

DOLARIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS BANCARIA¹

EDUARDO LEVY YEYATI
Julio 2002

Es virtualmente imposible referirse al sistema financiero en Argentina sin hacer mención a la crisis actual, tanto en lo concerniente a sus orígenes como a sus efectos y lecciones para el futuro.

Por otro lado, como suele suceder en general en todas la crisis, los análisis a posteriori suelen presentar serios inconvenientes. Por un lado, la especificidad de los eventos macroeconómicos deja abierta la puerta para especulaciones sin fin sobre qué hubiese sucedido si se hubiese tomado otro rumbo o se hubiese hecho lo mismo “de otra manera”, sin posibilidad de verificar el realismo de estos escenarios contrafactuales.

Por el otro, la simultaneidad de diversos factores y decisiones de política dificulta la asignación de responsabilidades. Esto, aunado el hecho de que los analistas suelen ser estar intelectualmente “invertidos” en visiones particulares (ya sea por su participación directa en la decisiones mencionadas o por posiciones defendidas en el pasado), lleva a que éstos tiendan a asignar toda la culpa a factores y decisiones asociadas a otras posturas.

En definitiva, suele ser muy difícil generar consenso, y el analista imparcial se ve obligado a asumir una actitud más humilde al momento de la evaluación retrospectiva. En virtud de esto, trataré de obviar los detalles anecdóticos y enfocarme en lo que considero el problema más relevante a resolver en el futuro en relación al sector financiero.

¹ Presentación en las XVII Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay.

En cuanto al diagnóstico sobre la crisis, seré breve. En la epidermis, podría describirse la misma como un círculo vicioso moneda-crecimiento-deuda según el cual una moneda sobrevaluada llevó a una caída en la tasa de crecimiento, factores que, combinados, llevaron a percibir al perfil de deuda externa como insostenible, lo que realimentó la percepción de sobrevaluación de la moneda.²

Sin embargo, detrás de estos síntomas se esconde una estrategia de largo plazo, formalizada en el plan de convertibilidad de 1991, que redujo exitosamente la inflación e incentivó la profundización del sistema financiero a costa de acentuar la vulnerabilidad del país en varios frentes. Así, un análisis de la crisis circunscripto a los últimos años recesivos puede arrojar conclusiones engañosas.

Por otro lado, es ingenuo asignar responsabilidades a eventos externos desafortunados (tanto en términos de flujo de capitales y contagio de crisis en países emergentes como al cambio de actitud de los organismos internacionales), dado que la posibilidad de ocurrencia de estos eventos estuvo siempre presente y pudo (y debió) ser anticipada por el gobierno, particularmente luego de la llamada de atención del episodio del Tequila en 1995.

La clave para analizar la ascensión y caída del régimen de convertibilidad en la Argentina es un problema de moneda. En este sentido, me animaría a decir que este problema subyace de un modo otro a la mayoría de las crisis América Latina, y determina las opciones disponibles para nuestros países, fundamentalmente en lo concerniente al desarrollo del sistema financiero.

En pocas palabras, el problema de moneda al que hago referencia es el siguiente: Argentina tuvo (y tiene) una moneda débil, entendida como

2 Aquí valen varias aclaraciones. Por un lado, más allá de la discusión económica sobre el tipo de cambio de equilibrio, es suficiente con que la moneda sea percibida como sobrevaluada por la mayoría de los actores relevantes para que esto tenga un impacto sobre la inversión y el crecimiento, algo que ciertamente sucedió tras la devaluación del real brasileño. Por otro lado, esta percepción no sólo afecta la sostenibilidad de la deuda indirectamente por sus efectos sobre la actividad económica y sus efectos sobre el cociente deuda-producto sino también directamente al ser este cociente evaluado a un tipo de cambio real ajustado.

una moneda que no es aceptada como reserva de valor por ahorristas locales y extranjeros.³

Una economía con moneda débil enfrenta elecciones difíciles. Si obliga a los residentes a ahorrar domésticamente en la moneda local, induce, al menos en el corto plazo hasta tanto ésta monedase fortalezca, fuerte desintermediación y fuga de capitales, y una agudización del descalce de plazos entre ingresos y egresos de los deudores (tanto públicos como privados) en la medida en que los ahorristas tienden a acortar substancialmente los plazos de sus colocaciones.

Por otro lado, si se permite la adopción de una moneda fuerte (el dólar, en el caso de América Latina) como instrumento de intermediación financiera, se alimenta una exposición al riesgo cambiario a nivel sistémico que reduce significativamente el margen de maniobra económico en caso de shocks adversos.

Posiblemente movida por las circunstancias, en 1991 Argentina eligió la segunda ruta como un atajo a la estabilidad monetaria. En lugar de fortalecer el peso como reserva de valor (incurriendo los costos y riesgo asociados), adoptó el uso del dólar como solución a sus problemas de credibilidad. Si bien resulta conveniente culpar a la convertibilidad por la crisis subsiguiente a estas alturas. Pero cabe aclarar que no es en ninguna medida claro si en 1991 existía un camino alternativo para salir del ciclo de alta inflación heredado de los 80s. Nuevamente, la falta de contrafactual obliga a matizar los juicios a posteriori.

En cualquier caso, los beneficios de la convertibilidad trajeron consigo importantes vulnerabilidades que fueron inicialmente subestimadas,

3 El concepto de moneda débil se relaciona pero no se superpone con el de "pecado original" enunciado por Haussman, ya que no se circunscribe a la emisión de deuda soberana en mercado externos. La diferencia se ilustra claramente en el caso de Chile, país que no emite deuda externa en pesos pero ha logrado instaurar la moneda local como reserva de valor para residentes y de ese modo eliminar el descalce cambiario a nivel doméstico. Por otro lado, el concepto de moneda débil se diferencia del más tradicional de *sustitución de moneda*, que se relaciona con el uso de una moneda extranjera como unidad de cuenta y medio de pago. En este sentido, la moneda débil se relaciona con procesos de *sustitución de activos*, o más específicamente, con el de dolarización financiera, esto es, la dolarización de los activos financieros en el mercado doméstico. Para una discusión sobre este punto, ver De La Torre et al (2002b).

y que pueden haber inducido un exceso de optimismo que demoró las medidas preventivas, fiscales y financieras, que debieron haber sido tomadas durante los años del boom de los primeros 90s.

Desde el punto de vista del sistema financiero, la vulnerabilidad fundamental surge del descalce de moneda asociado a la dolarización financiera, que la convertibilidad no hizo más que profundizar. Deudores en dólares con ingresos asociados a la producción de bienes y servicios no transables están expuestos a los vaivenes del tipo de cambio real (que mide la relación entre el precio de los transables y no transables). En particular, un shock externo negativo que implique una modificación del tipo de cambio real reduce la capacidad de repago de estos deudores, incrementando la incobrabilidad de las deudas y la fragilidad del sistema financiero. Esto es así tanto si el ajuste se realiza mediante una devaluación nominal o mediante una larga deflación de precios (en cuyo caso, el ajuste se amplifica por el impacto contractivo de la deflación sobre la demanda interna, en un contexto de inflexibilidad de precios a la baja).

En perspectiva, este “defecto” de la convertibilidad no debería sorprender a nadie. La credibilidad del contrato de convertibilidad estuvo basada justamente en el incremento de los costos de salida, el que a su vez dependía crucialmente del costo de una devaluación sobre la solvencia del sistema bancario y el gobierno. Era de esperar, por lo tanto, que si una salida se hacía finalmente inevitable, ésta acarrearía importantes consecuencias en ambos frentes.

Lo que parece haber sido subestimado es el impacto de un ajuste de tipo de cambio real en el caso de un mantenimiento del tipo de cambio fijo. Tras tres años de recesión, la caída de la demanda interna había comenzado a hacer sentir sus efectos en la capacidad de generar ingresos de los deudores (tanto públicos como privados) y en la solvencia bancaria mucho antes que la devaluación se materializara.

El post-mortem de la crisis revela que, en los meses que la precedieron, el público primero dolarizó sus ahorros bancarios por miedo a una devaluación, y en última instancia los retiró por miedo a que los mismos fueran pesificados o confiscados no bien los efectos de la esperada devaluación (y el default soberano que sin duda la acompañaría) hicieran mella en la solvencia de los bancos. En este sentido, la dinámica no difiere demasiado de lo visto en 1995 luego de la crisis del Tequila.

En este contexto, la presencia de un prestamista de última instancia (o de un seguro de depósito creíble) ciertamente hubiera ayudado a despejar dudas y frenar la corrida. Esto apunta a la segunda gran vulnerabilidad inducida por la dolarización financiera: la imposibilidad del banco central de funcionar como prestamista de última instancia.

Concientes de esta debilidad, las autoridades monetarias introdujeron diversas medidas tendientes a atenuarlas. Entre ellas, la imposición de altos requerimientos de capitales mínimos, la introducción de altos requisitos mínimos de liquidez en moneda extranjera, la contratación de una línea de crédito contingente y, en alguna medida, el estímulo a la extranjerización del sistema bancario. La experiencia demostró que estas medidas fueron sólo substitutos costosos y parciales a la falta de prestamista de última instancia.⁴

Algunos analistas sostienen que, en virtud de las reformas prudenciales de los 90s, en 1999, tras la devaluación del real que dio le tiro de gracia a la convertibilidad, el sector bancario era suficientemente sólido como para soportar un ajuste del tipo de cambio real que para entonces se estimaba en el orden de entre el 30 al 40%, tanto mediante una deflación de precios o una devaluación nominal. En ambos casos, surgen dudas al respecto.

En el primero, debido a que la deflación suele ser (y fue) acompañada por una prolongada recesión que suma su impacto negativo sobre las finanzas de los deudores internos, y eventualmente se vuelve políticamente insostenible. En el segundo, porque no está claro cómo la Argentina pudo haber ajustado su tipo de cambio nominal un 40% sin precipitar una corrida cambiaria a menos que la misma se hubiera visto acompañada por una dolarización de los contratos financieros existentes.⁵ Asimismo, aún un realineamiento moderado del tipo de cambio nominal pudo haber coordinado una renegociación masiva de dudas, independientemente de la capacidad de repago de los deudores, como la experiencia de México durante el Tequila parece sugerir. Desafortunadamente, la historia nos ha privado de este experimento y sólo nos queda especular.

⁵ Ver De la Torre et al. (2002a). Aún bajo este supuesto, la capacidad del estado argentino para realizar una devaluación controlada es un punto debatible.

¿Qué puede decirse de la estrategia de extranjerización de la banca? Por un lado, los datos revelan que, mientras las casas matrices incrementaron las líneas de crédito a sus subsidiarias en 1995, las redujeron fuertemente en 2001. Sin embargo, podría argumentarse que en este último caso el comportamiento de los bancos fue afectado por la amenaza real de un avance del gobierno sobre sus activos, validada por la colocación y posterior su reprogramación semicompulsiva de deuda pública en 2001, y por el posterior intento de pesificación de la misma en 2002.

En todo caso, no existe ninguna evidencia empírica de que las casas matrices de bancos extranjeros ofician de prestamista de última instancia de sus subsidiarias. Alternativamente, puede simplemente decirse que esta supuesta garantía implícita es, en el mejor de los casos, un seguro parcial contra shocks de iliquidez temporaria e idiosincrática, siguiendo la definición de libro del rol del prestamista de última instancia.

Por último, no debe perderse de vista que la extranjerización parcial del sistema bancario no detiene el *flight to quality* desde entidades de capital doméstico y por ende, en la medida en que no se esté dispuesto a dejar caer a una fracción significativa del sistema, no sustituye la necesidad de un prestamista de última instancia.

En un reciente trabajo⁶ especulamos con la idea de que una devaluación que hubiera preservado la denominación de los contratos financieros (incluyendo posiblemente la dolarización de los denominados en pesos), podría haber revertido la fuga de depósitos, del mismo modo en el que la dolarización *de jure* lo hizo en Ecuador. Esto no habría eliminado la necesidad de asistir a los deudores descalzados en moneda (por ejemplo, los deudores hipotecarios) y, a su vez, al sistema bancario en su conjunto, pero hubiera reducido substancialmente los costos y preservado la intermediación financiera doméstica.

En este sentido, la pesificación fue un inmenso error. Si la corrida bancaria reflejaba el miedo a la pesificación de los activos financieros, la pesificación sólo avivó la llama, creando una enorme resaca monetaria en la medida en que el público corría a redolarizar sus ahorros, anticipando correctamente (y al mismo tiempo amplificando) el ajuste de tipo de cambio real que perjudicaba a los balances en moneda local. En este punto, no

⁶ Ver De la Torre et al. (2002a).

cabe lugar a dudas. No había manera de que la pesificación asimétrica evitara la corrida, que poco tuvo que ver con el hecho de que la pesificación fuera asimétrica.⁷

Lecciones para el futuro

El problema financiero argentino debe pensarse en dos etapas claramente diferenciadas. La primera, más urgente, se relaciona con la *resolución de la crisis bancaria*. Aquí el ítem principal es, desde luego, la eliminación de la resaca monetaria ocasionada por la pesificación (fundamentalmente proveniente de los depósitos reprogramados) de modo de estabilizar las necesidades de fondeo de las entidades y, proceder así, de manera ordenada, a la consolidación gradual del sistema.

Esto implica algún tipo de securitización, ya sea mediante el canje compulsivo de depósitos por deuda pública o algún tipo de papel bancario con una estructura de plazos que permita su devolución en tiempo y forma, o a través de un endurecimiento de la política monetaria (léase, de asistencia de liquidez del banco central), la liquidación de los bancos ilíquidos, y la documentación de las acreencias de los depositantes, por ejemplo, en la forma de un certificado contra un fondo fiduciario de los activos del banco liquidado.⁸

Esta última opción es claramente menos costosa desde el punto de vista fiscal en la misma medida en que es más costosa para el depositante, que se ve obligado a adquirir participación directa en los activos del banco, con un retorno esperado altamente incierto y disímil entre entidades. Quizás más importante es precisar que la opción implica altos costos adicionales para el sistema bancario en su conjunto. La generalización de la desconfianza del ahorrista, incapaz de determinar la situación individual de cada banco, y los efectos dominó y contagio asociados a las crisis

7 La propuesta de una pesificación compulsiva cobró notoriedad a partir de una propuesta de Ricardo Haussman publicada en un artículo del Financial Times. Para una crítica temprana a la misma, ver Levy Yeyati y Schmukler (2001). El argumento de que el fracaso de la iniciativa se debió a problemas de implementación está presente en Haussman y Velasco (2002).

8 Dado que la pesificación compulsiva está en la raíz del problema, no debe sorprender que este canje, tal como está planteado en la actualidad, implique la despesificación de los depósitos. Naturalmente, una reprogramación en la moneda de origen habría sido más conveniente.

bancarias sistémicas pueden hacer colapsar el sistema de pagos (que hasta ahora ha operado normalmente) y llevar al cierre de una fracción importante del sistema o a su eventual nacionalización (a juzgar por lo sucedido hasta ahora con las entidades suspendidas).

La tercera alternativa es, desde luego, la asistencia ilimitada y la dilución de los pasivos bancarios mediante inflación. Esta alternativa debería ser excluida de antemano: la situación social en la Argentina hace impensable un escenario prolongado de alta inflación.

El escenario final será probablemente una combinación de las tres alternativas, dado que parte de la resaca monetaria está siendo eliminada vía inflación, y que el cierre de algunas entidades parece inevitable.

En todo caso, una vez resuelta la salida de la crisis (esto es, una vez adoptado el criterio a ser aplicado), resta definir el diseño del sistema financiero en el futuro. Aquí es donde las lecciones de la crisis pueden resultar bienvenidas.

La primera lección es un tanto trivial: evitar el recurso al facilismo y al exceso de creatividad. Esto es crucial en el caso de Argentina, país que como ningún otro ha despertado el instinto experimental de la profesión económica tanto dentro como fuera de sus fronteras.

Lo primero a tener en cuenta es que, en el corto plazo, el sistema bancario doméstico quedará reducido a dos actividades principales: la administración de los activos residuales y la prestación de servicios de pagos. Sobre éste último, no hay realmente mucho para hacer. Como hacía notar previamente, Argentina nunca tuvo un problema de sustitución de moneda, las transacciones fueron y aun son realizadas en pesos, y la demanda transaccional por la moneda local ha sido sorprendentemente estable aun en los peores de la crisis. Propuestas como las de *narrow banking* que implican un encaje de 100% de los depósitos a la vista en activos líquidos sólo se justifican en caso en el que estas cuentas estén denominadas en moneda extranjera. Caso contrario, bastaría un seguro de depósitos estándar o la sola presencia del banco central como prestamista de última instancia para garantizar la estabilidad del sistema.

En contraste, la generación de crédito bancario, más allá de traer a colación dilemas delicados, se presenta como una tarea ciclópea.

Primeramente, para generar crédito bancario se atraer ahorro bancario. Es aquí donde los errores del pasado se vuelven más relevantes.

Por otro lado, la experiencia reciente sugiere la conveniencia de evitar errores anteriores, por ejemplo, redolarizando la intermediación financiera. Aquí cabría agregar un factor no menor en la misma dirección. La violación generalizada de los términos de los contratos financieros ha enseñado al ahorrista local que la denominación en moneda extranjera no lo protege en la práctica contra el riesgo cambiario. De ahí que las esperanzas en refundar rápidamente el sistema financiero en base a la dolarización de los activos bancarios cuenta con pocos argumentos a su favor.

En este contexto, es fácil ver donde las propuestas de *offshorización* o *narrow banking* equivocan el diagnóstico. La primera puede ayudar a las subsidiarias de bancos extranjeros a preservar parte del negocio local, pero ciertamente no genera crédito doméstico, como lo atestiguan las vastas sumas de ahorros que los residentes argentinos mantienen en el exterior sin que éstas tengan el menor impacto sobre la oferta de fondos prestables local. Además, reduciendo los costos de transferir capital fuera del país, la *offshorización* puede reducir los ya escasos crédito con el que cuenta el sistema doméstico.

Por su parte, en un esquema tipo *narrow banking*, la demanda por saldos bancarios transaccionales, al estar aplicada a activos líquidos, no genera crédito.

Es difícil concebir las razones por las que residentes argentinos invertirán en bancos de inversión no cubierto por ninguna garantía salvo a tasas de interés irracionalmente altas. El hecho de que este tipo de esquemas no esté vigente en ningún país del mundo habla a las claras de sus limitado atractivo.

De hecho, la generación de crédito en la Argentina no parece un problema de fácil solución, independientemente de la dosis de creatividad aplicada. Es útil observar como, aun el México post-Tequila, gozando de una situación comparativamente envidiable, ha sido incapaz de generar crédito bancario a seis años de la última crisis. El hecho de que el negocio bancario se reduzca a la prestación de servicios, y se encuentre concentrado en no más de 6 bancos ilustra a las claras el escenario esperable en el caso argentino.

Sin embargo, la ausencia de fuentes alternativas de financiamiento puede, a diferencia del caso mexicano beneficiado por la pertenencia al NAFTA, inducir la aparición paulatina de crédito, bancario y no bancario.

En este caso, la definición de la moneda de intermediación vuelve a ser crucial. En el contexto actual en el que virtualmente cabe empezar de cero, resulta conveniente evitar el facilismo de una dolarización de beneficios inciertos y costos probados, y en su lugar optar por alimentar el uso del peso fortaleciendo las instituciones monetarias y fiscales sobre el que se asienta. Si el peso (posiblemente indexado al IPC a la manera chilena) es la moneda de denominación de la intermediación financiera, no encuentro razones claras para apartarse del esquema actual de banca universal con reservas fraccionarias.

Eventualmente, ahorros en dólares podrían ser permitidos de manera restringida (como lo es en varios países y actualmente en la Argentina), aplicándolos a la financiación del comercio exterior o sujeto a encajes del 100%.

No está de más destacar la importancia del contagio fiscal en la profundización de la reciente crisis.⁹ En la medida en que el concepto de responsabilidad fiscal siga siendo una expresión de deseos, deberán imponerse límites cuantitativos estrictos a la exposición de los bancos (privados y públicos) al sector público, y reglas de valuación de activos a precios de mercado para la deuda pública.

Puede que las reformas esbozadas aquí conduzcan a tasas de crecimiento descorazonadoras en el corto plazo, y que no gocen de simpatías políticas en tiempos de suma pobreza y gasto postergado. Pero quizás la mejor del vertiginoso recorrido de la economía argentina en los últimos años es que, por lo general, más vale ir despacio para llegar lejos.

⁹ Para una discusión de este punto, ver De La Torre et al. (2002a).

REFERENCIAS

Broda, Christian, y Levy Yeyati, Eduardo, 2002, “Dollarization and the Lender of Last Resort,” en Levy Yeyati, Eduardo y Sturzenegger, Federico, *Dollarization*, Fall 2002, MIT Press.

De la Torre, Augusto, Levy Yeyati, Eduardo y Schmukler, Sergio, 2002a, “Financial Argentina’s Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking,” mimeo, The World Bank.

De la Torre, Augusto, Levy Yeyati, Eduardo y Schmukler, Sergio, 2002b, “Financial Globalization: Unequal Blessings,” mimeo, The World Bank.

Hausman, Ricardo y Velasco, Andrés, 2002, “Hard Money’s Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis,” mimeo, Harvard University.

Levy Yeyati, Eduardo, y Schmukler, Sergio, 2001, “Dollarization and Floating,” mimeo, Universidad Torcuato Di Tella.