

Típo de documento: Seminario 15/1995

Centro de Investigaciones Económicas: Serie Seminarios

La política monetaria argentina desde la convertibilidad

Autoría: Arnaudo, Aldo (*Universidad Nacional de Córdoba - CONICET*)

Año de publicación: 1995

¿Cómo citar este trabajo?

Arnaudo, A. (1995). "La política monetaria argentina desde la convertibilidad". [Seminario]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella.

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/5813>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 2.5 Argentina (CC BY-NC-SA 2.5 AR)

Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>



La política monetaria argentina desde la convertibilidad

Aldo Arnaudo

(Universidad Nacional de Córdoba - CONICET)

INSTITUTO T. DI TELLA
BIBLIOTECA DE CIENCIAS SOCIALES

Seminario: 15 / 1995
Día: Miércoles 16 de Agosto
Hora: 17.00

Aldo A. Arnaudo **

1. Introducción

Los estudios empíricos sobre la política monetaria concreta de los diferentes países han centrado su atención en la conducta de la autoridad monetaria encaminada a lograr el cumplimiento de sus objetivos, sean el nivel de actividad económica, la plena ocupación, la estabilidad de precios o el equilibrio de las cuentas externas (desde Guttentag, 1960 y Reuber, 1964 en adelante), hasta llegar a un nivel extraordinario de detalle y sofisticación. En general, la acción de la autoridad monetaria se ha considerado una variable exógena, un punto de vista bastante polémico (Froyen, 1974 y Abrams et al., 1980) que más recientemente ha tratado de superarse incorporando factores políticos en la explicación (Chappell y otros, 1993 y la literatura allí mencionada).

Conocidos los objetivos de la autoridad monetaria, el análisis se ha dirigido a identificar las metas operativas (indicadores) inmediatas donde aquéllos se manifiestan en materia específicamente monetaria (reservas del sistema financiero, agregados monetarios, tasas de interés, etc.) y luego, a establecer los instrumentos a su alcance para conseguirlos (operaciones de mercado abierto, tasas de interés en sus operaciones y efectivos mínimos legales).

Existe la impresión generalizada que en Argentina desde 1991, al comprometerse la autoridad monetaria a convertir moneda nacional en moneda extranjera (dólar), desapareció la posibilidad de usar esta formulación de los pasos de la política monetaria (objetivos-metas operativas-instrumentos) al transformarse la moneda en una variable endógena del sistema económico.

Tal afirmación constituye una verdad a medias, primero, porque los objetivos de la política monetaria fueron reformulados en relación a los que tradicionalmente había tenido, y, segundo, porque las posibilidades de influir directamente sobre los agregados monetarios y las tasas de interés no desaparecieron por completo, a pesar que se redujeron abruptamente. Como consecuencia, el análisis tradicional de objetivos, metas operativas e instrumentos es un esquema todavía utilizable.

En la Sección siguiente se consideran los nuevos objetivos y metas operativas de la autoridad monetaria, y en la Sección 3 los instrumentos a su disposición para conseguirlos. Los puntos I y II de esta última ,

respectivamente, se ocupan en detalle de la aplicación del instrumento más importante y permanente, las operaciones de mercado abierto (Keir, 1963, especialmente el título The Operating Problem), y de otro instrumento, los efectivos mínimos legales del sistema financiero, ambos en el período transcurrido entre mayo de 1991 y diciembre de 1993. En el primer caso se estudian la reacción de la autoridad ante perturbaciones fuera de su control y la dimensión de las operaciones; en el segundo, los efectos de las modificaciones introducidas a comienzos de 1993. Algunas conclusiones generales se consignan en la Sección final.

2. Objetivos y Metas Operativas de la Autoridad Monetaria

En primer término es preciso referir las pautas institucionales en que se desarrolló la política monetaria durante el período. De inmediato se presenta el problema de identificar el momento preciso cuando Argentina cambia su política monetaria. Sin duda el momento fundamental lo constituye la sanción de la Ley (de Convertibilidad) No. 23.928 aplicada desde abril de 1991.

Sin embargo, la modificación formal de las reglas a seguir por la autoridad monetaria recién se realiza en octubre de 1992 con la Ley No. 24.144 modificatoria de la Carta Orgánica del Banco Central. Eso haría pensar que transcurrió más de un año hasta que las nuevas reglas de política monetaria se aplicaran integralmente. En realidad no fue así: desde la Ley de Convertibilidad existió en el Gobierno un completo acuerdo sobre el contenido de dichas reglas, al margen de la demora legislativa en sancionarlas.
1/

En definitiva, aún cuando exista esta discrepancia temporal, la política monetaria se ajustó a los patrones que posteriormente serían convertidos en ley de la Nación. Un sistema novedoso, vigente desde abril de 1991, comenzó a funcionar plenamente un mes después, desde mayo de 1991, y tal es la fecha inicial del período que se tomará como referencia.

"Es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda" (Ley No. 24.144, Art. 3), se expresa ahora en el texto legal en lugar de las declaraciones anteriores que además la relacionaban con el crecimiento, la ocupación, el balance de pagos, etc. La propia legislación refuerza este objetivo con la cláusula que dispone que la política monetaria y financiera esté dirigida a salvaguardar las funciones del dinero como reserva de valor, unidad de cuenta e instrumento de pago (id.).

Habida cuenta de la ambigüedad terminológica acerca de la preservación del valor de la moneda y del hecho que el precio

de la moneda extranjera ha sido fijado por la Ley de Convertibilidad, la mejor traslación al lenguaje económico es que el Banco Central debe buscar la estabilidad de los precios domésticos, ya que el valor del dinero está en correspondencia con la evolución de ellos. Independientemente de la definición adoptada para la estabilidad de precios domésticos, ninguna autoridad monetaria posee su gobierno directo, sino indirectamente puede influirlos a través de los agregados monetarios.

El Art. 4, inciso a) de la Ley No. 24.144, que contiene la enumeración de las funciones de la institución, establece que debe "regular la cantidad de dinero" y "observar la evolución del crédito" (del sistema financiero). De aquí se desprende que la meta operativa exclusiva está constituida por los agregados monetarios activos (base monetaria y depósitos de las entidades financieras), descartando los agregados monetarios pasivos (créditos, títulos en poder de las entidades financieras, etc.). La autoridad monetaria tiene control directo sobre el volumen de la base monetaria (M0) e indirecto sobre los demás agregados monetarios (M1, M2, etc., formados por diferentes activos según la definición que se adopte para cada uno).

Suponiendo una relación de proporcionalidad entre el nivel de precios y el monto de los agregados monetarios, y otra similar entre la base monetaria y dichos agregados monetarios, cabe postular que la estabilidad de precios puede lograrse a través de la estabilidad de la base monetaria. 2/

La discrecionalidad de la autoridad monetaria para modificar la base monetaria está sujeta a varias limitaciones. Obviamente la principal resulta de la Ley No. 23.928, que en su Art. 1 establece la convertibilidad incondicionada de los billetes y monedas emitidos con el dólar 3/ según la relación 1:1, y autoriza al Banco Central efectuar la venta de divisas a dicha relación (id., Art. 2) y la compra a precios de mercado (id., Art. 3). 4/

Otras restricciones emanan de la nueva Carta Orgánica del Banco Central: prohibición de conceder préstamos o garantías a los gobiernos -excepto la tenencia de títulos negociables emitidos por el Tesoro nacional y la concesión de adelantos para atender la deuda pública, hasta un tercio de las reservas internacionales-, prohibición de emitir títulos propios de colocación o cumplimiento obligatorio para las entidades financieras (Ley No. 24.144, Art. 19, inc. a, b e i), y realización muy limitada de operaciones de redescuento y adelantos al sistema financiero (id., Art. 18, inc. b y c).

En consecuencia, de acuerdo a las simplificaciones anotadas arriba, la tarea de la autoridad monetaria destinada a mantener el valor de la moneda consistiría en mantener estable la base monetaria, de modo que si aumenta (baja),

p.e. por la compra (venta) de divisas, debería efectuar una operación inversa de mercado abierto para compensarla. El volumen de la base monetaria sería la meta operativa fundamental de la política monetaria.

Conservando la hipótesis de una relación de proporcionalidad entre base monetaria y agregados monetarios, la relación entre precios y agregados monetarios no permanece siempre constante por causas que no viene al caso analizar. En particular, cuándo una economía sale de un proceso hiperinflacionario y se encamina hacia uno de estabilidad de precios, como es el caso argentino, la proporción muy baja entre agregados monetarios y producto antes existente se transforma gradualmente en una proporción normal más alta, por lo común un fenómeno de duración bastante prolongada. Un aumento de la base monetaria y de los agregados monetarios es compatible con la estabilidad de precios mientras tenga lugar un proceso de remonetización.

Aunque la autoridad monetaria eventualmente olvide la vinculación entre agregados monetarios y nivel de precios, o entienda que el aumento de aquéllos es compatible con la estabilidad de éstos, eso no implica que necesariamente haga lo propio con las tasas nominales de interés. La estabilidad de la base monetaria deja de ser la meta operativa, la estabilidad de las tasas nominales de interés la reemplaza. El aumento de las tasas nominales de interés puede crear expectativas de que los precios habrán de aumentar, y viceversa (o por lo menos que mantendrán su nivel actual). 5/

La tasa de interés más próxima monitoreada por la autoridad monetaria es la tasa de interés interfinanciera (aplicada en las operaciones de préstamos entre entidades financieras, llamada corrientemente tasa call). Existe una estrecha relación entre ésta y la tasa de interés pasiva pagada por las entidades financieras a sus depositantes, y por consiguiente con la tasa activa cobrada a sus deudores. La estabilidad de la tasa de interés interfinanciera constituye así la meta operativa efectiva de la autoridad monetaria, si desea evitar -como es previsible- perturbaciones en las tasas nominales de interés del sistema financiero.

Una cuestión adicional. Además de los agregados monetarios y las tasas de interés, resta preguntarse por qué la autoridad monetaria no considera una tercera meta operativa, el volumen de reservas del sistema financiero. En Argentina dichas reservas se computan como promedio mensual de cifras diarias, de modo que ellas no pueden constituir razonablemente una meta operativa para un Banco Central que quisiera aplicar instrumentos de política monetaria con una frecuencia mayor que la mensual. 6/

Aparte del aspecto expectativa sobre los precios que juegan las tasas nominales de interés en el corto plazo, no hay que olvidar otra variable: las tasas reales de interés en un ambiente de estabilidad de precios. Si las tasas reales de interés son altas, la actividad económica se vé perjudicada por registrar un nivel inferior al que potencialmente podría tener. Asimismo, un aumento de la tasa real serviría para reducir un nivel de actividad juzgado excesivamente alto.

Aquí es donde aparece el segundo instrumento de política monetaria: los efectivos mínimos requeridos a las entidades financieras en proporción a sus depósitos. La autoridad monetaria tiene una influencia indirecta sobre las tasas reales de interés, y lo hace a través del apartamiento entre la tasa nominal pasiva y la tasa nominal activa (margen o spread financiero). La tasa nominal activa registra como componentes la tasa nominal pasiva, el costo financiero de los efectivos mínimos legales y los costos operativos corrientes. Variando los efectivos mínimos legales se afecta el margen de las entidades financieras, por consiguiente la diferencia entre tasa activa y pasiva, y finalmente se opera sobre las tasas reales de interés. 7/

El manejo de los efectivos mínimos legales tiene sus propias limitaciones: si se trata de una baja, su efecto no será superior al resultante de los efectivos decididos por las mismas entidades financieras; si se trata de un aumento, su efecto no puede ser tan grande como para hacer desaparecer el sistema financiero en su forma tradicional. Otra restricción se origina en el hecho que no pueden ser cambiados en forma permanente, a menos que se siga una política en ese sentido en lugar de la de operaciones de mercado abierto; sus modificaciones, en consecuencia, son esporádicas o por una sólo vez. Por último, cabe recordar que su aumento (disminución) está asociada con la disminución (aumento) del volumen de los agregados monetarios.

3. Instrumentos de Política Monetaria

I. Operaciones de Mercado Abierto

En la consecución de la meta operativa de estabilizar y reducir las fluctuaciones de la tasa de interés interfinanciera, la autoridad monetaria tiene facultades para efectuar operaciones de mercado abierto ("comprar y vender a precios de mercado, en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros", según la terminología de la Ley No. 24.144, Art. 18, inc. a).

La aparente latitud para realizar operaciones de mercado abierto está condicionada por la restricción que impide a la autoridad monetaria emitir títulos, bonos o participaciones

de colocación obligatoria en el sistema financiero (Ley No. 24.144, Art. 19, inc. i). Tampoco es obligatoria para el sistema financiero la colocación de títulos del Gobierno (nacional) que ella tuviera en cartera.

Las operaciones de mercado abierto toman la forma de operaciones de pase, según las cuales la autoridad monetaria facilita fondos al sistema financiero (compras) y los recupera en un plazo breve (ventas). 8/ En consecuencia, las operaciones de mercado abierto son autocancelables, en el sentido que toda compra debe ser seguida (unos días después) por una venta, siendo en definitiva nulo su valor neto. Para este tipo de operaciones el Banco Central fija la tasa de interés y demás condiciones de la transacción (Ley No. 21.144, Art. 14, inc. c).

Dicha tasa de interés no debe implicar un subsidio a las entidades financieras (id.), disposición que podría interpretarse como que aquélla debe superar siempre la tasa de interés interfinanciera. Si así fuere en los momentos de alza, las entidades financieras no recurrirían a la autoridad monetaria sino al mercado 9/; por lo general la tasa es inferior a la tasa interfinanciera en una magnitud discrecional o, de ser superior, sólo se aplica en forma transitoria o en momentos de baja. Cuando la autoridad monetaria opera con divisas, el costo para la entidad financiera está constituido por la diferencia entre el precio del dólar (divisa) de compra y de venta.

Las operaciones concretas de mercado abierto (o intervención del Banco Central) pueden ser con divisas, con moneda nacional o en forma simultánea con ambas monedas. 10/ Sin embargo, una caracterización precisa de la intervención de la autoridad monetaria con operaciones de mercado abierto exige el cumplimiento de tres requisitos relacionados entre sí: primero, que haya una decisión (implícita) de la autoridad monetaria; segundo, que estén agrupadas en el tiempo o se hagan en forma continua en el período correspondiente; tercero, que la tasa de interés interfinanciera sea sustancialmente mayor que la existente en el período inmediato anterior. Dado que el Banco Central no interviene todos los días, es posible agrupar períodos en los cuales hay intervención y períodos en los cuales no hay intervención.

Juzgadas a la luz de estos requisitos, las operaciones de pase con moneda extranjera no cumplen el tercero y por consiguiente no deberían ser consideradas de regulación monetaria encaminadas a alcanzar la meta operativa señalada (estabilización de la tasa de interés interfinanciera). Eso no significa que no se justifique la intervención de la autoridad monetaria con operaciones en moneda extranjera, pero entonces no tienen como objetivo la baja de la tasa de

interés interfinanciera; por ejemplo, pueden estar dirigidas a influir las cotizaciones de mercado de las divisas.

Puesto de otra manera, el argumento sería el siguiente. Si las operaciones de pase influyen la tasa de interés interfinanciera, debe haber correlación entre ambas variables. Un cómputo de los coeficientes de correlación respectivos, tomando las compras diarias durante el período desde mayo de 1991 hasta enero de 1993 -más adelante se trata con más detalle la elección de esta fecha como fin del período- se consigna en el Cuadro 1.

Dicho cuadro muestra claramente que las operaciones de pase con divisas tienen bastante menos relación con la tasa de interés interfinanciera que las operaciones en moneda nacional. Se concluye que aquéllas no fueron efectuadas por la autoridad monetaria con fines de regulación monetaria o, si se quiere ser menos drástico, que fueron realizadas con otros propósitos y resultaron meramente pasivas, en contraposición con las operaciones activas en moneda nacional.

A iguales conclusiones se llega mediante la inspección de los Gráficos B, C y D del Apéndice. También lo corrobora el conocimiento cualitativo del mercado, indicando una clara conclusión: las operaciones típicas de intervención se realizan con operaciones de pase en moneda nacional. Estas operaciones sí cumplen la tercera condición de seguir la evolución de la tasa de interés interfinanciera.

Volviendo a las otras dos condiciones de la intervención, y considerando la primera, decisión explícita de la autoridad monetaria, sería imposible encontrar una manifestación pública al respecto, pues tales decisiones se toman en forma secreta o reservada. No obstante, teniendo en cuenta la conducta observable, es posible determinar la probabilidad de intervención ante diferentes valores de la tasa de interés interfinanciera. Las cifras del Cuadro 2 señalan que cuando dicha tasa supera el nivel del 20% anual, la probabilidad de intervención es superior a 0.5. 11/

La segunda condición, que las intervenciones estén agrupadas en el tiempo, que sean "sistemáticas", por así decirlo, está relacionada con la forma de medir las operaciones. Hay dos maneras de hacerlo, sea por el volumen de las compras o por el efecto neto de la intervención sobre la base monetaria. Esta última medición no es satisfactoria para identificar períodos de intervención pues la cancelación de intervenciones previas puede hacerse en los períodos de no intervención; también puede haber cancelaciones en el período debidas a intervenciones anteriores.

La existencia de compras manifiesta que se dan condiciones para la intervención. Es posible computar los

Cuadro 1. Coeficientes de Correlación con la Tasa de Interés Interfinanciera

Características	Operaciones de Pase		
	Divisas	Moneda Nacional	Ambas Monedas

I. Intervención/No Intervención *

Compras:			
Todos los días	0.158	0.239	0.229

II. Monto de la Operación

Compras:			
Todos los días	0.123	0.394	
Días de intervención	0.074	0.504	

Nota: * Intervención = 1; No Intervención = 0

Cuadro 2. Probabilidades de Intervención

Tasa de interés interfinanciera	Método	
	Probabilidad	Logit Probit
I. Tasa dos días antes		
10	0.353	0.390 0.396
15	0.386	0.460 0.460
20	0.418	0.532 0.525
25	0.451	0.602 0.589
30	0.483	0.669 0.651
35	0.516	0.729 0.709
II. Tasa del día		
10	0.411	0.382 0.390
15	0.444	0.456 0.457
20	0.476	0.532 0.525
25	0.509	0.606 0.592
30	0.541	0.676 0.656
35	0.574	0.738 0.716

valores de las operaciones de pase en moneda nacional en forma diaria, semanal o para cualquier período de tiempo. Una solución sencilla sería considerar el comportamiento aislado del volumen diario; sin embargo, este temperamento sería incorrecto debido a que las operaciones por lo común se desarrollan a lo largo de varios días y no todas las entidades financieras las hacen inmediatamente. Además, una operación puede cancelarse durante el período de intervención y reemplazarse por otra del mismo tenor a ser cancelada más adelante.

Una solución es determinar, establecidos los períodos de intervención, el promedio de las compras diarias durante los mismos. Este criterio es cuestionable por implicar una fuerte dosis de discrecionalidad en la elección de los períodos, pero las alternativas no parecen correr mejor suerte. Con estas salvedades, las difras pertinentes están contenidas en el Cuadro A del Apéndice.

La intervención puede asumir dos formas: o bien el Banco Central establece la tasa de interés y deja el volumen a ser determinado por las entidades financieras, o bien determina el monto de su intervención y deja que las entidades financieras fijen la tasa de interés (corrientemente a través de un proceso de licitación). Siendo ésta una cuestión que debe decidirse por la práctica de cada país, en Argentina se ha seguido el primer procedimiento.

Esta característica de orden temporal es muy importante para resolver el problema empírico de explicar si primero es la tasa de interés fijada por el Banco Central y luego el monto de las operaciones, o viceversa. En el caso presente, primero se fija la tasa de interés de intervención, y a posteriori las entidades financieras establecen el volumen de acuerdo a su propia conveniencia. Producida la intervención, cuando la tasa de interés interfinanciera haya bajado lo suficiente por haberse normalizado el mercado, las entidades dejarán de requerir fondos y la autoridad monetaria habrá logrado cumplir su meta operativa.

En resumen, la secuencia tasa de interés-monto de la intervención es un presupuesto de la investigación estadística 12/. Las variables a explicar son la tasa de interés fijada por el Banco Central para sus operaciones de pase en moneda nacional, rBCRA, 13/ y el volumen promedio de compras para cada período de intervención, T(c).

En principio, si se admite el supuesto bastante realista de una reacción rápida por parte de la autoridad monetaria, se esperaría que rBCRA esté relacionada con la tasa de interés interfinanciera vigente en el período de intervención respectivo (rCALL), con la diferencia entre su nivel y el que ha tenido en el período inmediato anterior de no intervención (rCALL-rniCALL), con el aumento del nivel de precios (p) y

con la variabilidad experimentada en el período anterior, medida por el coeficiente de variación (snicALL).

$$rBCRA = f(rCALL, rCALL-rniCALL, p, snicALL) \quad (1)$$

La dirección de las variaciones de rBCRA sería: en el mismo sentido con rCALL, a mayor valor, mayor la tasa cobrada por la autoridad monetaria; negativa con (rCALL-rniCALL), ya que si el Banco Central actúa con prudencia, a mayor apartamiento, relativamente menor la tasa cargada; positiva con p, porque debe incorporarse el hecho que durante el período bajo análisis se produjo una reducción permanente del crecimiento de los precios hasta llegar a un valor mensual cercano a 0; negativa con snicALL, debido a que si en el pasado la tasa interfinanciera ha sido muy variable (o ha crecido abruptamente, con resultado semejante), menor la reacción de la autoridad monetaria.

Estas hipótesis pueden someterse a prueba mediante la estimación la función (1) por el método de mínimos cuadrados ordinarios y especificación lineal. Los resultados se registran en el Cuadro 3 para los 14 períodos identificados como de intervención. En primer lugar son observables algunas conclusiones puramente estadísticas. Las variables indicadas, con la excepción de snicALL, brindan una explicación satisfactoria de la conducta de la autoridad monetaria, máxime cuando de entrada rBCRA es rígida en cada período de intervención (no es modificada según las variaciones de la tasa de interés interfinanciera). Los valores del coeficiente R^2 corregido son aceptables para una muestra pequeña y gran variabilidad; los coeficientes de regresión en general son significativos y bastante estables ante especificaciones alternativas.

Desde un punto de vista económico se observa la gran influencia y significación de la variable rCALL. Su coeficiente de regresión es positivo y menor a la unidad por la restricción mencionada de no implicar un subsidio para las entidades financieras. Cuando se toma conjuntamente con p, se nota un pequeño aumento del coeficiente, la suma es 1 o un valor cercano, algo esperable al introducir la inflación dentro del análisis (véanse las ecuaciones con números pares). Si se piensa en una elasticidad de la tasa para operaciones de pase respecto a la tasa interfinanciera, sería aproximadamente de 0.5, y muy poco mayor cuando se considera la situación inflacionaria.

La autoridad monetaria ha demostrado una conducta cauta, digamos, en sus decisiones concretas: los valores de la tasa interfinanciera no han sido tomados en su total envergadura sino que han sido convenientemente atenuados. Tal lo que indican en forma sistemática los coeficientes negativos de la variable (rCALL - rniCALL) en las ecuaciones. Por último, probablemente, debe descartarse que las decisiones hayan sido

Cuadro 3. Estimación de rBCRA

Ecuación corr.	Constante	rCALL	p	rCALL - rniCALL	snicALL	R ²
1	8.2 (2.1)	0.61 (3.2)				0.42
2	6.4 (1.2)	0.63 (3.1)	0.09 (0.5)			0.38
3	7.9 (2.0)	0.65 (3.3)		-0.21 (0.8)		0.40
4	2.9 (0.5)	0.74 (3.5)	0.26 (1.2)	-0.42 (1.5)		0.42
5	9.0 (2.1)	0.64 (3.2)			-7.7 (0.5)	0.38
6	7.2 (1.3)	0.65 (3.1)	0.10 (0.5)		-7.8 (0.5)	0.33
7	8.8 (2.1)	0.69 (3.2)		-0.23 (0.9)	-9.0 (0.6)	0.37
8	3.6 (0.6)	0.78 (3.5)	0.27 (1.2)	-0.45 (1.4)	-10.4 (0.7)	0.39

Notas: 1. Las variables son promedios en los períodos de intervención y de no intervención; 2. Entre paréntesis, valores del estadístico t

influenciadas por la variabilidad de la tasa interfinanciera en el período inmediato anterior.

Fijada la tasa de interés para las operaciones de pase en moneda nacional, las entidades financieras tienen ya un patrón para orientar su conducta y para obtener fondos mediante compras al Banco Central. Sería de esperar que el monto de las compras dependiera positivamente de la discrepancia existente entre la tasa fijada por la autoridad monetaria y la tasa de interés interfinanciera ($r_{CALL} - r_{BCRA}$). Suponiendo que siempre es más conveniente endeudarse con la autoridad monetaria que con los colegas, podría interpretarse que la relación $T(c)/r_{BCRA}$ no expresa una curva de demanda, sino una curva de oferta, y por consiguiente en lugar de valores negativos se encontrarán valores positivos.

$$T(c) = g(r_{BCRA}, r_{CALL} - r_{BCRA}) \quad (2)$$

Las cifras estimadas en una regresión de (2) por el método de mínimos cuadrados y especificación lineal se registran en el Cuadro 4. La conclusión es un tanto ambigua: ninguna de las dos variables parecen tener peso propio, y sin embargo al tomarlas en conjunto resultan significativas.

II. Efectivos Mínimos Legales

Pasando ahora al segundo instrumento, los efectivos mínimos en Argentina son fijados cuantitativamente de acuerdo a la discreción de la autoridad monetaria (Ley 24.144, Art. 14, inc. b), y están limitados por dos restricciones: primero, el objetivo de regular la cantidad de dinero o el buen funcionamiento del sistema financiero; segundo, no ser remunerados (id., Art. 28).

Los importes establecidos al comienzo del Plan de Convertibilidad estaban por arriba de los que hubieran sido normales para las necesidades operativas de las entidades financieras. Sin embargo, según el juicio inferible de las acciones de la autoridad monetaria frente al proceso de remonetización experimentado por la economía en las nuevas condiciones de estabilidad de precios, hubiera sido muy peligroso bajarlos en forma sustancial.

En los meses siguientes (Cuadro 5) se asiste a un proceso gradual muy conservador de disminución hasta febrero de 1993. Los efectivos mínimos legales para las distintas categorías de depósitos en moneda nacional se redujeron levemente a partir de junio de 1991 y luego sólo afectaron los depósitos en cuenta corriente.

El cambio sustancial de política ocurre en febrero de 1993 con una reducción drástica de los efectivos mínimos legales, seguida por tres disposiciones complementarias, la

Cuadro 4. Estimación de T(c)

Ecuación	Constante	rBCRA	rCALL - rBCRA	R ² corr.
1	10.7 (0.5)	1.04 (1.9)		0.16
2	32.2 (9.2)		1.00 (1.5)	0.08
3	4.6 (0.5)	1.41 (2.9)	1.48 (2.6)	0.44

Notas: 1. Las variables son promedios en los períodos de intervención; 2. Entre paréntesis, valores del estadístico t

Cuadro 5. Efectivos Mínimos Legales

Tipo de	5/	6/	4/	7/	8/	10/	2/
8/ Depósito	91	91	92	92	92	92	93
93							

I. Moneda Nacional:

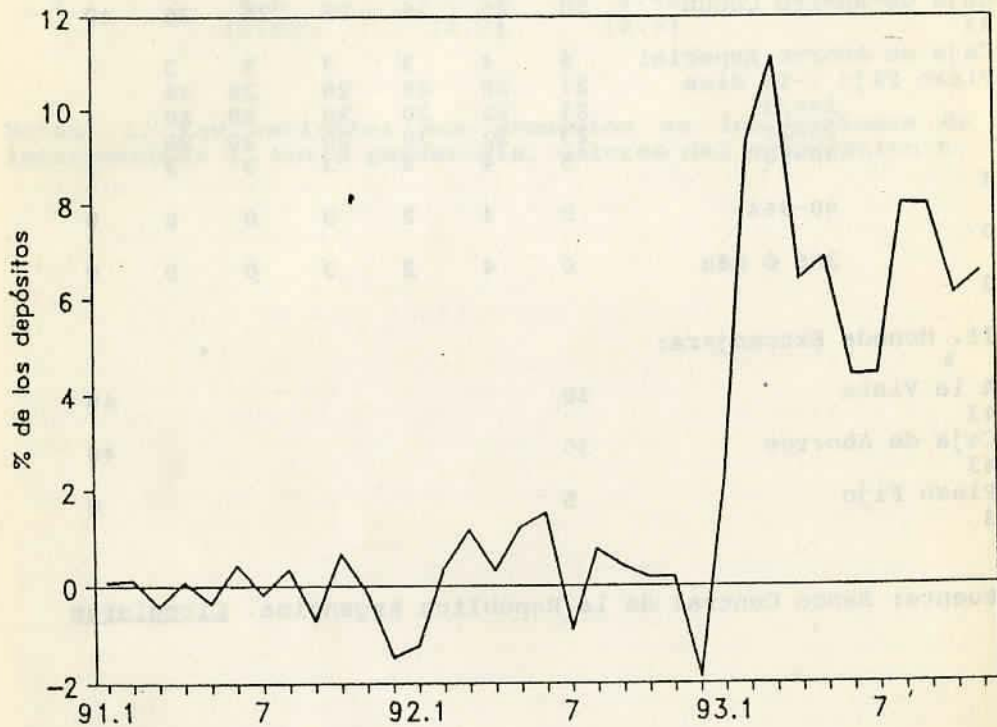
Cuentas Corrientes	80	79	77	75	73	71	40
43							
Caja de Ahorro Común	30	29	26	26	26	26	40
43							
Caja de Ahorro Especial	5	4	3	3	3	3	
Plazo Fijo 7-13 días	27	26	26	26	26	26	
14-22	23	22	20	20	20	20	
23-29	23	22	20	20	20	20	
30-90	5	4	3	3	3	3	3
3							
90-364	0	4	2	0	0	0	0
0							
365 o más	0	4	2	0	0	0	0
0							

II. Moneda Extranjera:

A la Vista	30						40
43							
Caja de Ahorros	30						40
43							
Plazo Fijo	5						0
3							

Fuente: Banco Central de la República Argentina. Circulares

Gráfico 1
RESERVAS EXCEDENTES



eliminación de las categorías de depósitos en caja de ahorro especial y de plazo fijo a menos de 30 días, la exigencia de efectivos similares para depósitos a la vista y en (la nueva) caja de ahorros, y la unificación de los efectivos para depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera (dólar).

El efecto inmediato de la rebaja de los efectivos fué el alza del volumen de reservas en todo el sistema financiero por arriba del efectivo mínimo legal (reservas libres), que hasta entonces se había movido en torno a un valor nulo. En el Gráfico 1 el fenómeno puede visualizarse claramente.

Al disminuir los efectivos mínimos legales, lo que en realidad se deseaba era ejercer una influencia hacia abajo en el margen financiero, al reducir el costo financiero, y conseguir la reducción de las tasas nominales y, consiguientemente, de las tasas reales de interés en un ambiente de estabilidad de precios. Por otro lado, es posible pensar que la autoridad monetaria tenía crecientes dificultades para bajar la tasa de interés interfinanciera con sus operaciones de intervención, y esas dificultades terminarían en una presión alcista.

La otra consecuencia inmediata de esta política ha sido la eliminación de la necesidad de efectuar operaciones de pase 14/. A propósito, ésta es la razón para que el fin del período de intervenciones con operaciones de mercado abierto haya sido fijado en enero de 1993.

A mediados de agosto de 1993 la autoridad monetaria pareciera haberse percatado que la rebaja de los efectivos legales en febrero habría sobrepasado los límites de liquidez del sistema financiero compatible con la estabilidad de precios. Como consecuencia, se produjo el aumento registrado en el Cuadro 5. 15/

4. Algunas Conclusiones

El análisis anterior permite formular tres conclusiones. Primero, en el período inicial del Plan de Convertibilidad (hasta febrero de 1993) la autoridad monetaria intervino activamente con operaciones de pase en moneda nacional para frenar los aumentos de la tasa de interés interfinanciera, sin preocuparse demasiado por el nivel de las tasas reales de interés. En el período posterior (febrero a diciembre de 1993), su preocupación se revirtió hacia las tasas reales de interés, y para reducirlas acudió a la reducción de los efectivos mínimos legales.

Segundo, la reducción de las tasas reales de interés en un contexto de estabilidad de precios puede obtenerse en forma parcial y transitoria mediante la reducción de los efectivos mínimos legales. Sin embargo, este instrumento

tiene un efecto limitado y luego se requieren otras políticas para lograr el mismo efecto (reducción de los costos operativos del sistema financiero, integración creciente a los mercados internacionales, mayor credibilidad de las políticas, etc.).

Tercero, es muy probable que la política monetaria futura ya no tenga la ayuda de la remonetización de la economía y afronte los problemas de las economías desarrolladas.

Notas

* Agradezco los comentarios de J. Novara y H. Palmieri, el asesoramiento estadístico de J. Arrufat y F. Ferrero, y la ayuda en el tratamiento de los datos proporcionada por L. Mautino.

** Universidad Nacional de Córdoba (Argentina)
Dirección: Facultad de Ciencias Económicas. Estafeta 32, Ciudad Universitaria, 5000 CORDOBA, Argentina; Tel. (54-51) 69 0474/ 69 0986/69 0994/69 1002, Fax (54-51) 69 0466
Dirección particular: Av. Irigoyen 582 (3B), 5000 CORDOBA, Argentina; Tel. (54-51) 69 0867, Fax (54-51) 72 4625

1. Distintos legisladores habían presentado proyectos para modificar la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina. Ver Arnaudo, 1991. La Cámara de Senadores adoptó uno de ellos y dió media sanción a su proyecto en noviembre de 1991; tratado el año siguiente por la Cámara de Diputados, sufrió algunas modificaciones que no alteraron mayormente su estructura y luego del trámite legislativo correspondiente fué aprobado como ley. Con nuevas modificaciones del Poder Ejecutivo, fue finalmente promulgado en octubre de 1992 como Ley No. 24.144

2. Estabilidad no significa valores constantes. Tampoco implica que la base monetaria no pueda ser ajustada por la autoridad monetaria de acuerdo a las condiciones económicas prevalecientes en el momento

3. La relación entre la moneda argentina y las demás monedas (excluido el dólar) está determinada por las cotizaciones externas de estas últimas respecto al dólar, cotizaciones que se hallan fuera del control de las autoridades del país

4. En forma complementaria se determina una relación igual o mayor del 100% entre la base monetaria y las reservas internacionales, formadas éstas por oro, moneda extranjera y colocaciones en divisas valuadas a precios de mercado (Ley No. 23.928, Art. 4)

5. El argumento parte de la validez a corto plazo de la ecuación de Fisher con tasa real de interés constante. A más largo plazo esta ecuación normalmente no es cierta pues los precios esperados afectan la tasa real de interés
6. Sin embargo, existe una relación muy estrecha entre el exceso o defecto de reservas, respecto a los efectivos mínimos legales, y la tasa de interés interfinanciera (ambas expresadas en promedios mensuales). Véase el Gráfico A en el Apéndice
7. La incidencia de una modificación del margen financiero sobre el nivel de cada una de las tasas de interés (activa y pasiva) depende de las elasticidades en los mercados financieros
8. También es la actual práctica norteamericana (Batten et al., 1990)
9. Las operaciones interfinancieras para algunas entidades pueden estar sujetas al racionamiento de mercado (al margen de las tasas de interés pertinentes) o presentar otro tipo de restricción individual
10. Si se confrontan los períodos en los que hubo operaciones de mercado abierto en divisas con los que hubo operaciones en moneda nacional, se advierte que únicamente en la mitad de los últimos ha habido una magnitud importante de las primeras
11. Las cifras del Cuadro 2 están subestimadas dado que la tasa de interés interfinanciera debería corregirse por la evolución del nivel de precios
12. De paso, esto permite soslayar la discusión acerca de la naturaleza estocástica de las series temporales
13. Una exposición interesante sobre el significado de las tasas de interés fijadas por la autoridad monetaria puede encontrarse en Bernanke y Blinder, 1992
14. Sólo hubo una intervención importante en el mes de julio y se instrumentó mediante la compra de títulos públicos
15. Existen otras explicaciones de la conducta de la autoridad monetaria; las cuales no son excluyentes de la brindada en el texto

Referencias

R. Abrams, R. Froyen y R. Waud (1980). Monetary Policy Reaction Functions, Consistent Expectations, and the Burns

Era. *Journal of Money, Credit and Banking* 12, 1, 30-42 (febrero)

A. Arnaudo (1991). Agenda 1992 para una Discusión sobre el Banco Central Argentino. *ITDT.CIE. Serie Seminarios*

D. Batten, M. Blackwell, I Kim, S. Nocera y Y. Ozeki (1990). The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries. Instruments and Operating Procedures. *IMF. Occasional Paper* 70

B. Bernanke y A. Blinder (1992). The Federal Fund Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review* 82, 4, 901-921 (septiembre)

H. Chappell, T. Havrilesky y R. McGregor (1993). Partisan Monetary Policies: Presidential Influence through the Power of Appointment. *Quarterly Journal of Economics* 108, 1, 185-218 (febrero)

R. Froyen (1974). A Test of the Endogeneity of Monetary Policy. *Journal of Econometrics* 2, 2, 175-188 (julio)

J. Guttentag (1966). The Strategy of Open Market Operations. *Quarterly Journal of Economics* 80, 1, 1-30 (febrero)

T. Havrilesky (1967). A Test of Monetary Policy Action. *Journal of Political Economy* 75, 3, 299-304 (junio)

F. Keir (1963). The Open Market Policy Process. *Federal Reserve Bulletin* 49, 10, 1359-1370 (octubre)

G. Reuber (1964). The Objectives of the Canadian Monetary Policy, 1949-1961. *Journal of Political Economy* 71, 2, 109-132 (abril)

APENDICE. Cuadro A. Períodos de Intervención y de No Intervención del Banco Central de la República Argentina con Operaciones de Pase en Moneda Nacional

Fecha	NO INTERVENCION		INTERVENCION			Monto
	Días	Tasa 1	Días	Tasa 1	Tasa 2	
2/21-5-91	13	26.8				
22-5/ 13-6-91			16	29.9	30	49.1
14/28-6-91	10	19.6				
1/30-7-91			21	30.0	29.2	52.7
31-7-91	1	25.0				
1/16-8-91			12	19.4	28	23.9
19-8/ 11-9-91	18	13.6				
12-9/ 1-10-91			14	23.6	26	45.3
2-10/ 27-11-91	40	15.1				
28-11-91/ 27-1-92			40	19.7	18	38.6
28/31-1-92	4	15.0				
3/6-2-92			4	11.5	18	20.3
7/17-2-92	7	9.6				
18/26-2-92			7	9.1	18	27.7
27-2/ 4-3-92	5	12.0				
5/9-3-92			3	13.7	18	26.1
10-3/ 1-4-92	17	11.2				
2/8-4-92			5	15.0	18	16.0
9-4/ 14-7-92	63	10.8				
15-7/ 3-8-92			14	17.4	16	24.6
4/24-8-92	14	13.4				
25/28-8-92			4	14.8	14	9.1
31-8/ 6-10-92	27	12.6				
7/30-10-92			17	14.2	12	26.5
2/6-11-92	5	14.2				
9/12-11-92			4	20.8	12	49.2
13-11/ 16-12-92	23	34.4				
17-12-92/ 11-1-93			15	28.5	22	30.7

Fuente: Banco Central de la República Argentina. Comunicados de Prensa

Gráfico A
RESERVA EXCEDENTE/TASA INTERFINANCIERA

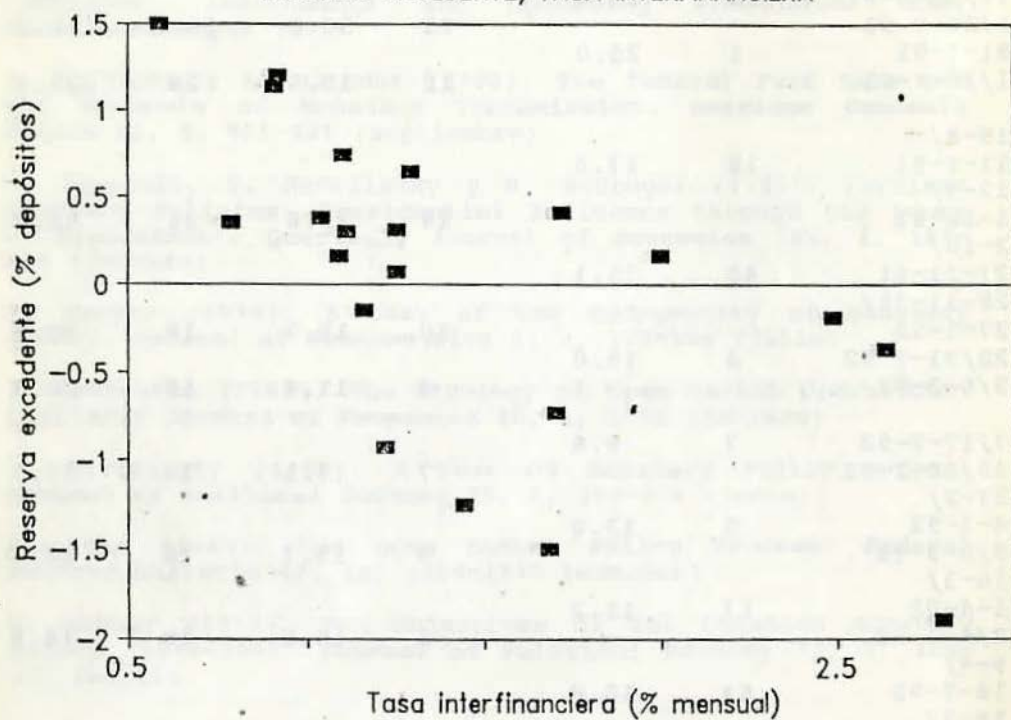


Gráfico B
INTERVENCIONES DEL BANCO CENTRAL. 1991

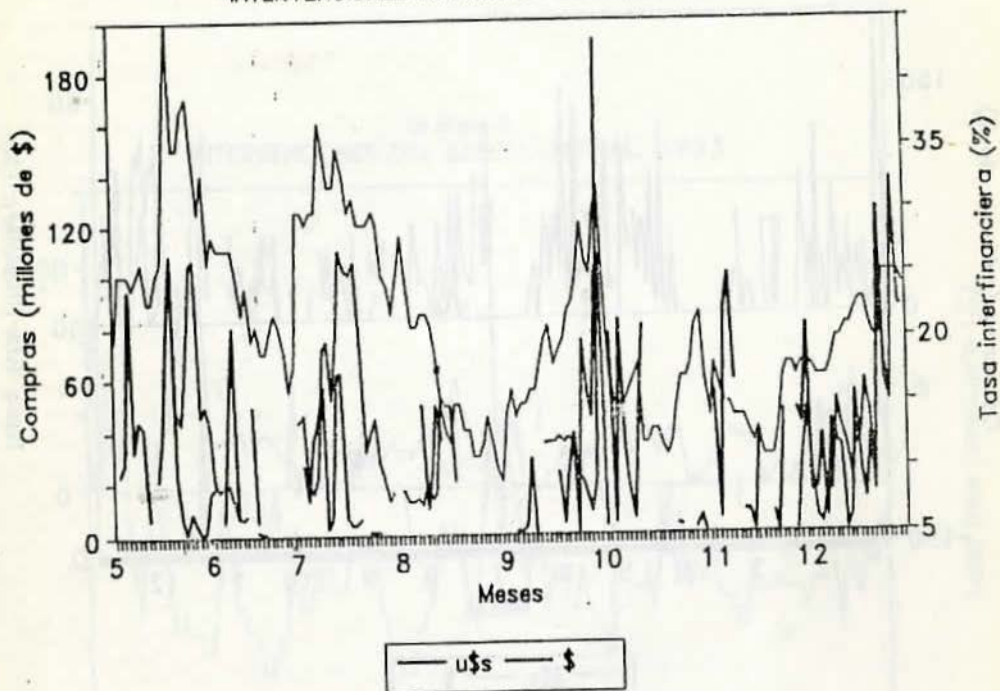


Gráfico C
INTERVENCIONES DEL BANCO CENTRAL. 1992

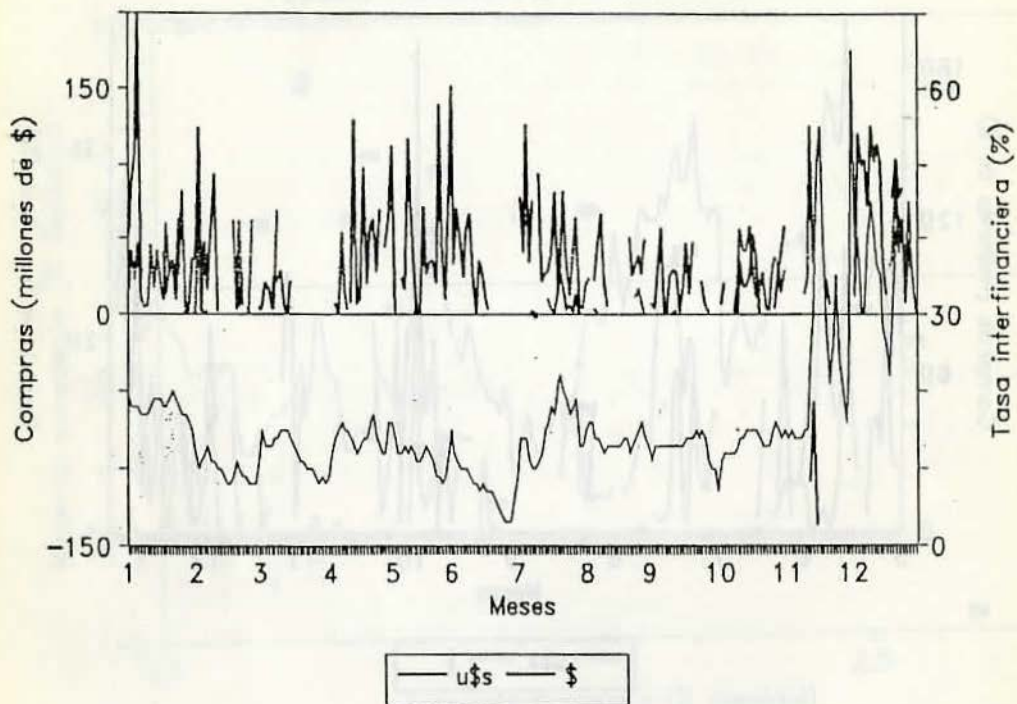
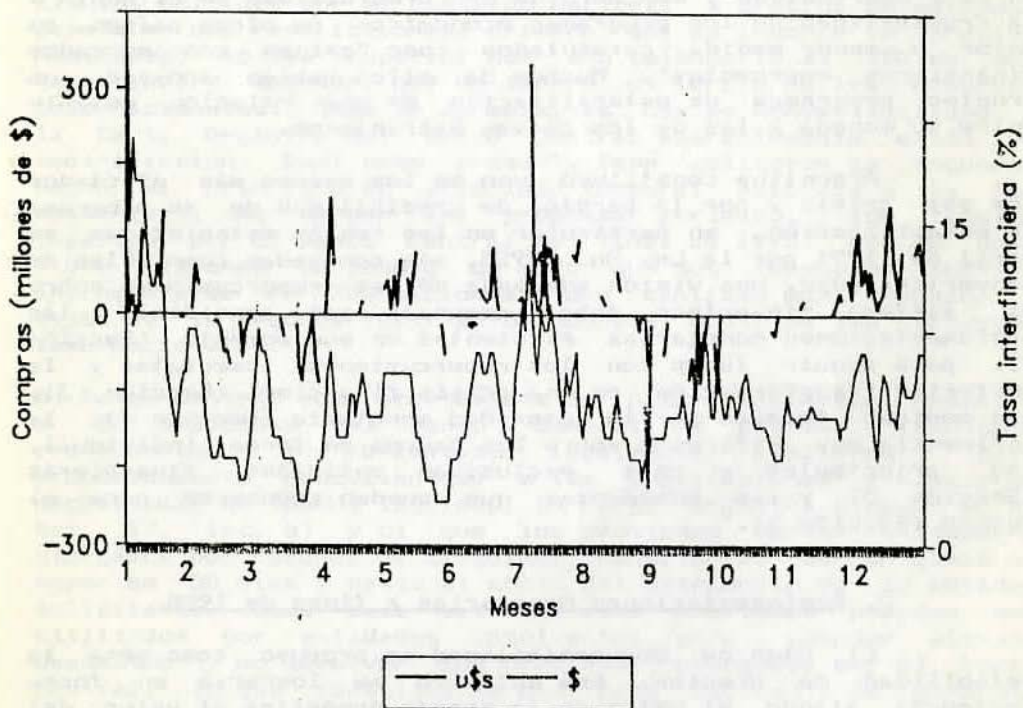


Gráfico D
INTERVENCIONES DEL BANCO CENTRAL. 1993



Aldo A. Arnaudo*

1. Introducción

A fines de 1994, México llevó a cabo un cambio brusco en el valor de su moneda respecto a las demás, y por consecuencia su programa de estabilización perdió la credibilidad que había disfrutado hasta entonces. El 20 de diciembre su banco central estableció nuevos valores de separación de las bandas cambiarias, lo cual produjo una inmediata devaluación nominal del 15% de su moneda, que se depreció aún más en los días sucesivos. Al margen de los efectos sobre la economía local -que no viene al caso- analizar en esta oportunidad-, esa pérdida de credibilidad se extendió a la credibilidad de los programas económicos de otros países, en mayor o menor medida caratulados como "países con mercados financieros emergentes". Muchos de ellos habían apoyado sus propios programas de estabilización en una relación estable entre su moneda y las de los países extranjeros.

Argentina constituyó uno de los países más afectados por esa crisis y por la pérdida de credibilidad de su programa de estabilización, en particular en las reglas establecidas en abril de 1991 por la Ley No. 23928, más conocidas como Plan de Convertibilidad. Una visión adecuada de las repercusiones sobre el sistema financiero debe comenzar por considerar las reglamentaciones monetarias existentes en ese momento (Sección 2), para seguir luego con las repercusiones inmediatas y la posterior transformación en una crisis financiera (Sección 3), las medidas tomadas por la autoridad monetaria (Sección 4), la influencia muy diferente sobre los bancos en forma individual, las principales y casi exclusivas entidades financieras (Sección 5) y las enseñanzas que pueden recogerse para el futuro (Sección 6).

2. Reglamentaciones Monetarias a fines de 1994

El Plan de Convertibilidad se propuso como meta la estabilidad de precios. Ese objetivo se lograría en forma indirecta, atando el valor de la moneda doméstica al valor del dólar, cuyo comportamiento está fuera de las manos de las autoridades económicas argentinas. La convertibilidad de moneda nacional en moneda extranjera sólo tiene sentido si se poseen suficientes recursos líquidos en divisas. Esto significa, en otros términos, que la única manera de crear moneda es comprar divisas, y eventualmente destruirla con la venta. Para un funcionamiento correcto del mecanismo, cada unidad de moneda argentina debe estar respaldada por un dólar, requiriéndose

entonces las correspondientes prescripciones limitativas a la discrecionalidad de la autoridad monetaria.

La Ley No. 24144 en 1992 modificatoria de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina y de la Ley de Entidades Financieras, adoptó las siguientes disposiciones sobre los puntos relacionados:

A) Préstamos al Gobierno. Mientras la Ley de Convertibilidad dispone en su Art. 4 que las reservas que aseguran la convertibilidad de la moneda pueden estar colocadas en títulos nacionales denominados en divisas y valuados a la cotización de mercado, el Art. 19 de la Carta Orgánica del Banco Central prohíbe la concesión de préstamos a cualquier tipo de gobierno. Excepcionalmente de esta última disposición (Art. 20) la compra de títulos emitidos por el Gobierno nacional a precios de mercado, sujeta a dos restricciones: primero, que su importe (a precios nominales) no sea superior por año calendario al 10% de sus tenencias, y segundo, que no supere un tercio de las reservas internacionales. Como se aprecia, la Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica del Banco Central aparentemente están en contradicción. Cuál debe primar?. Debe aplicarse la segunda, según el principio de prioridad temporal asignada a la ley posterior?. Al margen del problema jurídico, los títulos poseídos por el Banco Central (a fines de 1993) era de unos 7.000 millones de pesos, de modo que sus tenencias podrían incrementarse en 700 millones, una cantidad muy reducida y lejos de la segunda restricción sobre el monto de las reservas internacionales.

B) Banco Central como prestamista de última instancia. Respecto a la capacidad del Banco Central de prestar (mediante redescuentos y adelantos, legalmente distintos, pero económicamente equivalentes) a las instituciones financieras necesitadas de fondos líquidos, la Carta Orgánica dispuso en su Art. 17, inc. b) y c) que los préstamos serían únicamente otorgados por razones de iliquidez transitoria, por un plazo no mayor de 30 días y hasta el monto del patrimonio de la entidad solicitante. Como caso extremo, esos préstamos podrían ser utilizados por entidades insolventes para atender algunos depósitos y no devolver los préstamos otorgados por el Banco Central, lo que constituiría una forma indirecta de garantía estatal de los depósitos.

C) Garantía de los depósitos de las entidades financieras en moneda nacional. A diferencia de la tradicional garantía estatal prácticamente irrestricta de los depósitos en el sistema financiero consagrada por la legislación anterior, el Art. 49, inc. d) de la Ley de Entidades Financieras adopta la posición radicalmente opuesta. De conformidad a ella, sólo acuerda un privilegio especial a los depositantes de una entidad liquidada sobre los fondos depositados (en el Banco Central se supone, si no en qué otra parte?) como efectivo

mínimo hasta la suma de \$ 3.000 por depositante. Ese importe, en promedio y en forma agregada para todo el sistema, era en noviembre de 1994 aproximadamente el 8% de los depósitos; un 2% adicional se agregaría si se considerara también --y el banco los tuviera-- el resto de las reservas mantenidas en sus propias arcas.

El panorama operativo del sistema financiero se completa con los efectivos mínimos legales, en relación con los depósitos, establecidos por la autoridad monetaria. Los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorros (en la práctica estos últimos son sustitutos bastante cercanos de los primeros) tenían una exigencia del 43% de su monto, el 3% los depósitos a un plazo mínimo de 30 días e inferior a 1 año, y sin exigencia alguna los depósitos a un plazo mayor de 1 año; estos valores se aplican tanto a depósitos en moneda nacional como extranjera. Como puede apreciarse, la capacidad del sistema financiero para generar préstamos está fundamentalmente vinculada con los depósitos a plazo, no sólo porque los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorros cumplen la función de facilitar el mecanismo de pago de las transacciones económicas sino también porque ellos están sujetos a efectivos legales elevados.

3. Desarrollo de los Acontecimientos Financieros

A fines de 1994 cuando se presentan los hechos mejicanos señalados arriba, resultan acompañados en el país por la necesidad del Gobierno nacional de endeudarse para cubrir el déficit presupuestario, especialmente en el cuarto trimestre de ese año. De inmediato los mercados financieros externos ponen en duda la continuidad del Plan de Convertibilidad, no obstante las declaraciones gubernamentales afirmando lo contrario. La duda, en consecuencia, se extendió al mantenimiento de la convertibilidad de la moneda al tipo de cambio fijado, máxime cuando la estabilidad fiscal (esto es, ausencia de déficit fiscal), apoyo principal de dicho Plan, no estaba asegurada. Esta desconfianza se manifiesta en el sistema financiero, y en el mercado de capitales, esencialmente representado por el mercado de valores.

Los Gráficos 1.a y 1.b muestran que las repercusiones sobre el sistema financiero se presentan en dos etapas: una etapa inicial en los primeros quince días posteriores al 20 de diciembre, y que con posterioridad se prolonga en forma muy atenuada, y una etapa de crisis financiera clásica --caída en el el monto de los depósitos en algunos bancos, progresivo contagio a la mayor parte o totalidad de las demás entidades y generalización de la desconfianza en el sistema financiero-- desde la segunda quincena de febrero a la primera de abril. En forma muy aproximada las fechas respectivas pueden situarse en el 4 de enero, el 22 de febrero y el 10 abril; pequeñas

modificaciones en estas fechas no afectan mayormente las conclusiones.

Para apreciar con mayor detalle las etapas son de ayuda las siguiente cifras:

Cuadro 1. VARIACIONES DE LOS DEPOSITOS (%)

Tipo de Depósito	% del total*	Diciembre 20 Enero 4	Enero 4 Enero 31	Enero 31 Febrero 22	Febrero 22 Abril 10
<u>Pesos</u>					
Vista	10.3	-4.1	-1.9	-0.2	0.4
Ahorro	10.0	0	5.1	-15.0	-6.7
Plazo	20.5	-13.4	-12.3	0.3	-13.4
<u>Dólares</u>					
Ahorro	9.8	1.5	4.2	-2.3	-12.0
Plazo	42.7	-0.5	1.0	-1.6	-14.1

* Noviembre 30

La etapa inicial se observa fácilmente en el comportamiento de los depósitos a plazo en pesos, que -salvo los depósitos de ahorro con una gran variabilidad y antes del 20 de febrero- son los únicos que experimentan una baja sustancial. Esta baja es muy considerable en la primera quincena posterior al 20 de diciembre, máxime si se tiene en cuenta que su plazo mínimo es de 30 días, y habría que esperar cuanto más una extracción del 3.3% diario. La comparación de la cifra de 13.4% en los primeros días con la de 10.6% (12.3% corregido por la baja ya ocurrida) en lo que resta del mes de enero constituye un elemento confirmatorio. Los depósitos a la vista aparentemente sufren una pequeña disminución, pero es estacional, como se pone de manifiesto en su evolución posterior y en el hecho que a mediados de abril no tenían un volumen muy diferente del de fines de noviembre.

La crisis financiera ocurre a partir del 22 de febrero, cuando el fenómeno de baja de depósitos llega a los depósitos en moneda extranjera, tanto de ahorro como a plazo, y se agrega a la caída que ya venían sufriendo los depósitos en moneda nacional. Las cifras indican que los depósitos a plazo en moneda extranjera tuvieron una baja del 14.1%, al igual que los depósitos de ahorro en esa misma moneda, y que tales depósitos representaban la mitad del total de depósitos en noviembre y una mayor proporción después del 20 de diciembre por la disminución de los depósitos en moneda nacional.

La separación en las dos etapas mencionadas también es visible en el comportamiento de las tasas nominales de interés pasivas, que en el caso presente son las únicas que se

registran en forma diaria (Gráfico 2). Los bancos, enfrentados a la caída de depósitos, se afanaron por atraerlos ofreciendo un mayor rendimiento al ahorrista, y este aumento del rendimiento es sustancial y se presenta de manera brusca. La tasa nominal de interés de los depósitos a plazo en pesos, que había crecido aproximadamente del 9 al 11% en la primera etapa, en pocos días en la segunda pasa al 20%. Algo similar se presenta con la tasa nominal para los depósitos a plazo en dólares que asimismo se duplica desde su nivel anterior (del 6 al 12%), manteniéndose los diferenciales que caracterizan el mercado financiero argentino.

Queda por ver la influencia sobre las cuentas de la autoridad monetaria (Banco Central de la República Argentina), y en particular sobre la base monetaria y las reservas internacionales. La cuestión no es sencilla pues, aparte de los retardos propios de la información pertinente, se ha comenzado a utilizar en forma implícita una definición incorrecta de base monetaria, tanto desde el punto de vista económico ("the sum of currency held by the general public and de cash reserves of the banking sector". Goodhart. *The New Palgrave*) como desde el punto de vista legal ("La base monetaria en australes está constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el Banco Central de la República Argentina, en cuenta corriente o en cuentas especiales". Art. 6, Ley No. 23928). La dolarización de los efectivos mínimos de los depósitos en moneda nacional y de las cuentas de los intermediarios financieros en el Banco Central ha llevado a una confusión entre la base monetaria -en que otra moneda diferente de la moneda argentina podría ser?- y los llamados "pasivos monetarios", constituidos por aquélla y los depósitos en moneda extranjera. Sin duda, en una economía bimonetaria sería necesaria una redefinición de los conceptos, tarea que todavía no se ha intentado.

De cualquier modo, cifras efectivas y estimaciones aproximadas pueden observarse en el cuadro siguiente

Cuadro 2. VARIACIONES EN LOS PRINCIPALES ACTIVOS MONETARIOS

Rubro	Diciembre 20 Enero 4	Enero 4 Enero 31	Enero 31 Febrero 22	Febrero 22 Abril 10
<u>Público</u>				
Depósitos				
millones \$	-1250	-610	-227	-759
millones us	13	204	-234	-2236
<u>Banco Central*</u>				
Pasivos monetarios				
millones \$	31	-638	405	-2052
Reservas				
millones us	1720	-2273	-700	-1151
<u>Sistema Financiero*</u>				
Activos externos				
millones \$,us	827	-378	-1767	s/d
Efectivo mínimo				
millones \$	-138	-961	-340	s/d
millones us	-216	-389	-22	s/d
Efectivo en caja				
millones \$	-22	52	-138	s/d
Cuentas en el Banco Central				
millones \$,us	-808	-1066	527	s/d

* Valores del mes calendario, noviembre-diciembre, diciembre-enero y enero-febrero, respectivamente

Los valores de la pérdida de depósitos, a la cual deben agregarse con signo cambiado las variaciones en los activos externos del sistema financiero -no totalmente simultáneas por la advertencia formulada en la nota al cuadro anterior-, y el comportamiento de las reservas y pasivos del Banco Central confirman lo expresado acerca de la existencia de dos etapas. La disminución de los efectivos mínimos requeridos al sistema financieros ocasionada por la baja de los depósitos ha sido acompañada por la disminución de los depósitos en el Banco Central; en cambio, sus tenencias en efectivo no han tenido variación sustancial, un hecho esperable por estar dedicadas a la operación corriente de las instituciones.

4.a. Repercusiones Inmediatas

Los acontecimientos mexicanos tomaron por sorpresa a las autoridades económicas y monetarias argentinas, lo cual no debe llamar la atención. Lo más importante es que las reglas de funcionamiento del sistema habían sido cambiadas y no se tenía experiencia acerca de la forma de enfrentar estas

perturbaciones. Por el contrario, por qué habrían de producirse problemas graves ante perturbaciones de corto plazo de origen interno o externo?. No tendrían los requisitos impuestos por la convertibilidad de la moneda inconvenientes que restringieran la aplicación de otras medidas de política económica?. Si ellos no rigieran, no serían más fáciles las cosas recurriendo a los recursos del pasado, y no a otros más difíciles y dolorosos?. De ahí que las medidas hayan mostrado mucho de ambigüedad -o contradicción-, como habrían dicho otros- y, mirando las enseñanzas luego de los hechos, bastante poco de adecuada distribución en el tiempo.

Suscintamente las principales medidas monetarias para paliar los efectos iniciales de la pérdida de depósitos del sistema financiero fueron la continuidad de las operaciones del Banco Central para ayudar a las entidades con problemas, y la disminución de los encajes para los depósitos en moneda extranjera y para los depósitos a plazo en moneda nacional. Luego, a mediados de enero, se resolvió la "dolarización" de los efectivos mínimos: en el futuro los correspondientes a depósitos en moneda nacional podrían cumplimentarse en moneda extranjera, y viceversa, y el tipo de cambio aplicable a las entidades financieras en dichas transacciones sería de 1 a 1 en cualquiera de los sentidos.

La capacidad del Banco Central como prestamista de las entidades financieras para operaciones diferentes de las transitorias no había sido otorgada por su Carta Orgánica en 1992. Por ello, la primera reacción de las autoridades monetarias fué la creación de una red privada de seguridad, formada por cinco bancos privados y dos públicos, para auxiliar las entidades solventes que tuvieran problemas agudos de pérdida de depósitos. Cualquiera fueran las razones para seguir este temperamento, lo cierto es que el mecanismo no dió resultado y, en caso de haberlo tenido, es probable que hubiera resultado insuficiente para enfrentar las dificultades existentes. Tampoco tuvo éxito encargar al Banco de la Nación Argentina la tarea de organizar una red de seguridad financiada con efectivos mínimos adicionales. Las ayudas de ambos mecanismos fueron de aproximadamente 1100 millones de pesos, según ciertas versiones extraoficiales.

La incertidumbre acerca de la continuidad del Plan de Convertibilidad continuó agravándose en los meses de enero y febrero, constituyendo una clara indicación que eran indispensables medidas enérgicas a nivel macroeconómico. No es éste el momento para tratarlas con detalle sino sólo mencionarlas: comenzaron en enero con una aproximación al FMI y remataron con un Decreto de Necesidad y Urgencia a fines de febrero sobre gastos e impuestos del Gobierno nacional, venta de acciones de YPF y otras de carácter financiero, que serán consideradas luego. En vista de circunstancias adversas, el Gobierno aumentó los impuestos para financiar un gasto un poco

menor. Restringido por la imposibilidad de una reacción monetaria convencional, tuvo que adoptar una receta a todas luces dura: aumentar los impuestos cuando se reduce el nivel de actividad económica. Asimismo, debió prometer no utilizar al crédito interno y recurrir al crédito externo para cubrir sus propias necesidades, y así aliviar al sector privado de la caída de la capacidad prestable del sistema financiero correlativa con la disminución de los depósitos.

No obstante, no se introdujeron modificaciones a las disposiciones legales del Banco Central para otorgar préstamos al Gobierno nacional, que hubieran sido más amplias si ya hubiera estado muy endeudado con esa institución. Cabe la pregunta sobre si no hubiera sido ventajoso que el Banco Central prestara con mayor amplitud al Gobierno. La respuesta negativa es inmediata pues las desventajas de tal facultad son bien conocidas en nuestro medio. En consecuencia, debió abandonarse la recomendación conocida de que cuando se presentan fluctuaciones en el nivel de actividad económica los gastos públicos son mucho más rígidos que los impuestos, sean variaciones hacia arriba o hacia abajo, y que la recaudación de impuestos puede compensarse en forma rápida con deuda de la autoridad monetaria en tiempos malos y superávit fiscal en tiempos de bonanza. De no existir la convertibilidad de la moneda, cuán diferente hubiera sido la situación si un 1994, con una tasa de crecimiento mayor del 6% aunque sin el superávit fiscal aconsejable ("los políticos siempre gastan lo que se recauda"), seguido por un 1995 cuya tasa difícilmente superara el 2% y se avizoraba la perspectiva de déficit fiscal?.

4.b. Crisis Financiera

A fines del mes de febrero los embates que atravesaba el sistema financiero se transformaron en una crisis financiera según los cánones clásicos de la definición. Los problemas de liquidez se originan por la pérdida de depósitos, su consiguiente transformación en efectivo y la imposibilidad para las entidades financieras de cobrar en forma inmediata sus préstamos y realizar sin pérdidas sustanciales sus demás colocaciones. Puede suceder asimismo que la moneda nacional se convierta en moneda extranjera, disminuyendo las reservas internacionales del Banco Central. Todo ello, desde luego, acompañado por una gran desconfianza del público en el sistema financiero o, por lo menos, hacia la mayor parte de las entidades. La tarea de resolver problemas transitorios de liquidez se transforma en una tarea de restaurar la confianza de los ahorristas.

Como primera medida, el Banco Central no podía mantenerse totalmente al margen de la función de prestamista de última instancia. La modificación al Art. 17, inc. c) de su

Carta Orgánica por el mencionado Decreto de Necesidad y Urgencia le facultó para realizar no sólo operaciones de carácter transitorio sino también para dotar de liquidez al sistema financiero (otorgar descuentos y adelantos) o intervenir cuando circunstancias generales y extraordinarias lo aconsejaran. Sin embargo, no llegó a convertirse sino en forma muy parcial en un prestamista de última instancia. Por qué parcial?. Porque se estableció que en ningún caso se podrían comprometer las reservas de libre disponibilidad que respaldan la base monetaria (otra forma de decir que no se afecta la convertibilidad de la moneda). En adelante el Banco Central quedó facultado para realizar operaciones por un monto igual a la diferencia entre las reservas internacionales totales y las reservas destinadas a respaldar la base monetaria, algo así como 1.500 millones de pesos a fines de enero.

Complementando esta autorización del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia, se crea un Fondo de Fideicomiso (con aportes de préstamos nacionales y extranjeros) de unos 2.000 millones de pesos, que actuaría en forma más rápida y flexible que la autoridad monetaria. Este fondo prestará a bancos solventes para superar sus problemas de iliquidez y a bancos que procedan a reestructurarse mediante fusiones, absorciones u otras formas jurídicas. Aquí sería de aplicación la máxima postulada por Bagehot en el siglo pasado para el (privado) Banco de Inglaterra, "prestar sin mayores escrúpulos a instituciones solventes, con altas tasas de interés que incentiven la devolución de los préstamos lo antes posible".

La segunda medida se refiere a la garantía de los depósitos en el sistema financiero. Originariamente el monto y el carácter de dicha garantía no habían sido modificados, sino enfatizada la existente junto con el farrago de información destinada a infundir credibilidad en la convertibilidad de la moneda. No obstante, el Banco Central siguió en los hechos una política prudente de no ser demasiado exigente y conceder tiempo a las entidades para solucionar sus problemas. En forma indirecta y parcial esa política ha tenido virtualmente un efecto similar a la garantía de los depósitos -dicha garantía sólo se aplica si hay liquidación de la entidad- cuando mantiene en operación entidades que de otro modo deberían ser cerradas.

La garantía fue modificada con posterioridad en tres aspectos. Primero, la garantía se amplió a \$ 5.000, extendiéndose a depósitos en dólares; al igual que la anterior, no podría hacerse efectiva necesariamente a nivel de bancos individuales. Segundo, se facultó al Banco Central a requerir a los bancos liquidados utilizar los importes provenientes del resto de los encajes y sus fondos líquidos en el pago del saldo de los depósitos. Al respecto cabe interrogarse por la procedencia de tales fondos; como no pueden provenir del Banco

Central, necesariamente se generarán a medida que se cobren los créditos. La posibilidad y el plazo para la recuperación de los depósitos dependerá de la calidad de la cartera de préstamos del banco involucrado, que no debe haber sido muy buena si es liquidado. Puede apreciarse que dicha garantía tiene mucho de ilusoria.

Tercero, se crea un seguro limitado, obligatorio y oneroso de garantía de depósitos en adición al sistema vigente, garantía que recientemente se ha reglamentado. La cuestión previa es acerca de quién debe hacerlo al renunciar el Poder Legislativo a la potestad de ser específico: si el Poder Ejecutivo o el Banco Central. Se ha optado por el primero, sujetando en el futuro las decisiones a las presiones políticas inmediatas en vez de dejarlas en manos de una entidad independiente. Las prescripciones crean una garantía muy limitada, y las conclusiones antes mencionadas no necesitan modificación. Por otro lado, parece haberse olvidado la larga experiencia en el país (de paso, no muy favorable) y, en especial, la del sistema oneroso de principios de la década del setenta para intermediarios financieros no bancarios.

No es muy fácil conciliar la garantía de los depósitos con el sistema actual de convertibilidad, y aún todavía hoy se materia de polémica la conveniencia de cualquier tipo de garantía. Si el sistema era adecuado en 1992, por qué deja de serlo, o lo es menos, al presentarse la primera dificultad?. En la realidad de los hechos, el sistema de garantía de los depósitos no es suficiente para evitar crisis financieras, ni sustituye la presencia de un prestamista de última instancia. Calvo ha recordado una proposición lógica extrema: una caja de conversión -la convertibilidad no es exactamente lo mismo, pero se le parece mucho- sólo es compatible con entidades financieras extranjeras solventes cuyas casas matrices cumplan la función de prestamista.

5. Efectos sobre el Sistema Bancario

El sistema bancario argentino es institucionalmente heterogéneo pues está compuesto por entidades públicas, de la Nación, provincias y municipalidades, y por entidades privadas organizadas como sociedades anónimas, cooperativas y sucursales de bancos extranjeros. Considerando exclusivamente las entidades privadas, sus dimensiones difieren sustancialmente. En consecuencia, cabe esperar que los efectos sobre las entidades individuales debidos a los acontecimientos mejicanos deben haber sido muy distintos. Esta heterogeneidad podría juzgarse beneficiosa para todo el sistema; sin embargo, como se verá, ha resultado en una multiplicidad de conductas ante la caída de los depósitos.

Cuadro 3. DEPOSITOS EN EL SISTEMA BANCARIO

Categoría	Volumen (millones \$,us)		Variación %
	Fines de		
	Noviembre	Febrero	
Nación	7014	6797	-3.1
Provincias y Municipios	11748	11201	-4.7
Sociedades			
Anónimas	16135	14606	-9.5
Cooperativas	5005	4246	-15.2
Sucursales	7792	8132	4.4

Las cifras indican, a pesar que no representan con exactitud las fechas en que se presentaron las dos etapas, que se reprodujo con pequeñas diferencias lo sucedido en la crisis financiera de 1980, esto es, la mejor situación en conjunto de los bancos públicos y sucursales de bancos extranjeros respecto a los bancos privados nacionales. Es probable además que una parte de los depósitos retirados de los bancos nacionales se trasladara hacia las sucursales de bancos extranjeros.

Los efectos sobre el sistema bancario privado fué desigual según el tamaño de la entidad, tal cual lo pone de manifiesto el Cuadro 4. Si bien las cifras están afectadas por sus valores calendarios mensuales, allí se podrá comprobar su consistencia con las fechas de las etapas mencionadas en el texto. Mirando los valores con y sin paréntesis, tanto para depósitos a plazo en pesos como en moneda extranjera, se observa que el problema es similar en todas las entidades, aunque con diferencias de grado, al existente a nivel agregado. La excepción serían los bancos de menor dimensión pero debe tenerse en cuenta que dicha categoría engloba particularmente instituciones muy heterogéneas entre sí (bancos muy pequeños, bancos especializados en algún tipo de operación, sucursales de bancos extranjeros sin mayor presencia en el país, etc.). Una segunda característica es la notoria relación inversa existente entre la agudeza del problema y el tamaño de la institución: cuanto mayor cuantitativamente la institución menor la pérdida depósitos, y viceversa.

Pasando ahora a la solución de la crisis financiera, es de notar que en un comienzo el número de entidades liquidadas fué mínimo, solamente 3, y es probable que en esas liquidaciones hayan pesado razones distintas que las de liquidez y solvencia. Además, el Banco Central inició una campaña sugiriendo que las entidades se fusionaran, fueran absorbidas o absorbieran a otras más débiles o en dificultades, para lo cual el Fondo Fiduciario proveería los recursos

Cuadro 4. VARIACIONES DE LOS DEPOSITOS BANCARIOS A PLAZO
(cifra superior, fines de noviembre-fines de enero;
cifra inferior, fines de noviembre-fines de marzo)

Monto de la variación (%)	Tamaño del banco (millones \$,us)					
	+500	200/500	100/200	50/100	20/50	-20
Número de Bancos	13	18	31	22	11 /16	13 /15
<u>Pesos</u>						
10 o más	2 (3)	2 (2)	1	1		2 (1)
10/0	3 (2)		1 (1)			3
0/-10	4 (3)	(1)	1	1		3
-10/-20	1		7 (2)	5	5	3 (3)
-20/-30	2	(1)	7 (2)	6	3	(3)
-30 o más	1 (5)	(14)	15 (26)	9 (22)	3 (11)	2 (6)
<u>Dólares</u>						
10 o más	4 (1)	6 (4)	2 (1)	1	7 (3)	6 (4)
10/0	6 (4)	5 (2)	8 (1)	1	6	3
0/-10	3 (4)	5 (1)	13 (2)	6 (1)	8 (1)	2 (3)
-10/-20		1 (2)	2 (2)	2 (6)		2 (3)
-20/-30			3	1		
	(1)	(3)	(7)	(3)	(4)	(1)
-30 o más		1 (6)	3 (18)	1 (12)	2 (4)	2 (4)
Volumen de Depósitos (millones \$,us; %)	16032 (57.2)	5330 (19.0)	4434 (15.8)	1600 (5.7)	482 (1.7)	169 (0.6)

Nota: Han sido excluidos los bancos liquidados, sin operaciones en todo el periodo y algunos menores

correspondientes y se acordarían los plazos necesarios para que sucediera.

Un mayor detalle merecen los resultados de la experiencia reciente sobre la resolución de la crisis financiera, los cuales están registrados en el Cuadro 5 para las entidades bancarias. Allí se dan cuatro características principales, ahora vistas desde las entidades individuales y no en forma global, como se ha hecho en las Secciones 3 y 4. Primero, se confirma que el número de entidades bancarias afectadas y la intensidad de los problemas derivados de la caída de depósitos es inversamente proporcional a su dimensión. Segundo, el apoyo financiero mediante redescuentos del Banco Central ha sido muy limitado y no ha tenido mucha relevancia. Tercero, la obtención de ayudas mediante préstamos -no es posible distinguir si se trata de obtenidos en el país o en el extranjero acudiendo a la denominación de la moneda- debe tener en consideración la existencia de fuerzas contradictorias, por un lado, los mayores recursos que tienen las entidades más grandes, y por otro, las mayores necesidades de las entidades más pequeñas. Cuarto, las fusiones y absorciones se han producido en la dirección de una mayor concentración del sistema financiero.

6. Conclusiones

Mantener la credibilidad en la convertibilidad de la moneda ha sido más difícil de lo que se pensó en un primer momento. Con cierta dosis de optimismo, se hubiera esperado que la credibilidad del plan de estabilización de precios estuviera más allá de toda duda, y que por consiguiente fuera independiente de los hechos acaecidos en el sistema monetario. Después de haber sufrido una, o varias, hiperinflaciones, la confianza en la estabilización de precios debería haberse recuperado rápidamente, tal como la experiencia de otros países parecía probarlo. Para mencionar el caso más conocido, Alemania en 1923 logró en pocos meses una aceptación social de las condiciones de estabilidad y valor de la nueva moneda.

Sin embargo, en los primeros meses de 1995 la reacción fue diametralmente opuesta en Argentina: casi cuatro años después del Plan Convertibilidad se ha comprobado cuán frágil es su credibilidad. Por qué los argentinos tuvieron ese comportamiento diferente al de los alemanes?. Porque los alemanes habían convivido con precios estables y la inflación posterior a la Primera Guerra era atribuida a la derrota; en cambio, los argentinos habían vivido más de cuatro décadas de inflación y de planes de estabilización fracasados. Los alemanes habían visto la hiperinflación convertirse en un problema social traumático; los argentinos algo se defendieron de ese problema, y en cierta medida lograron éxito, poseyendo dólares, esto es, mediante la dolarización de la economía.

Cuadro 5. RESOLUCION DE LA CRISIS BANCARIA

Número de bancos	Tamaño del banco (millones \$,us)					
	+500	200/500	100/200	50/100	20/50	-20
Total	13	18	31	22	11	13
					/16	/15
Con problemas ¹						
Pesos	5	15	28	22	11	7
Dólares	2	8	21	13	7	4
Ambos	2	8	20	13	7	4
Redescuentos ²						
Pesos	1	6	14	7	6	3
Dólares		1	1			
Préstamos ³						
Pesos						
10-25%		1	5	2	1	
+25%		1	1	1	3	3
Dólares						
10-25%	4	7	5	3	1	1
+25%	8	5	3	1	5	6
Suspensiones						
		2	1	1		
Fusiones y Absorciones						
		2	9	9	8	3

1. Pérdida de depósitos entre noviembre y marzo superior al 25%; 2. Superiores (salvo en un caso) al 10% de los depósitos en noviembre; 3. Respecto a los depósitos en noviembre

Esta experiencia de una perturbación, básicamente de origen externo, deja algunas reflexiones para el sector financiero aprovechables en el futuro:

(a) El sistema financiero es muy sensible a las perturbaciones en un régimen de convertibilidad de la moneda doméstica en moneda extranjera, aunque habría que considerar si tal sensibilidad no se extiende -quizás con exclusividad, como también se sostiene- a la posibilidad de alteraciones en el tipo de cambio

(b) Los bancos han sido afectados de una manera creciente según disminuía su tamaño y por consiguiente en momentos difíciles han debido recurrir al apoyo externo en forma inversa a sus propios recursos

(c) Los medios financieros disponibles en el Banco Central para cumplir su función de prestamista de última instancia y la confianza en la garantía estatal de los depósitos no han permitido por sí solos afrontar una crisis financiera

(d) La debilidad mostrada por las instituciones bancarias medianas y pequeñas requiere, o bien un mejor sistema de prevención de las crisis financieras, o bien aceptar que la fortaleza del sistema financiero está lejos de ser satisfactoria y que la actual solución sólo es provisoria

Nota: Los cuadros y gráficos han sido elaborados en base a la información estadística contenida en Banco Central de la República Argentina. Boletín Estadístico y Estados Contables de las Entidades Financieras, y en Asociación de Bancos Argentinos. Análisis de las Estadísticas Monetarias y Bancarias

Versión Preliminar
Julio de 1995

+ Debo mucho de este trabajo a las discusiones llevadas a cabo en las reuniones mensuales en el Foro de Estudios Financieros durante la primera mitad de 1995; agradezco a sus participantes, quienes desde luego están liberados de toda responsabilidad por mis opiniones

Gráfico 1a
 DEPOSITOS A LA VISTA Y DE AHORRO

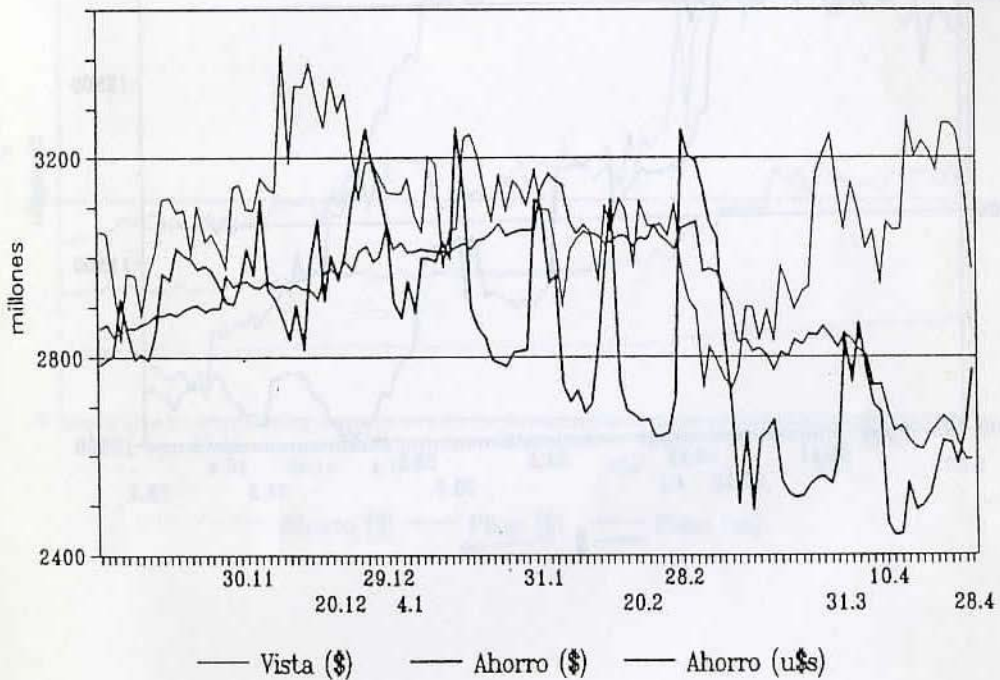


Gráfico 1b
DEPOSITOS A PLAZO

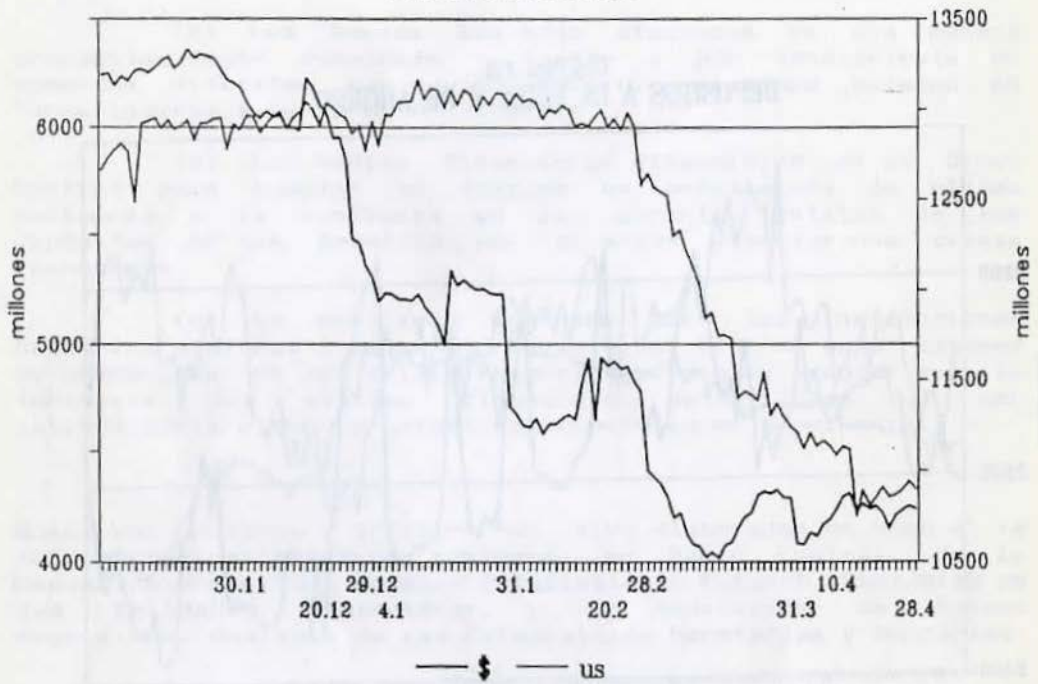


Gráfico 2
TASAS NOMINALES DE INTERES

