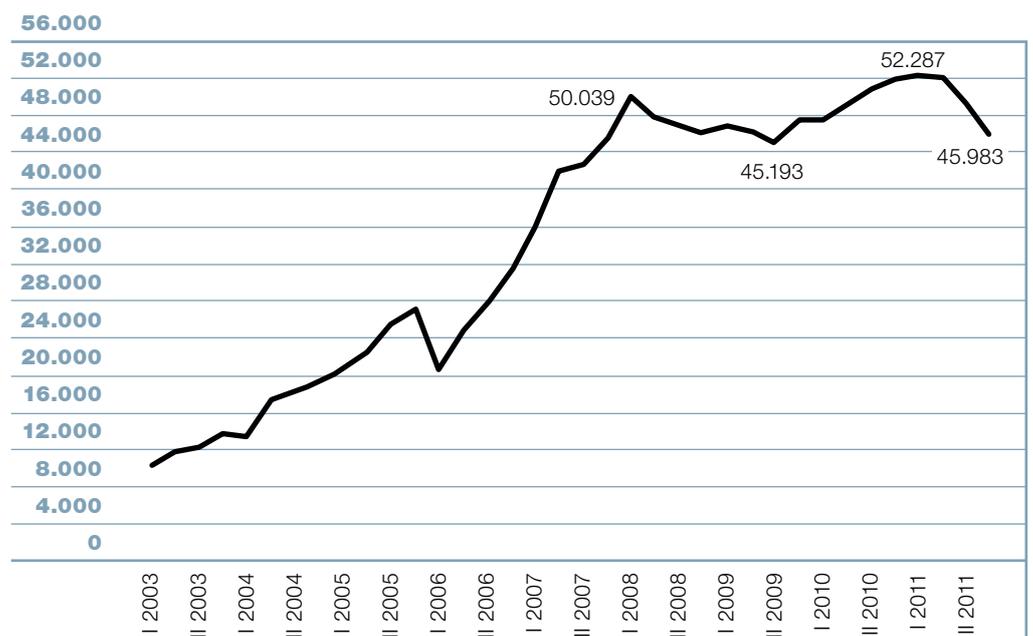
un clima negativo para la confianza del público, que se reflejó en salida de capitales, debilitamiento del dinamismo de la inversión y en una retracción tanto de la oferta como de la demanda de crédito, en un contexto de marcada *preferencia por la flexibilidad*. Esos factores de origen interno operaron exacerbando el impacto del canal financiero de transmisión de la crisis global. Por ese motivo, las repercusiones en la Argentina fueron particularmente intensas, superando a las observadas en países con posiciones externas y fiscales *a priori* más vulnerables.

Como puede verse en el *Gráfico 14*, las salidas de fondos registradas en el balance cambiario de la Argentina se hicieron muy marcadas a partir del segundo semestre de 2007, en consonancia con el estallido de la crisis *sub-prime* en EE.UU. y reflejando el creciente convencimiento por parte del público de que la intervención del INDEC no era un hecho pasajero. Se registraron picos especialmente intensos, como el del segundo trimestre de 2008, asociado al conflicto del gobierno con el sector agropecuario. Como en otros episodios históricos, dicha tendencia se vio acompañada por un aumento del grado de dolarización de los depósitos, que fue particularmente acentuado en el caso de los plazos fijos, donde la participación de las imposiciones en moneda extranjera subió de 18,1% a 35,8% entre marzo de 2007 y junio de 2009.

Por su magnitud, aunque no por sus consecuencias, la salida de fondos producida a partir del tercer trimestre de 2007 y extendida hasta fines de 2011 sólo es comparable a lo observado en los episodios de fuga de capitales más traumáticos en la historia del proceso de integración financiera internacional del país, como los acontecidos bajo el programa de la *tablita cambiaria* de 1978-81, y en dos oportunidades bajo el régimen de convertibilidad: en ocasión de la crisis mexicana (1995), y en la fase final de ese régimen en 2000-2001. Pero esta vez, el contagio de una crisis internacional encontró a la Argentina en una posición externa y fiscal que la hacía mucho menos vulnerable que antaño. La histórica fragilidad externa de la economía argentina, que ha sido su verdadero talón de Aquiles, fue atenuada por la generación sistemática de saldos positivos en la cuenta corriente del balance de pagos, gracias a sostenidos superávits en el comercio con el resto del mundo.

**Gráfico 15. Stock de reservas internacionales del BCRA.**

Valor a fines del período, en millones de dólares



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

En definitiva, y a diferencia de los otros episodios de salidas masivas de capitales que hemos mencionado, en este caso se pudo satisfacer la demanda de activos externos del sector privado con el flujo de superávit comercial, esencialmente, y no hubo necesidad de apelar a las reservas del BCRA. No obstante, la escasa reducción de las reservas en 2009 también se debe a que el Banco Central obtuvo recursos del BIS (el Banco de Basilea) y, ya en el cuarto trimestre de ese año, se produjo el ingreso de los DEGs asignados al país por el FMI (equivalentes a u\$s 2.620 millones). Además, el aumento de los depósitos de los bancos en moneda extranjera en el Banco Central, reflejo de cierta dolarización de los depósitos privados asociada a la salida de capitales, fue una contribución adicional al sostenimiento de las reservas. La declinación del acervo de reservas se acentuaría, sin embargo, especialmente en 2011, como se observa en el *Gráfico 15*.

Además del superávit comercial, que permitió un paulatino descenso del endeudamiento externo neto, en el terreno de las finanzas públicas la economía pasó, como resultado del ajuste fiscal posterior a la crisis de 2001-2002, a generar sostenidamente resultados superavitarios. Esto redujo los requerimientos de fondos a la renovación parcial de compromisos que iban venciendo, a lo cual se sumó el impacto favorable de la reestructuración de deuda en 2005. El canje correspondiente disminuyó los pasivos externos y postergó en el tiempo el perfil de vencimientos, además del impacto del crecimiento del PIB y las exportaciones, que redujeron aún más el peso relativo del servicio de la deuda.

Este paulatino *proceso de desendeudamiento* a partir de 2002 también tuvo como protagonista al sector privado. En efecto, la deuda externa del mismo disminuyó desde u\$s 78.880 millones en diciembre de 2001 a u\$s 55.450 millones en septiembre de 2009 (de 297% a alrededor de 85% de las exportaciones de 2010). En el caso particular del sector financiero, la deuda externa cayó de u\$s 16.400 a u\$s 3.800 millones, en gran medida como resultado de capitalizaciones de deuda por parte de casas matrices del exterior. A diferencia del sector privado no financiero, el sector bancario canceló en términos netos préstamos financieros y líneas de crédito en 2007 y 2008.

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

Sin embargo, también es cierto que la propia estrechez de la intermediación financiera interna contribuye a que el sistema bancario sea menos vulnerable, ya que las escasas magnitudes involucradas le dan un mayor poder relativo al Banco Central como prestamista de última instancia. De manera algo paradójica, en una economía financieramente aislada de los mercados internacionales y con una muy escasa intermediación financiera interna, esas notables carencias resultaron en una relativa ventaja frente a la crisis financiera internacional, ya que contribuyeron, junto con los cambios en el sistema regulatorio que se han examinado, a atenuar la transmisión de los impulsos externos negativos, limitando, de ese modo, su gravitación sobre las variables macroeconómicas internas.

La reducida dimensión de la intermediación financiera interna también explica la relevancia secundaria de la política monetaria en la determinación de la demanda agregada y, en consecuencia, la menor potencialidad de la misma para ser utilizada como freno cuando se requiere moderar el aumento del gasto de origen privado, como era la situación durante la aceleración inflacionaria posterior a 2004<sup>43</sup>. Pero de todos modos las autoridades no intentaron implementar una política monetaria contracíclica. En verdad convalidaron el fuerte impulso sobre la demanda agregada originado en el sector fiscal y la política de ingresos. No obstante, sí adoptaron medidas para atenuar el impacto que las turbulencias financieras externas que comenzaron en 2007 tuvieron sobre las entidades bancarias y en el mercado cambiario.

### **Política monetaria: dilemas y situaciones de stress**

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

En 2005 se intentó moderar el exceso de liquidez en la economía mediante la suba progresiva de las tasas de pases y el aumento del monto y las tasas en las colocaciones de Lebac y Nobac. Complementariamente, en junio se introdujo una norma para frenar la entrada de capitales especulativos, al exigirse la constitución obligatoria de depósitos no remunerados de 30% (*encaje*). Pero posteriormente se abandonó todo esfuerzo por aplicar una política monetaria contracíclica. La tendencia general ascendente de las tasas de pases pasivos y Lebac en los siguientes años estuvo asociada a una caída de la tasa real y representó, en realidad, una política monetaria crecientemente acomodaticia. Las tasas (promedio) de los plazos fijos han sido sistemáticamente negativas en términos reales desde fines de 2003 hasta la actualidad.

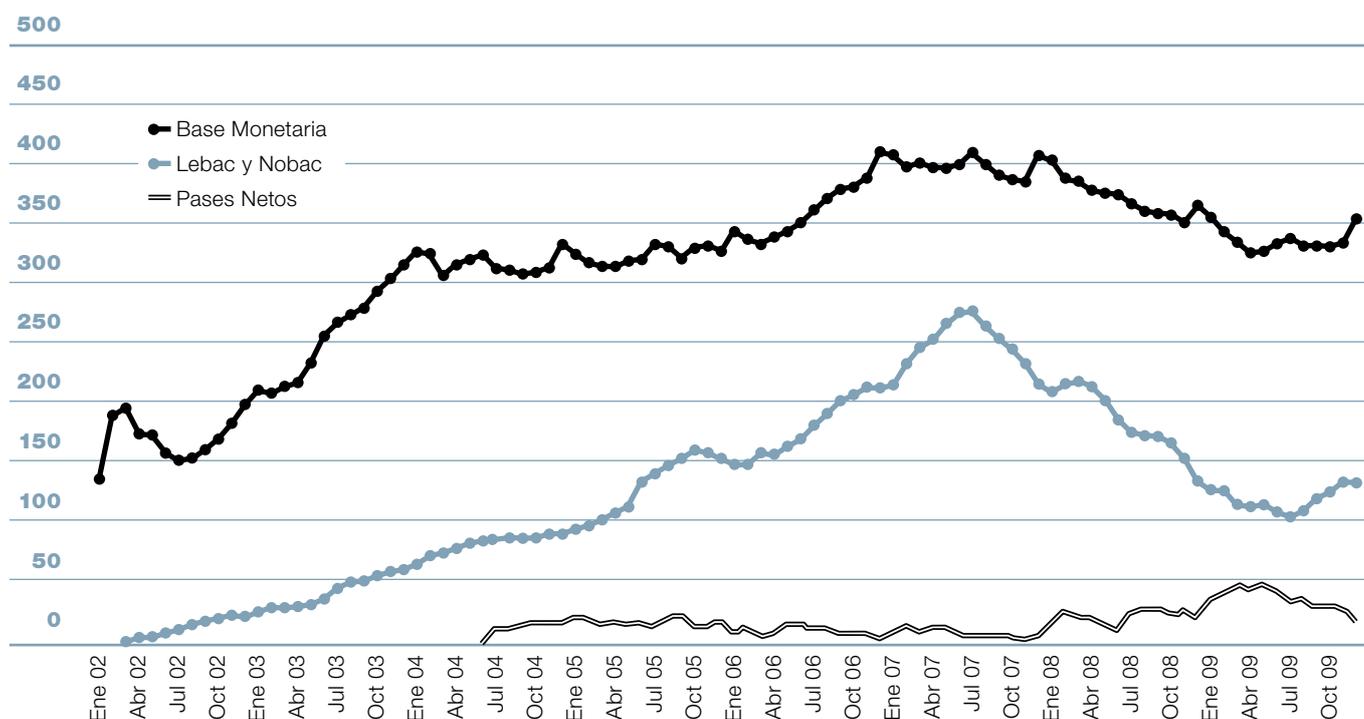
[ 43 ] Sin embargo, se podría argumentar que, en la medida en que los préstamos son de corto plazo y exigen un *rollover* continuo, un aumento significativo de la tasa de interés puede tener cierta potencia, pero su efecto es más disruptivo porque afecta fundamentalmente el capital de trabajo y no el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

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

Desde el segundo semestre de 2002 y hasta mediados de 2007, la entidad había intervenido continuamente en un mercado cambiario con permanente exceso de oferta de divisas, al tiempo que esterilizaba el efecto monetario expansivo de dicha intervención colocando letras de corto plazo (Lebac y Nobacs), fenómenos que pueden observarse en el *Gráfico 16*.

Cabe señalar, sin embargo, que la esterilización mediante la colocación de letras fue resultando insuficiente una vez que el proceso de remonetización post crisis se fue desacelerando y comenzó cierta declinación del superávit fiscal y de su efecto contractivo, al tiempo que el cronograma de cancelación de redescuentos se fue agotando, tras alcanzar un máximo en 2005 y 2006. Dadas estas tendencias, las compras de divisas por parte del BCRA se manifestaron en un aumento notable del circulante, que llegó a 8,5% del PIB en el primer trimestre de 2007. La acumulación de *dinero excedente* no absorbido contribuyó, a la postre, al aumento de la tasa de inflación observado. Pero el contexto cambió abruptamente a mediados de 2007, en el primero de varios episodios sucesivos de recrudescimiento de la salida de capitales. Las salidas de fondos que se registraron en el tercer trimestre comenzaron a afectar la liquidez interna y el BCRA pasó, de esterilizar parte de la emisión que hasta entonces se originaba en el sector externo, a recomprar Lebac y Nobacs,

**Gráfico 16. Evolución de indicadores monetarios reales** (en millones de pesos de 1999)



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

justamente con el propósito de estabilizar el mercado cambiario. Un segundo episodio se observó a partir del segundo trimestre de 2008 (conflicto con el campo y, más tarde, caída de Lehman Brothers), cuando se registró un récord de salida de capitales de la serie histórica hasta ese momento, que obligó al BCRA a ajustar las tasas de interés. Y entre septiembre y diciembre del mismo año (estatización de las AFJPs) volvió a acelerarse la salida de fondos y las tasas de interés de mercado (Badlar de bancos privados, *call* y plazos fijos) alcanzaron niveles muy elevados, que no se registraban desde el último trimestre de 2002 y los primeros meses de 2003, lo cual obligó al BCRA a proveer liquidez de manera masiva. Tras este episodio, la salida de capitales continuaría con fuerza hasta después de las elecciones legislativas de junio de 2009, y sería muy pronunciada en los meses previos a las elecciones presidenciales de octubre de 2011.

#### 4. Reflexiones finales

El sistema financiero argentino ha sido repetidamente sacudido por crisis generadas a raíz de profundos desequilibrios macroeconómicos, los que tuvieron impactos negativos muy fuertes y fueron generalmente más disruptivos que lo observado en otros países frente a situaciones similares. Los depositantes sufrieron pérdidas de capital (en ocasiones muy significativas) repetidas veces a lo largo de las décadas. Por ese motivo, no es un hecho casual que la Argentina sea el país con la historia de corridas bancarias más frondosa de la región<sup>44</sup>.

Teniendo en cuenta esta marcada vulnerabilidad, en la década del noventa las autoridades hicieron un gran esfuerzo por mejorar los estándares de regulación y supervisión<sup>45</sup>, motivadas, además, por la obvia rigidez del esquema de convertibilidad. Pero la crisis, y particularmente sus manifestaciones anticipadas, produjeron una reversión del proceso de migración a esos estándares que comenzó bastante antes del estallido final<sup>46</sup>. La *dominancia macroeconómica* se impuso a los intentos voluntaristas de consolidar la plena vigencia de un régimen prudencial y de supervisión moderno y exigente. Esto no significa argumentar que el diseño de entonces fuera óptimo, ni siquiera que estuviera correctamente adaptado para el régimen macroeconómico prevaeciente, sino que simplemente no ha habido en la Argentina tiempo suficiente bajo un determinado marco regulatorio como para poder extraer conclusiones robustas acerca de sus virtudes y defectos con el régimen funcionando a pleno.

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

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

[ 44 ] Vale la pena destacar el hecho inusual de que, en un país con superávit fiscal y externo y bancos con abundante liquidez, se hayan verificado cinco episodios de inestabilidad, con caídas de depósitos, en los últimos años (julio-octubre 2007; abril-julio 2008; septiembre-diciembre 2008; abril-junio 2009 y noviembre de 2011 en los depósitos en dólares). Esto se explica en gran medida por la conducta adaptativa de los agentes tras una historia financiera excepcionalmente sufrida.

[ 45 ] Al respecto, véase Damill, Frenkel y Simpson (2010).

[ 46 ] Se suspendió la implementación proyectada de ciertos *refinamientos* normativos, se dio marcha atrás o se introdujeron franquicias.

de poder adoptar tardíamente un determinado sistema cuando ya ha sido probado y testeado por otros<sup>47</sup>. En este sentido, la crisis internacional mostró que Basilea II adolecía de serias deficiencias. El hecho es que el impacto de la eliminación de todas las restricciones regulatorias a la oferta de crédito percibidas como innecesarias ha sido marginal. Ciertamente, el crédito al sector privado creció fuertemente después de la recesión de 2009, pero a diciembre de 2011 aún no superaba el 14% del PIB y el plazo promedio de los (nuevos) préstamos en pesos (excluyendo adelantos y tarjetas de crédito) nunca superó los 36 meses en 2010-2011, tras alcanzar un máximo de 52 meses en septiembre de 2007.

Claramente, el *voluntarismo normativo* ha sido inefectivo en el terreno crediticio, y no porque haya sido víctima del determinismo macroeconómico. Las condiciones han sido favorables, y la situación específica del sector habría permitido, en un contexto de menor incertidumbre nominal, una dinámica del crédito diferente, de la mano de un comportamiento menos conservador por parte de las entidades.

En efecto, la *microeconomía* del sector no es mala. En primer lugar, los bancos cuentan a fines de 2011 con niveles de liquidez muy elevados, del orden de 27% de los depósitos totales, a pesar de lo cual su rentabilidad es mejor que en la década del noventa. Esto marca un aumento significativo respecto al 22,5% y 23% observado en 2006 y 2007, respectivamente, los años que, en la argumentación que se desarrolla más abajo, representan la *cuasinormalidad* que, de no haber sido perturbada por un conjunto de hechos disruptivos, podría haber señalado el comienzo de la construcción de un régimen de funcionamiento mucho más sano del sistema bancario. El alto nivel de liquidez está reforzado por la tenencia de Lebac y Nobac no afectadas a operaciones de pase, con lo cual la cobertura de depósitos supera el 37%. Pero eso no es todo, ya que los bancos pueden acceder a mecanismos especiales de liquidez contingente<sup>48</sup>. Esta situación de exceso de liquidez es anómala y refleja un equilibrio de muy bajo volumen en el mercado de crédito, a pesar de ser menor que el máximo histórico de 48% registrado a mediados de 2010.

En segundo lugar, la exposición al sector público se ha ido reduciendo gradualmente desde un nivel todavía superior al 40% en diciembre de 2004, y apenas ascendía al 10,4% del activo a diciembre de 2011 (4,1% en los bancos privados). La ironía es que éste no es un nivel en absoluto elevado internacionalmente, y es bastante menor que en otros países latinoamericanos como Brasil y México, pero, como se ha mencionado ya, la historia muestra que la deuda pública ha sido un lastre en la Argentina, y no un activo de bajo riesgo. Que se considere como algo natural que cuanto más baja sea la exposición al sector público mejor están los bancos ya es un hecho extraordinario, máxime teniendo en cuenta que la solvencia del estado mejoró significativamente tras el canje de 2005 y la reducción de la relación deuda/producto en la segunda mitad de la década, y que el perfil temporal de los vencimientos pasó a ser el más desahogado de la región.

En tercer término, también los descalses de tasa de interés real y de moneda se han reducido fuertemente y ya no representan riesgos significativos. Así, el primero de ellos, reflejando principalmente el impacto adicional del canje de PGs de principios de 2009, no representaba más que un 45% del patrimonio neto del sistema (15,2% en bancos privados) en diciembre de 2011. El descalce de moneda equivalía, en el mismo mes, a 27% del patrimonio neto (5,0% en bancos privados), lo cual está muy lejos de constituir una posición de debilidad.

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

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

El nivel de cartera irregular fue de apenas 1,4% en diciembre de 2011, notablemente bajo en términos históricos, aunque es en parte contrapartida de una conducta extremadamente conservadora de los bancos, a raíz de la incertidumbre prevaleciente.

Finalmente, el sistema financiero también registró un aumento de la rentabilidad en 2010-2011, cuando el ROE promedió 25%, un nivel elevado que constituye el máximo del período 1991-2011. Este resultado, no obstante, debe ser matizado por el hecho de que el patrimonio neto del sistema creció por debajo de la inflación en dicho período, lo cual significa que su base de capital no aumentó<sup>49</sup>. Las propuestas de distribución de dividendos<sup>50</sup> revelan que el sector no está atrayendo recursos adicionales.

[ 49 ] La falta de ajuste por inflación en los balances implica que la distribución de dividendos puede significar, en la práctica, una reducción del capital.

[ 50 ] Reprimidas por el BCRA mediante el aumento del *buffer* de capital (por sobre el mínimo) del 30% al 75% con el fin de evitar que los bancos extranjeros transfirieran beneficios a sus casas matrices.

Las serias limitaciones para alcanzar un nivel de intermediación acorde con el grado de desarrollo económico de la Argentina, y la fuerte divergencia en el riesgo percibido por el mercado en relación a otros países emergentes latinoamericanos, se torna más impactante debido a la falta de vulnerabilidades evidentes en las relaciones técnicas de los bancos que justifiquen el comportamiento del público. Al contrario, el sistema es sólido y conservador, como contrapartida de su diminuto tamaño. Por un lado se beneficia con el impuesto inflacionario, pero por otro lado no puede prestar a largo plazo y la salida de capitales puede plantearle un límite al adecuado crecimiento de los recursos prestables en el futuro.

En suma, ni la situación macroeconómica ni las condiciones específicas de los bancos (al menos con una lectura *abstracta* de los números, sin tomar en cuenta el contexto) explican por qué motivo una economía en rápido crecimiento no tuvo como correlato un mayor desarrollo financiero.

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

La evidencia anecdótica de que había una oportunidad de continuar en un camino de normalización es la siguiente. En junio de 2006 una empresa dedicada al financiamiento de consumo, vinculada con un banco local, realizó la primera emisión en pesos en el mercado internacional y volvió a efectuar una colocación en moneda local en noviembre, en una emisión a cinco años a tasa fija. Los mínimos *spreads* de la deuda pública sobre *Treasuries* se observaron en el segundo semestre del mismo año, antes de que tuviera impacto la manipulación de las estadísticas de precios. Pero todavía en junio de 2007, el Gobierno Nacional hizo una colocación de títulos públicos (\$1.500 millones de Bonar V) con características absolutamente inusuales para el mercado argentino: tasa fija en pesos a cinco años con amortización completa al vencimiento<sup>51</sup>. Aun dejando de lado estas emisiones excepcionales por sus características, el mercado de capitales parecía estar despegando hacia el primer semestre de 2007, con un aumento interanual de las emisiones privadas de 82%, asociadas casi en su totalidad a operaciones de financiamiento genuinos. Si se excluyen las emisiones vinculadas con reestructuraciones de deuda, el aumento

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

fue de 264%, y varias empresas consiguieron financiamiento a plazos largos con tasa de interés fija (casi un cuarto de la deuda corporativa emitida en el semestre fue en moneda local o ligada al peso). Los bancos lideraron las colocaciones en pesos (76% del monto emitido), de las cuales las principales fueron a tasa fija, y los plazos fluctuaron entre tres y cinco años (en dólares lograron colocar a diez años). Estas fueron las últimas emisiones a tasa fija en moneda local. Desde entonces el incipiente mercado se extinguió<sup>52</sup>.

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

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

La consecuencia fue que ya en enero de 2007, antes de la adulteración del IPC, la participación de los depósitos ajustados por CER había disminuido a 7,2% de los plazos fijos en pesos y con posterioridad tendieron prácticamente a desaparecer, tras haber representado un máximo de 17,3% de los mismos en noviembre de 2005<sup>53</sup>.

También es cierto que la demanda de crédito ajustado por tal índice era todavía muy baja<sup>54</sup>. Pero se trata, precisamente, de un instrumento que puede ser útil en contextos de inflación moderada. Su destrucción ha dejado al sistema financiero argentino sin posibilidad alguna de generar crédito de largo plazo bajo condiciones de mercado con el actual marco normativo: el crédito en pesos es de corto plazo y el crédito en dólares está prácticamente restringido al sector exportador.

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

[ 52 ] El mercado de capitales también acusó el impacto de la estatización de las AFJPs en septiembre de 2008. Desde entonces, las emisiones de deuda, acciones y fideicomisos financieros cayeron otro escalón y no recuperaron el máximo (real) registrado en 2007.

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

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

## Referencias

- Damill M., R. Frenkel y R. Maurizio (2003): *Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social: la Argentina en la década de los noventa*. Serie Financiamiento del Desarrollo N° 135, Cepal, Santiago de Chile.
- Damill M., R. Frenkel y R. Maurizio (2007): *Cambios en la política macroeconómica argentina a la vuelta del siglo* en M. Novick, C. Tomada, M. Damill, R. Frenkel y R. Maurizio. Tras la crisis. El nuevo rumbo de la política económica y laboral en Argentina y su impacto. Instituto Internacional de Estudios Laborales, Organización Internacional del Trabajo, Serie de Investigación 114, Ginebra.
- Damill M. y R. Frenkel (2007): *A Case of Disruptive International Financial Integration: Argentina in the Late-Twentieth and Early Twenty-First Centuries*, en: Arestis, P. y M. Sawyer (2007), *Political Economy of Latin America. Recent Economic Performance*, International Papers in Political Economy Series, Palgrave Macmillan, Londres.
- Damill M., R. Frenkel y M. Rapetti (2010): *The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring*, en: Herman B., J.A. Ocampo y S. Spiegel (Eds.), *Overcoming Developing Country Debt Crises*, The Initiative for Policy Dialogue Series, Oxford Univ. Press.
- Damill M. y R. Frenkel (2010): *Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina*, en: Damill M., R. Frenkel, D. García Delgado, J.C. Herrera, J. Remes Lenicov y D.E. Sica, *Economía y Crisis Internacional: Impacto en la República Argentina*, Editorial Edicon (Fondo Editorial del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires).
- Damill M., R. Frenkel y L. Simpson (2010): *Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa*, disponible en: <http://www.itf.org.ar>, Serie "Documentos técnicos".
- FMI (2009): *Las Américas. Perspectivas Económicas*. Mayo.
- Frenkel, R. (2004a): *Las políticas macroeconómicas, el crecimiento y el empleo*, Capítulo II de OIT, Oficina Regional para América Latina y el Caribe, Conferencia Regional de Empleo del MERCOSUR. Generando trabajo decente en el Mercosur. Empleo y estrategia de crecimiento.
- Frenkel R. (2004b): *Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico*. Paper prepared for the G24. Washington. Disponible en: <http://www.g24.org/fren0904.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22>
- Frenkel R. (2006): *An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment*, *Journal of Post-Keynesian Economics* Vol. 28, N° 4, pp. 573-591.
- Frenkel R. (2008): *Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria* en *Revista de la CEPAL* 96, Santiago de Chile, diciembre.
- Frenkel R. y M. Rapetti (2006): *Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina after the Convertibility Regime Collapse* en: *Nuevos Documentos Cedes*, 20. Buenos Aires: Cedes, 48 p. Disponible en [http://www.cedes.org/descarga/n\\_doc\\_cedes/20.zip](http://www.cedes.org/descarga/n_doc_cedes/20.zip). También en *Alternatives to Inflation Targeting*, number 8, Political Economy Research Institute (PERI) University of Massachusetts Amherst, September. Disponible en: [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/frenkel\\_paper8.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/frenkel_paper8.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22)
- Frenkel R. y M. Rapetti (2008): *Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007* en *International Review of Applied Economics*, 22:2, 215 – 226, Marzo.
- Frenkel R. y J. Ros (2006): *Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America* *World Development*, Volume 34, Issue 4, Pages 631-646.
- Frenkel R. y L. Taylor (2007): *Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment* en J. A. Ocampo, Jomo K. S. and S. Khan (eds.) *Policy Matters. Economic and Social Policies to Sustain Equitable Development*, Zed Books, London, UK. Disponible en *DESA Working Paper N° 19*. Naciones Unidas, Nueva York.
- Ocampo J. A. (2009): *Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina*, *Revista de la CEPAL*, N° 97, Santiago de Chile.