

La convertibilidad Argentina: ¿un antecedente relevante para la dolarización de Ecuador?*

ALFREDO CALCAGNO Y SANDRA MANUELITO**

Resumen

La adopción de la dolarización en el Ecuador, genera las mismas expectativas sobre la posibilidad de que aquí se planteen o no los mismos problemas y desafíos que se presentaron en otros países de América Latina que en su tiempo han recurrido a políticas de fijación del tipo de cambio, aunque sin llegar a una dolarización completa. El objetivo de este documento, es hacer una revisión de algunos aspectos de esas experiencias y que podrían presentarse en el futuro próximo en Ecuador. La experiencia que destacaremos aquí es la de Argentina, en donde diez años de convertibilidad han dejado en evidencia algunos logros, insuficiencias y problemas que pueden generar las políticas de "hard peg", y ante las cuales el Banco Central debe actuar. Se advierte sin embargo que la actual situación de Ecuador y del entorno internacional muestran muchas diferencias con la situación que prevalecía al inicio de la convertibilidad en Argentina. En Ecuador no se ha producido, a diferencia de Argentina, una fuerte afluencia de capitales externos, fuerte expansión de las importaciones, rápida recuperación de la actividad económica, ni una rápida estabilización de los precios. Además, el sistema bancario en Ecuador se halla en una condición que le impide expandir rápidamente el crédito.

Abstract

The adoption of dollarization in Ecuador, throws some doubts about the possibility that Ecuador could face the same problems and challenges that we have observed in other Latin American countries, that decided to apply fixed exchange rate based policies, without a full dollarization process. The objective of this paper, is to discuss some aspects of these Latin American experiences, because similar problems might appear in Ecuador in the near future.

The experience discussed is the Argentinean case, where 10 years of convertibility has showed many gains, shortcomings and problems, that hard peg policies can generate, and where the Central Bank must intervene. We highlight, among other factors, that the current situation in Ecuador and the international environment, is very different to the Argentinean case, that prevailed during the launching of the convertibility plan. In Ecuador we don't observe still a strong affluence of capital inflows, nor a big expansion of imports, economic activity and fast stabilization of prices. Also, the ecuadorean banking system is in a fragile situation, and this impedes a rapid expansion of the credit supply.

* Ponencia presentada en el Seminario "The Role of the Central Bank Under Dollarization", organizado por el Banco Central del Ecuador en Quito, 22 y 23 de marzo de 2001.

** Los autores son Oficiales de Asuntos Económicos del Centro de Proyecciones Económicas de la CEPAL, Naciones Unidas. Sin embargo, las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

1. Introducción

América Latina tiene una larga experiencia tanto en procesos inflacionarios como en distintas estrategias para enfrentarlos. Una de esas estrategias se ha basado de manera central en el establecimiento de un tipo de cambio o de una determinada trayectoria del tipo de cambio. Se ha recurrido a estos esquemas de “ancla cambiaria” especialmente en situaciones de inflación alta y prolongada en las que la moneda nacional se veía progresivamente sustituida por la divisa internacional (el dólar) como unidad de cuenta y activo de reserva. Los esquemas concretos han diferido en aspectos secundarios. Así, se ha recurrido a esquemas de *active crawling peg* (o “tablita” de devaluaciones preanunciadas), al establecimiento de una banda acotada dentro de la cual se deja flotar a la moneda (con eventualmente un deslizamiento de esa banda, pero menor a la inflación corriente), o a la fijación pura y simple del tipo de cambio. En algunos casos en que se ha adoptado un tipo de cambio fijo, se ha procurado obtener una credibilidad suplementaria mediante la adopción de textos legales que fijan la paridad (cuando lo habitual era que ésta fuera fijada por resolución del Banco Central o por el propio mercado, en régimen de flotación) y que establecen reglas monetarias muy estrictas según las cuales la base monetaria emitida por el Banco Central debe estar plenamente “respaldada” por reservas internacionales. Se ha hablado entonces de “*hard peg*”¹. La dolarización aparece como el régimen más drástico y radical dentro de esta orientación.

Si bien la intención primera de la fijación de los tipos de cambio ha sido en general el control de la inflación, en muchos casos se le asignó también la función de inducir o favorecer ciertos cambios en el comportamiento de los agentes. En particular, cuando se ha combinado con la apertura comercial, se ha querido impulsar una modernización de los sectores expuestos a la competencia externa, que ya no tendrían la esperanza de ver protegida su parte de mercado con nuevas devaluaciones de la moneda.

Estos esquemas han tenido, por lo general, éxito en reducir la inflación (al menos en un primer momento), pero no en instituir un esquema de crecimiento durable. En un primer momento, se ha producido en general un círculo virtuoso con la entrada de capitales, el freno a la inflación, la ampliación del crédito con remonetización de la economía, la recuperación de las importaciones y el aumento

¹ Según Guillermo Calvo, un régimen de *Hard Peg* “corresponds to fixing the exchange rate to a hard currency, and holding enough reserves to back up the peg (e.g. through holding a stock of international reserves equal to the Money Base). Full dollarization is an example”. Véase *The case for hard pegs in the brave new world of global finance*, junio de 2000, en su Homepage: www.bsos.umd.edu/econ/calvo/

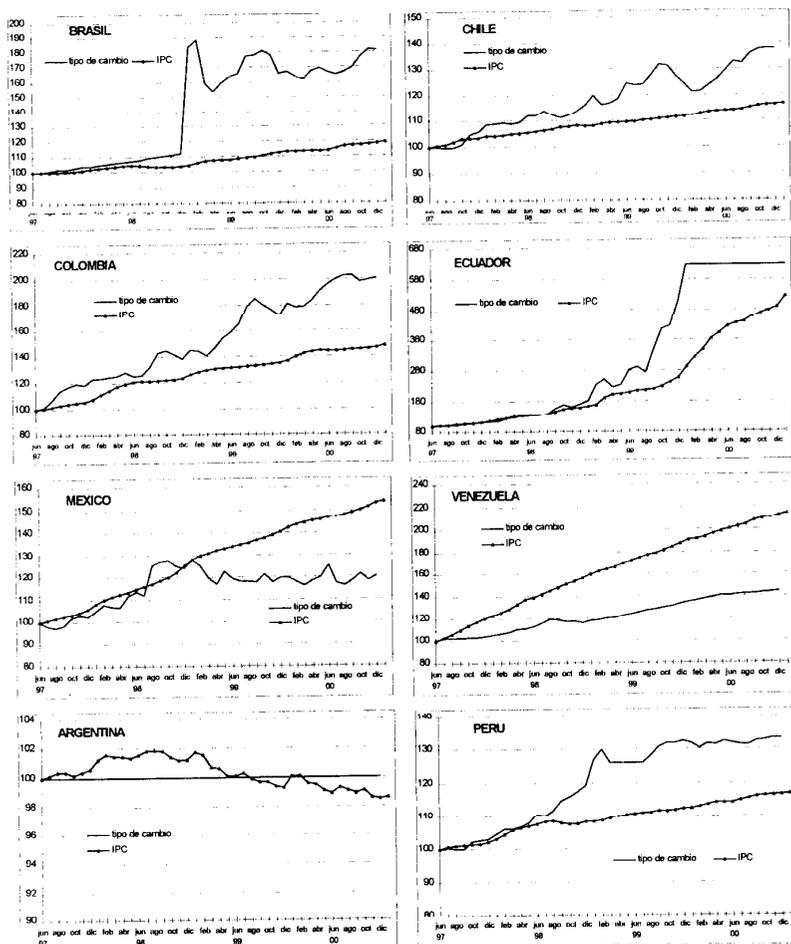
de los ingresos fiscales. El freno ha venido usualmente por un desequilibrio externo: se ha acumulado normalmente un atraso cambiario, con precios relativos que desfavorecen a los sectores productores de transables, y ha aumentado el endeudamiento interno y externo; con él aumenta también el riesgo percibido por los potenciales prestamistas, y por los prestamistas actuales que deben renovar (o no) sus créditos. A estos factores endógenos pueden sumarse *shocks* exógenos (por ejemplo, subida de tasas internacionales, “fuga hacia la seguridad” de capitales internacionales, caídas de precios de las exportaciones), que han forzado cambios de política, al ocurrir en un marco de vulnerabilidad.

Fueron precisamente *shocks* externos los que, a partir de 1997, colocaron a varios países latinoamericanos ante un dilema: o bien mantenían sus políticas antiinflacionarias, que se basaban al menos en parte en una política de ancla cambiaria (tipo de cambio fijo o banda de flotación con *crawling peg* moderado), y para ello elevaban las tasas de interés y contraían el gasto interno, o bien abandonaban la defensa a ultranza del tipo de cambio para no afectar en demasía el ritmo de la actividad. Desde el punto de vista de los sistemas bancarios, ambas alternativas presentaban riesgos, ya que una devaluación afectaría a los agentes endeudados en dólares que no estuvieran cubiertos por activos o ingresos en divisas, y una fuerte subida de las tasas de interés también deterioraría seriamente la calidad de las carteras bancarias, especialmente si se combinaba con una recesión económica. Las respuestas al dilema fueron diversas: entre fines de 1998 y principios de 1999, Brasil, Chile, Colombia y Perú dejaron flotar sus monedas, después de haberlas defendido con duras políticas monetarias; Argentina y Venezuela privilegiaron sus estrategias antiinflacionistas, manteniendo sus respectivos esquemas cambiarios; México no alteró su sistema de flotación, adoptado en 1995. Por su parte, en enero de 2000, Ecuador adoptó un tipo de cambio fijo y anunció una próxima dolarización de la economía, tras cinco meses de desvalorización cambiaria muy acelerada (gráfico 1).

Lo novedoso de la actual experiencia de Ecuador genera dudas de en qué medida pueden plantearse aquí los problemas y desafíos que se presentaron en otros países de América Latina que han recurrido a políticas de fijación de tipo de cambio, pero sin llegar a una dolarización completa. Sin embargo, parece interesante destacar algunos aspectos de esas experiencias, ya que podrían presentarse en el futuro próximo en Ecuador. La experiencia que destacaremos aquí es la de Argentina, en donde diez años de convertibilidad han dejado en evidencia algunos logros, insuficiencias y problemas que pueden generar las políticas de “*hard peg*”, y ante las cuales el Banco Central de Ecuador puede tener que actuar.

Gráfico No. 1

América Latina (8 países): Evolución comparada de los precios al consumidor y del tipo de cambio con el dólar
(moneda nacional por US\$ e IPC mensual, Índices Junio 1997=100)



FUENTE: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, varios números.

2. Actividad económica y sector externo

El sistema de convertibilidad argentino muestra muchos puntos en común con otras experiencias de fijación de tipo de cambio, pero también algunas originalidades, entre ellas, su duración (van 10 años, mucho más de lo que han durado otros planes antiinflacionarios con “ancla” cambiaria). Como programa antiinflacionario, ha sido muy exitoso: de una inflación de 4 dígitos antes de iniciarse el plan (1344% en 1990), se pasó a 84% en 1991 (con las alzas concentradas en el primer trimestre, antes de iniciarse el programa), 18% en 1992, 7.4% en 1993, y desde 1995 ha oscilado entre 1.6 y -1.8%.²

La estabilización del nivel general de precios, combinada con la entrada de capitales externos, tuvo un efecto importante sobre la reactivación económica que tuvo lugar entre 1991 y 1994. Permitieron, en particular, una rápida remonetización de la economía y una expansión del crédito (especialmente de consumo), que dieron ímpetu a una reactivación basada en buena parte en el uso de la capacidad productiva ociosa (cuadro 1). Las cuentas fiscales mejoraron por varios motivos. Algunos provienen de la propia estabilización y reactivación: en efecto, influyeron positivamente el menor costo real de la deuda pública en dólares (debido al fin de las devaluaciones, mientras la inflación mantuvo una inercia los primeros años), la menor erosión inflacionaria de los ingresos fiscales devengados (el efecto “Olivera-Tanzi” al revés) y la ampliación de la base impositiva, gracias al incremento de la actividad y de las importaciones. Estas nuevas condiciones, combinadas con un mejor funcionamiento del sistema tributario, permitieron una subida de los ingresos fiscales y una fuerte disminución del déficit, pese a que también aumentaron los gastos.

Cuadro No. 1

Argentina: Tasas medias de crecimiento anual del PIB, las importaciones y las exportaciones, entre 1990 y 2000

(tasas calculadas mediante regresión, sobre la base de valores constantes de 1995)

| | 1990-1994 | 1994-1997 | 1997-2000 |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Producto Interno Bruto | 6.5 | 3.6 | -0.2 |
| Importaciones | 39.5 | 12.3 | -4.4 |
| Exportaciones | 2.6 | 14.7 | 2.2 |

FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

² Se trata de la tasa de variación del Índice de Precios al Consumidor, de diciembre a diciembre.
Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales

Un aspecto muy importante de este desempeño fue el acceso a capitales externos. Es de destacar que el lanzamiento del Plan de Convertibilidad coincide con el reinicio de los flujos de capitales hacia América Latina.³ Y el régimen de la convertibilidad demostró ser un ávido consumidor de divisas. Empezó, es cierto, con un nivel anormalmente bajo de importaciones; éstas aumentaron, empero, a una tasa mucho más rápida que las exportaciones durante los primeros años, transformando un elevado excedente comercial en 1990 (8 mil millones de dólares) en un déficit de parecida magnitud en 1994 (7 mil millones). A esta situación de la balanza comercial se le agregaron los pagos de intereses y utilidades, que crecieron con el aumento de la deuda externa y de la inversión extranjera directa durante los noventa (principalmente por venta de empresas, públicas y privadas, e inversores extranjeros), con lo cual se llegó a un desequilibrio muy difícil de disminuir del balance en cuenta corriente (entre 1997 y 2000, ese déficit osciló entre 10 y 15 mil millones de dólares, que representan entre 35 y 50% de las exportaciones de bienes y servicios).

En ese marco, la captación de cuantiosos capitales externos ha sido una condición indispensable para mantener la convertibilidad. Para financiar el creciente desequilibrio en cuenta corriente y para acumular las reservas con las que se respalda la base monetaria, fueron necesarios más de 90 mil millones de dólares, en términos netos, entre 1992 y 1999.

La composición de ese financiamiento ha ido variando.⁴ Durante los tres primeros años, hasta la crisis de 1995, las entradas netas de capitales fueron de 10 800 millones en promedio. En cifras redondas, 30% de ese monto provino de operaciones realizadas por el sector público (2.000 millones anuales por privatizaciones, y 1.300 por endeudamiento del gobierno nacional y el Banco Central), y el 70% restante se orientó hacia el sector privado: siempre en promedios anuales, 1.000 millones fueron al sector financiero (excluido el Banco Central), 2000 millones fue aumento de la deuda externa del sector privado no financiero, 900 millones ingresaron por inversión extranjera directa, y 3.600 millones de

³ Entre 1982 y 1990, América Latina sufrió una transferencia neta de recursos negativa que, en promedio, fue de 24 400 millones de dólares cada año. A partir de 1991, esa transferencia se vuelve positiva: entre 1992 y 1998, fue de 24 200 millones de dólares en promedio anual. En 1999 y 2000, volvió a ser negativa, pero por montos menores. Véase CEPAL, *Balanza preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2000*, Santiago de Chile, diciembre de 2000.

⁴ Las cifras presentadas se basan en: Secretaría de Programación Económica y Regional del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, *Informe Económico*, varios números, y *Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos y Activos y Pasivos Externos*, varios números.

dólares anuales fueron “otros movimientos de capital”, esencialmente flujos de corto plazo que se orientaron hacia colocaciones a interés, inversiones de cartera, y a la bolsa de comercio.

A partir de 1995, la situación cambia sustancialmente. Por lo pronto, las necesidades de financiamiento externo aumentan hasta un promedio anual de 13 400 millones de dólares, pese a que la tasa media de crecimiento del producto cae abruptamente. Esto de por sí representa un resultado adverso para la estrategia anunciada al principio de la convertibilidad, según la cual las reformas y privatizaciones iban a generar tales ganancias de eficiencia y productividad que los desequilibrios iniciales de la balanza de pagos desaparecerían en breve plazo, gracias a un rápido aumento de las exportaciones y a la mayor competitividad en general de los sectores transables, todo ello sin necesidad de modificar el tipo de cambio.

Junto con este aumento del monto de financiamiento requerido, cambió también su composición. Por lo pronto, los flujos de capital de corto plazo y las colocaciones de cartera pasan a ser negativos: en promedio, salen 2.300 millones al año.⁵ Siguieron ingresando, empero, otros financiamientos de más largo plazo al sector privado, básicamente las colocaciones netas de títulos de deuda privada, que en promedio llegaron a 2.100 millones anuales (fueron especialmente significativas en 1997, pero declinaron después); y la inversión extranjera directa que, en buena medida por la compra de bancos y empresas argentinas, llega en promedio a 3 800 millones anuales. Del lado del sector público, las privatizaciones todavía aportaron 1 400 millones anuales, pero fue el endeudamiento público (esencialmente del gobierno nacional) el que aportó lo esencial: 7.500 millones en promedio anual. En síntesis, la situación cambió marcadamente con la crisis de 1995 y luego con las crisis en Asia y Rusia: el sector privado dejó de ingresar capitales, y salvo los relativos a la IED, la tendencia se orienta claramente hacia una salida. Quien aporta un 68% del financiamiento externo en esta segunda etapa es el sector público, y lo hace básicamente colocando deuda externa (ya poco queda por privatizar). El saldo total de la deuda externa pasó de 58.588 en 1991 a 145.000 millones de dólares en 1999, 60% del cual corresponde al sector público.

⁵ Esta cifra no toma en cuenta la compra de 10.800 millones de dólares de acciones de YPF en manos de no residentes por Repsol, que de ese modo significó una reducción de la inversión de cartera por ese monto, que pasó a engrosar el saldo de la inversión extranjera directa. Si se la tomara en cuenta, la contracción de “otros movimientos de capitales” llegaría a 5.000 millones por año, y el aporte de la IED llegaría a 6 600 millones anuales, en vez de casi 4.200.

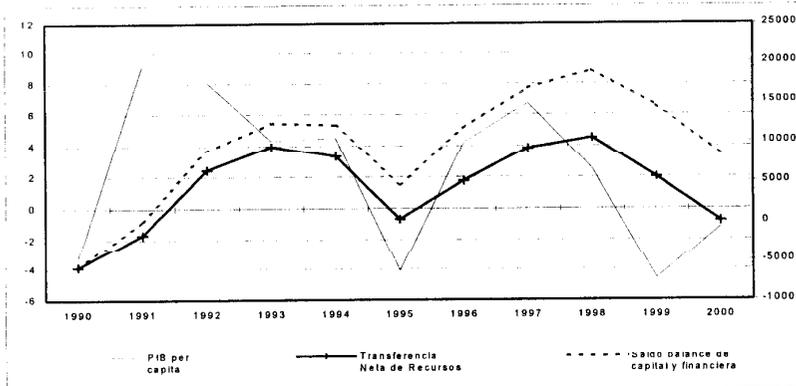
En otras palabras, desde 1995, la convertibilidad se ha mantenido esencialmente gracias a un endeudamiento público externo cada vez mayor. Los elevados niveles de pasivos respecto del extranjero, tanto en la forma de deuda externa como de inversión extranjera directa y de cartera, han tenido como contrapartida un déficit estructural en la balanza de rentas, que llega a representar un 40% de las exportaciones. Si además se agregaran los vencimientos de capital, se excedería largamente el monto total de exportaciones, lo que llevó a temer, a fines de 2000, una cesación de pagos inminente, y dio lugar a la negociación de un paquete de ayuda financiera liderado por el FMI para 2001 y 2002, de casi 40 mil millones de dólares.

La dependencia hacia el flujo de capitales se manifiesta también en la inestabilidad del crecimiento. Durante los años noventa, se verificó una fuerte correlación entre la transferencia neta de recursos y el ritmo de crecimiento (gráfico 2). Los períodos de expansión se caracterizan por un incremento del déficit comercial, compensado con creces por la entrada neta de capitales, pero basta con una disminución de esa entrada para que la economía entre en recesión. Más aún, se percibe una brecha creciente entre los flujos netos de capitales y la transferencia neta de recursos, debido al peso creciente de los pagos de intereses y utilidades.

Esto sugiere la existencia de un problema intrínseco al régimen de convertibilidad: dados el nivel del tipo de cambio real y la apertura de la economía, a la Argentina le ha sido imposible crecer sin generar rápidamente un déficit comercial (gráfico 3), pero al mismo tiempo, si no crecía, se producía un desequilibrio fiscal. Ahora bien, el sistema de convertibilidad no resulta compatible con un desequilibrio prolongado en ninguno de los dos frentes, ya que ni puede perder demasiadas reservas, ni puede financiar al gobierno más que con deuda. Durante los años noventa, se pudo obviar estas exigencias contradictorias gracias al abundante financiamiento externo. El problema se presenta al iniciarse esta nueva década, debido a que ya no puede esperarse un ingreso significativo de inversión extranjera directa por privatizaciones, ni puede suponerse que será posible seguir incrementando la deuda pública externa a los ritmos de los últimos años, debido precisamente a los niveles de endeudamiento ya alcanzados.

Gráfico No. 2

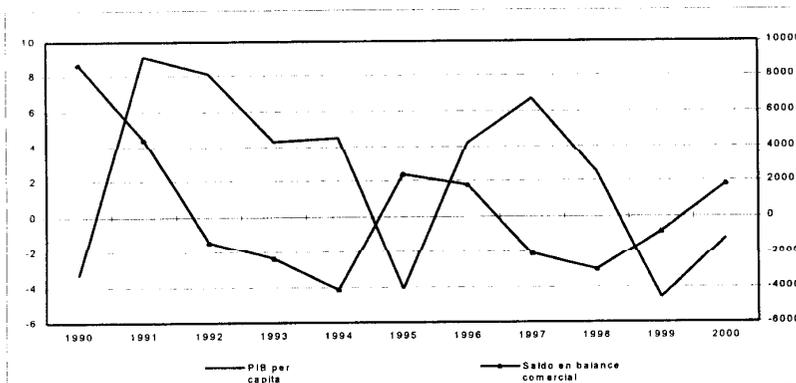
Argentina: Variación del PIB por habitante, flujo neto de capitales y transferencia neta de recursos, 1990-2000
(en tasas de variación porcentual y millones de dólares)



FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Gráfico No. 3

Argentina: Variación del PIB por habitante y saldo comercial (bienes FOB)
(en tasas de variación porcentual y millones de dólares)



FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

La experiencia argentina muestra que el sistema de convertibilidad ha exacerbado la influencia del sector externo sobre la marcha de la economía, pese a lo relativamente reducido de los coeficientes de apertura comercial (tanto las exportaciones como las importaciones representan menos de 10% del PIB en valores corrientes). En una visión de largo plazo, la conformación de un balance de pagos equilibrado o superavitario, sin que esto requiera de una depresión económica, resulta indispensable para la perdurabilidad del sistema. La Argentina basó el ingreso de divisas en los flujos de capitales, aprovechando la abundante disponibilidad de capitales externos para los mercados emergentes a partir de 1991-1992. Esto ha permitido hacer funcionar la convertibilidad durante los años noventa, lográndose además un crecimiento económico importante en varios años. Sin embargo, ha dado lugar a crecientes pagos de utilidades e intereses que, en la ausencia de un crecimiento sostenido de las exportaciones, comprometen la viabilidad futura de la convertibilidad.

El Ecuador instituye la dolarización de su economía con condiciones internas y en un marco internacional que hacen más difícil el acceso al crédito externo. En particular, arrastra ya un elevado endeudamiento externo, cuyos vencimientos se han debido reestructurar. La principal fuente de divisas es actualmente el excedente en cuenta corriente del balance de pagos, obtenido en 1999 y 2000 en base a un incremento del valor de las exportaciones (esencialmente el petróleo) y a niveles deprimidos de las importaciones. Es importante definir sobre qué bases será factible mantener en el largo plazo un saldo positivo de divisas, teniendo en cuenta los elevados pagos por intereses que están comprometidos. Un factor que ha ido ganando importancia es el constituido por las remesas de trabajadores emigrados. La experiencia argentina sugiere que, en el largo plazo, es preciso desarrollar las exportaciones de bienes y servicios, toda vez que las entradas de capitales que pudieran obtenerse tienden a generar un déficit estructural en la balanza de servicios factoriales,⁶ y que las importaciones, durante la convertibilidad, tienden a aumentar muy rápidamente durante las recuperaciones.

El Banco Central del Ecuador sigue teniendo, entre sus mandatos, velar por la solvencia externa del país. Anteriormente, contaba a ese fin con los instrumentos de la política cambiaria y monetaria; la primera ha dejado de estar disponible, y la segunda se ve más limitada. ¿Le queda algún rol al Banco Central en este terreno?

La solvencia externa puede considerarse en el corto y en el largo plazo. En el largo plazo, se refiere al establecimiento de una balanza de pagos equilibrada, como fue dicho en párrafos anteriores. Las políticas que puedan coadyuvar a esa meta no

⁶ Naturalmente, esos capitales pueden también traducirse en nuevas inversiones en sectores exportadores, con lo que se compensaría, tal vez con creces, los pagos de intereses y utilidades.

parecen estar ahora en manos del Banco Central (en otras circunstancias, se ha propuesto a ese fin políticas de “tipo de cambio alto y estable” como forma de promover las exportaciones).⁷ En el corto plazo, la solvencia externa puede verse afectada por los bruscos vaivenes de los flujos de capitales y de los términos del intercambio. El Banco Central (y/u otras instancias de gobierno) sí podría asumir algunas políticas en este ámbito. Por ejemplo, existe la posibilidad de establecer recaudos que eviten una entrada excesiva de capitales de corto plazo (que al revertirse generarían o agravarían una crisis de pagos); se puede también gravar la repatriación de utilidades de la IED para alentar su reinversión; y pueden constituirse fondos de estabilización que se alimentan con recursos provenientes de ingresos extraordinarios, derivados de precios excepcionalmente altos de exportación o de privatizaciones. También existe la posibilidad de negociar líneas de crédito externo contingentes, tema que se volverá a abordar al tratar el tema del sistema financiero.

1. Los precios relativos

El sistema de la convertibilidad argentino ha engendrado una situación paradójica, con una economía sumamente estable, si se juzga su estabilidad por el nivel general de precios y la cotización del tipo de cambio, y a la vez muy inestable si se observa sus tasas de crecimiento. En parte, esa inestabilidad se relaciona con el impacto directo de una mayor o menor entrada de divisas sobre la masa monetaria y el volumen del crédito. Pero también puede obedecer a la ausencia de ajustes de precios relativos entre bienes transables y no transables. Así, ante un déficit externo, todo el peso del ajuste recaería sobre la contracción de la actividad, como única forma de reducir las importaciones.

De hecho, uno de los principales temas de debate en torno a la convertibilidad se refiere a los precios relativos, especialmente entre productos transables y no transables. El debate se ha centrado principalmente en la estructura de precios que se ha configurado, pero no debería quitarse importancia a la flexibilidad o rigidez que ha mostrado. El primer tema se vincula a la competitividad de la economía argentina, en tanto el segundo dice relación con la función del sistema de precios para ayudar a absorber eventuales desequilibrios de los mercados.

Siempre es complejo establecer una canasta de productos transables a comparar con otra de productos no transables, ya que no se trata de una frontera nítida e inmutable. Se utilizará como *proxy* la comparación entre bienes (principalmente

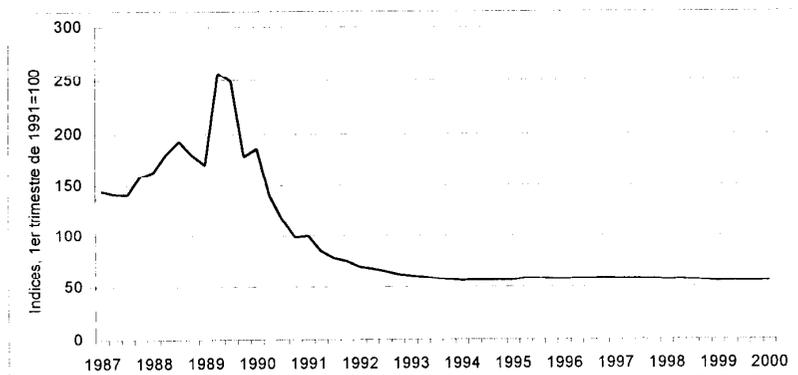
⁷ Véase CEPAL, *América Latina y el Caribe, Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial, Santiago de Chile*, marzo de 1994. Por “tipo de cambio alto” se entiende aquí un “dólar caro”, o sea, un valor relativamente bajo de la moneda nacional.

transables) y servicios (predominantemente no transables). El gráfico 4 muestra la relación entre el índice de precios de los bienes industriales y el de los servicios.

Se puede destacar, en primer lugar, que al momento de fijarse el tipo de cambio, la relación entre ambos índices ya mostraba un cierto “retraso” en los precios de los bienes industriales, respecto de los valores de los años previos. En esta comparación puede dejarse de lado el año 1989, marcado por maxi devaluaciones y un episodio hiperinflacionario. Pero aún así, se comprueba que el “ancla cambiaria” se arrojó después de un año 1990 durante el cual la moneda nacional se fue sobrevalorando, con el consiguiente deterioro del precio relativo de los bienes. A partir de la fijación del tipo de cambio con la convertibilidad (1° de abril de 1991), la inercia en el precio de los servicios siguió afectando adversamente los precios relativos de los bienes industriales, hasta que en 1994 esta relación se estabilizó.

Gráfico No. 4

**Argentina, Relación entre el índice de precios industriales
y el índice de precios de los servicios, 1987-2000 (*)**



(*) Los precios industriales están medidos por el IPM nacional no agropecuario exceptuando aquellos productos derivados de bienes típicamente pampeanos. Los precios de los servicios son componentes del IPC.

FUENTE: CEPAL, Oficina de Buenos Aires, sobre la base de datos del INDEC.

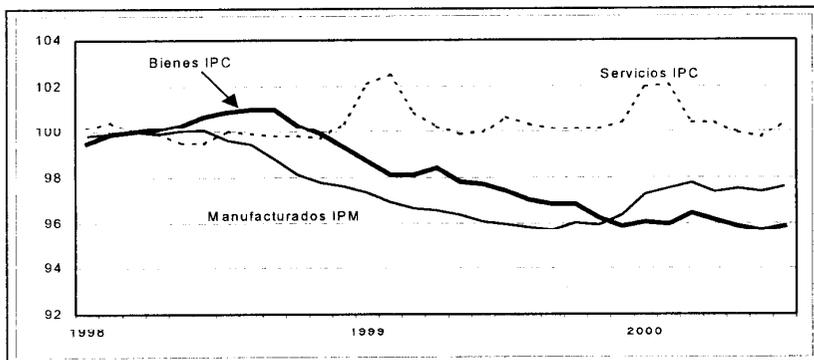
Esta situación ha generado problemas de competitividad, que se manifiestan en una insuficiente expansión de las exportaciones manufactureras, y una muy elevada elasticidad-ingreso de las importaciones. De hecho, ante un incremento de la demanda interna, tienden a aumentar mucho más que en el pasado las importaciones de bienes de uso final y de insumos (ha disminuido la participación de componentes

nacionales en las manufacturas). El gobierno que asumió a fines de 1999 ha intentado revertir al menos parcialmente esta situación, a través de la renegociación de los contratos con las empresas privatizadas proveedoras de servicios básicos (energía, telecomunicaciones, agua, peajes, etc.), que incluiría una disminución de tarifas. Cabe recordar que en muchas de las privatizaciones, se fijó un precio de los servicios, que incluso se indexó a la inflación de los Estados Unidos, a la vez que se otorgaban condiciones monopólicas a las empresas adjudicatarias. Ello impidió que las eventuales mejoras en la eficiencia y la productividad se transmitieran al resto de la economía. En otras palabras, el gobierno procuró ir absorbiendo el “atraso cambiario” mediante una deflación en los precios de los servicios no transables. Los gráficos 1 y 5 muestran lo que se ha conseguido en este terreno.

El gráfico 1 muestra, en el caso argentino, que mientras el tipo de cambio no ha variado, sí ha habido una reducción del índice de precios al consumidor; este solo dato daría la impresión de que se está absorbiendo, aunque muy lentamente, el “atraso cambiario”. El gráfico 5 muestra, empero, que los precios que están disminuyendo no son los de los servicios, sino que se trata de los precios de los bienes y las manufacturas. En otras palabras, han fracasado hasta ahora los esfuerzos por modificar los precios relativos entre transables y no transables sin tocar el tipo de cambio y mediante la negociación con empresas de servicios privatizados.

Gráfico No. 5

Argentina: Evolución de los precios de los bienes y servicios según el Índice de Precios al Consumidor, y de los precios de las manufacturas según el Índice de Precios Mayoristas, 1998-2000
(Índices, marzo de 1998=100)



FUENTE: INDEC, Argentina.

¿En qué medida esta experiencia de precios relativos es relevante para Ecuador? El punto de partida es claramente diferente: la fijación del tipo de cambio en 25 mil sucres se produjo luego de una muy fuerte devaluación, y no después de un año durante el cual la inflación fue sistemáticamente superior a la devaluación (caso de Argentina en 1990). Asimismo, la fijación del tipo de cambio no llevó en Ecuador, como en Argentina, a una rápida desinflación. Por el contrario, la inflación se aceleró durante 2000: ese año, el IPC acumuló un 91% de crecimiento de diciembre a diciembre, frente a 61% en 1999 y 43% en 1998 (gráfico 1).

En este proceso inflacionario, los precios relativos han ido modificándose, aunque aún resulta difícil percibir un patrón definido. Examinaremos aquí el período que va desde mediados de 1999 hasta enero de 2001; una primera parte de este período se caracteriza por una rápida desvalorización del sucre; luego, a partir de enero de 2000, éste es fijado en su paridad actual de 25 000 sucres por dólar.

Entre los “ganadores” durante ese año y medio, es decir, aquellos rubros cuyos precios aumentan más rápidamente que el índice general de precios al consumidor, se encuentran los Alimentos, bebidas y tabaco; Vestido y calzado; Bienes y servicios misceláneos; y Servicios de salud (véase el gráfico 6). En este conjunto entrarían así un grupo significativo de bienes, que son presumiblemente transables; en particular, están los rubros de alimentos, vestuario y bienes y servicios misceláneos que concentran su ganancia relativa entre el último trimestre de 1999 y mediados de 2000, para desde esa fecha estabilizarse (vestuario) o perder terreno (alimentos y misceláneos).

El único rubro que aparece perdiendo terreno claramente durante todo el período considerado es el de Alquiler, agua, electricidad, gas y otros combustibles. También disminuye el de Educación, pero con grandes oscilaciones. Lo propio de estos sectores parece ser que sus precios son administrados, y que se han reajustado a la zaga de la inflación global.

Entre los rubros “ganadores” y “perdedores” hay otros que mostraron oscilaciones considerables, para alcanzar en enero de 2001 niveles relativos parecidos a los que tenían en julio de 1999. Así, el Transporte ha mostrado una tendencia decreciente, corregida con fuertes reajustes en marzo de 2000 y enero de 2001 (en este último caso, termina en niveles superiores a los de julio de 1999, con lo que, al menos transitoriamente, éste sería otro sector “ganador”). También el sector de Hoteles, cafetería y restaurantes vio caer sus precios relativos primero, para recuperarse después. En cambio, los rubros Muebles, equipamiento y mantenimiento de vivienda y Esparcimiento y cultura empezaron aumentando sus precios relativos hasta principios de 2000, para perder a lo largo de ese año toda las ganancias iniciales.

Como se ve, es difícil comprobar la formación de una nueva estructura de precios relativos. En un primer momento, tras las fuertes devaluaciones, aumentaron los precios relativos de un grupo de bienes y se redujeron los de algunos servicios (Alquiler, agua, electricidad, gas; Hoteles y restaurantes; Educación; Transporte), pero no de todos. Una posible explicación apuntaría a que las devaluaciones del año 1999 produjeron un efecto favorable a los productos transables, y desfavorable a algunos servicios no transables, pero que este efecto distó de ser instantáneo, y se extendió durante cerca de un año, prolongando la inflación (y en particular para los bienes transables) bastante más allá del momento de la congelación del tipo de cambio. Esta es una diferencia importante respecto de la Argentina, en donde toda la inercia inflacionaria desde el momento en que se fija la relación cambiaria de la convertibilidad se ve en los precios de los servicios. Es posible que Ecuador esté ahora en una etapa distinta, en la cual los precios relativos de los bienes tienden a atrasarse, y se recuperan los de algunos servicios (Transporte, Educación, y Hoteles y restaurantes).

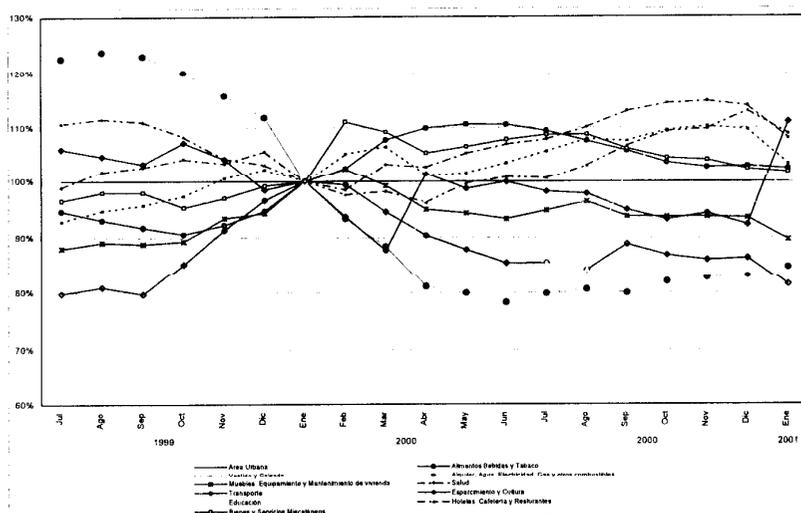
De prolongarse esa tendencia, esto es, si prosiguiera por un tiempo una “inercia inflacionaria” en los servicios que no se ven expuestos a la competencia externa, podría generarse el deterioro de los precios relativos de los bienes que ha sido característico en todas experiencias latinoamericanas de “anclaje” cambiario. De producirse, tal configuración de precios relativos podría generar problemas en el sector externo, aun cuando parte importante de las exportaciones sean poco sensibles al tipo de cambio real.⁸

Puesto que un esquema de dolarización (o de convertibilidad) es incompatible con un desequilibrio externo que signifique una pérdida persistente de reservas, éste es un tema de política económica que merece especial atención. En particular, la experiencia argentina aconsejaría evitar que eventuales privatizaciones o concesiones de servicios públicos, de producirse, introduzcan precios garantizados o monopólicos, rigideces a la baja de esos precios, o indexaciones con la inflación norteamericana.

⁸ Es el caso, por ejemplo, de Argentina: muchas de sus exportaciones son productos primarios con base en recursos naturales que pueden exportarse aun con un tipo de cambio desfavorable, en tanto muchas de las manufacturas se intercambian dentro de un comercio intraindustria o intrafirma, en el Mercosur. Ello explica que las exportaciones se hayan mantenido, e incluso hayan crecido en volumen, especialmente en el período 1994-1997. Sin embargo, ese crecimiento ha sido muy inferior al de las importaciones

Gráfico No. 6

**Evolución de los distintos rubros del IPC en relación al índice general
(enero de 2000 = 100)**



FUENTE: Sobre la base de Banco Central de Ecuador, *Boletín Estadístico Mensual*, varios números.

Otro precio clave que puede verse alterado con la fijación del tipo de cambio es la tasa de interés. Este es un aspecto relevante en el debate sobre las posibles ventajas y desventajas de la convertibilidad y la dolarización: una de las razones para adoptar tales regímenes sería la reducción de las tasas de interés hasta niveles cercanos a los internacionales, en la medida en que se reduce o elimina el riesgo de devaluación, y con él (o paralelamente a él), cae el riesgo país.⁹

En el caso argentino, el plan de convertibilidad dio lugar a una fuerte reducción en las tasas nominales, a la par de la reducción de la inflación, pero la magnitud del logro en términos de tasas reales depende del punto de comparación. En efecto, durante 1989 (año de muy alta inflación) hubo tasas fuertemente negativas, mientras que en 1990 (año de congelamiento de depósitos) prevalecieron tasas positivas muy

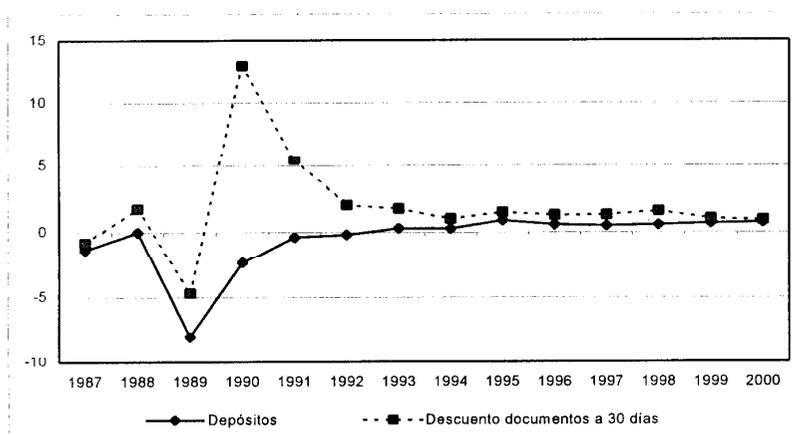
⁹ Una discusión en torno a este punto puede verse en Andrew Berg y Eduardo Borensztein, *The Pros and Cons of Full Dollarization*, IMF Working Paper, WP/00/50, marzo de 2000.

elevadas. Si se toman años más “normales” como puntos de comparación (1987 y 1988), no parece haber una clara reducción de las tasas reales.

Gráfico No. 7

Argentina: Tasas de interés reales activa y pasiva aplicadas por el sistema bancario

(valores mensuales promedio de cada año)



Nota: Los valores deflactados corresponden a tasas “ex post”, tomando la tasa de interés del mes t y la tasa de crecimiento de los precios del mes $t+1$. La tasa de los depósitos es, hasta el 15/10/87, la tasa fijada por el BCRA; luego, corresponde a la tasa testigo (promedio ponderado de las tasas pagadas por los bancos). La tasa activa considerada es, hasta el 15/10/87, la tasa regulada. Luego, corresponde a la tasa aplicada por el Banco de la Nación Argentina por descuento de documentos a 30 días.

La tasa de depósitos fue deflactada por el IPC, y la tasa de descuento por el IPM.

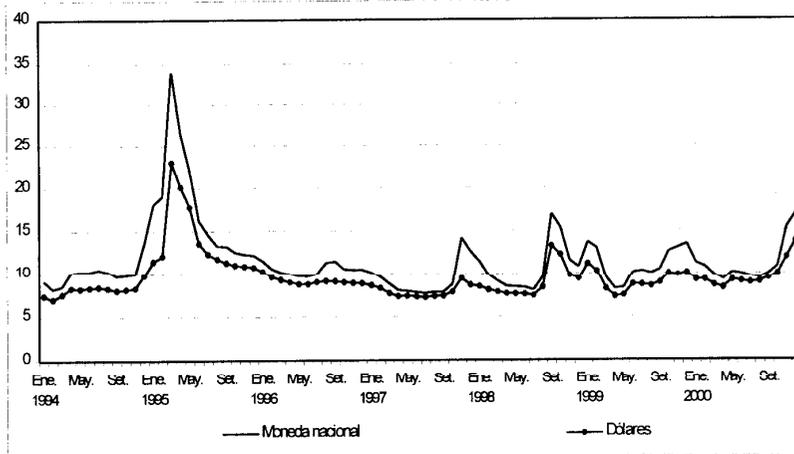
FUENTE: sobre la base de Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, *Indicadores Macroeconómicos de la Argentina*, varios números.

A diferencia del sistema de plena dolarización, en el régimen de la convertibilidad coexisten activos y pasivos bancarios en dos monedas de curso legal (pesos y dólares), con tasas de interés diferenciadas. Los gráficos 8 y 9 permiten comparar la evolución de esas tasas. En el caso de los préstamos a empresas de primera línea, se constata que las tasas en pesos son siempre superiores a las tasas en dólares; ese diferencial puede atribuirse a un riesgo cambiario. Sus valores son generalmente reducidos (entre 0.5% y 2%), pero se incrementan en situaciones de

crisis, como en 1995 (crisis originada en México), octubre de 1997 (crisis asiática), septiembre de 1998 (crisis rusa), principios de 1999 (devaluación brasileña) y septiembre de 1999 (moratoria ecuatoriana). Esta recapitulación muestra nuevamente el grado de vulnerabilidad de la economía argentina frente a las turbulencias financieras externas. No obstante, hay una creciente incidencia de las dificultades internas, especialmente a partir de 1999 (déficit fiscales crecientes, cambio de gobierno, elevada carga de la deuda externa, riesgo de *default*). Ahora bien, parece claro que si bien el riesgo cambiario puede ser el factor determinante del diferencial entre las tasas de interés en pesos y dólares, no es el elemento principal que explica el costo del crédito. De hecho, en cada uno de los episodios mencionados, la tasa de interés de los préstamos en dólares también aumenta, lo que indica un incremento del riesgo crediticio, independientemente de la moneda en que esté expresado el crédito. También cabe notar que, una vez absorbido el efecto de la crisis mexicana, no hay una tendencia a la reducción de las tasas de interés, ni en dólares, ni en pesos.

Gráfico No. 8

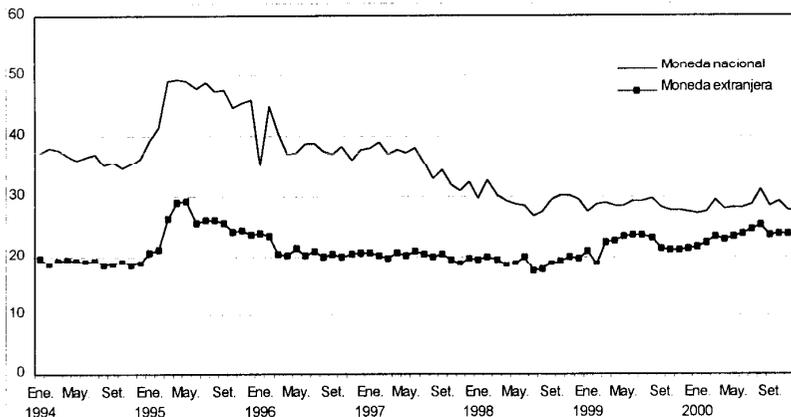
Tasas de interés sobre préstamos a 30 días a empresas de primera línea, en pesos y dólares
(tasas mensuales anualizadas, en porcentajes)



FUENTE: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*, varios números.

Gráfico No. 9

Tasas sobre préstamos personales hasta 180 días, en pesos y en dólares
(tasas mensuales anualizadas, en porcentajes)



FUENTE: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*, varios números.

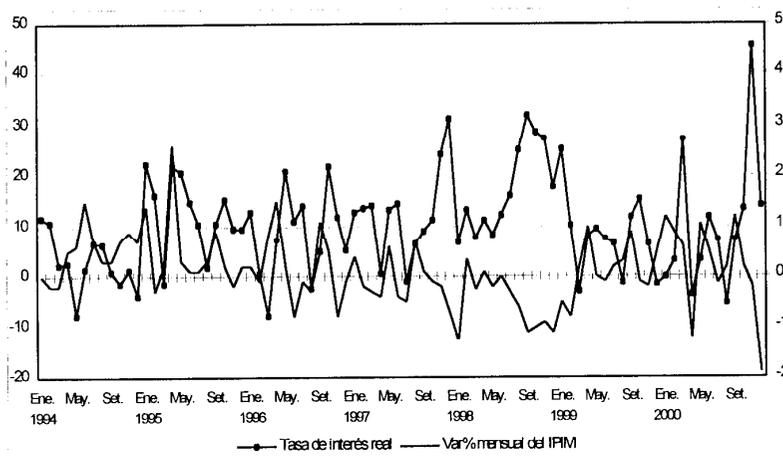
Un mercado diferente es el de préstamos personales (gráfico 9). En éste, se parte de un diferencial de tasas muy elevado, que va disminuyendo paulatinamente. Tal diferencial puede deberse no solamente a un riesgo de devaluación, sino que estaría mostrando una mayor dificultad que tendrían los particulares para acceder a créditos en dólares a plazos relativamente largos,¹⁰ y al crédito externo directo, a diferencia de las empresas de primera línea. Ahora bien, es notable la persistencia de altos niveles de las tasas de interés, que se estabilizan en torno a 30% anual en los préstamos en pesos, y tiende a subir por encima de 20% en las operaciones en dólares. En síntesis, es posible que la percepción de riesgo cambiario haya ido cediendo con el tiempo, sin que ello se refleje en una disminución general y sostenida de las tasas de interés; otros factores pueden estar provocando un aumento del riesgo crediticio, factores vinculados al desempeño general de la economía: problemas de desempleo, de crecimiento, situación de balanza de pagos, etc.

¹⁰ En créditos a menos de 90 días, ese diferencial se reduce muy considerablemente.

Consideremos, por último, la tasa de interés real que pagan las empresas de primera línea (gráfico 10). En ese gráfico se toma la serie mensual de la tasa sobre préstamos en pesos del gráfico 8, y se la deflacta por la variación del índice de precios mayoristas del mes siguiente (se trata pues de una tasa de interés real *ex post*). Los valores mensuales de la tasa de interés real (escala de la izquierda) están anualizados.

Gráfico No. 10

Tasa de interés real sobre préstamos a 30 días a empresas de primera línea, en pesos y variación del índice de precios mayoristas
(tasas de interés mensuales anualizadas, y tasas de variación de IPM mensuales)



FUENTE: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, *Boletín Estadístico*, varios números, y de INDEC.

Naturalmente, para poder examinar la situación concreta de distintas empresas y sectores, habría que considerar los precios de los productos específicos, y no un índice general.¹¹ Sin embargo, la serie del gráfico 10 muestra un orden de magnitud que puede alcanzar el costo real del crédito a las empresas en un marco deflacionario. Poco acostumbrados a enfrentar en América Latina este tipo de situaciones, no se le presta siempre la debida atención a las complicaciones que

¹¹ Esto es particularmente relevante considerando que el IPM del año 2000 se vio muy influido por el crecimiento del precio de un solo rubro, el de los refinados del petróleo.

pueden surgir de ellas.¹² Una deflación implica, *ceteris paribus*, un mayor costo real del servicio de las deudas y de otros compromisos pactados en valores nominales (como los alquileres). Si los intereses nominales bajaran, en consonancia con la menor inflación (o la deflación), los prestatarios podrían evitar en gran medida el costo extra, dado que gran parte de la deuda es de corto plazo o a interés variable. Sin embargo, no se comprueba tal reducción de intereses nominales, que por el contrario tienden a aumentar, como vimos, en episodios de crisis. Ahora bien, las disminuciones de precios se producen justamente en situaciones recesivas, y son causadas en gran parte por la insuficiencia de la demanda interna. Por consiguiente, puede configurarse una situación en la que las empresas deben enfrentar simultáneamente una caída de ventas, una disminución de sus precios, y una subida de la tasa nominal de interés, todo lo cual puede llevar a tasas reales superiores a 30% anual en el segmento más barato del crédito.¹³

De este modo, se ha configurado un marco en el cual las tasas de interés nominales parecen haber alcanzado un piso, las tasas de interés reales son bastante volátiles y pueden alcanzar niveles muy elevados, y existe una alta sensibilidad hacia las turbulencias financieras externas. Este marco puede llevar a situaciones en las que se combinan factores externos e internos para aumentar el riesgo crediticio, que no se limita así al solo riesgo de una devaluación. Las tasas de interés no son independientes de los factores internos y del desempeño económico nacional, que determinan los riesgos crediticios en el país. Aún eliminando el riesgo cambiario, como en gran medida se ha logrado en la Argentina, el riesgo crediticio y la tasa de interés real pueden mantenerse elevados, y aun aumentar.

El marco se puede complicar con la evolución del “riesgo-país”, habitualmente medido por los *spreads* de la deuda argentina. Esos *spreads* pueden reflejar en parte, una percepción de los mercados financieros internacionales hacia los mercados emergentes en general, pero crecientemente están siendo determinados por la situación argentina y sus dificultades percibidas para cumplir con los pagos comprometidos. A fines de 2000, antes de anunciarse el paquete de ayuda financiera, llegó a superar los 1000 puntos base.

Los factores internos son así los que explican en gran parte el riesgo crediticio, y a ellos tienden a sumarse factores externos, ya que con el régimen de convertibilidad, el detonador de las recesiones ha sido justamente la aparición de dificultades en el financiamiento externo.

¹² Para un análisis clásico de tales situaciones, véase Irving Fisher, “The debt deflation theory of great depression”, *Econometrica* 1, octubre de 1933.

¹³ Otras líneas de financiamiento, tales como los adelantos en cuenta corriente en pesos, no ha bajado de 30% anual, duplicando o triplicando los valores aquí considerados.

En Ecuador, todavía es difícil predecir lo que ocurrirá con la evolución de las tasas de interés, dado que actualmente se fijan tasas de interés máximas de acuerdo a una fórmula definida por ley. También se ha prohibido la indexación de activos y pasivos bancarios. Durante el primer año del proceso de dolarización, las tasas de interés reales han sido fuertemente negativas, tanto para las captaciones bancarias como para las colocaciones, pese a ser bastante elevadas en términos nominales (alrededor de 20%). Esto indicaría que aún no están dadas las condiciones para esperar que las tasas de interés caigan espontáneamente a niveles cercanos a los internacionales. La experiencia argentina sugiere que el proceso de reducción de tasas puede ser largo y que puede alcanzar un "piso" bastante superior a las tasas externas. Por otra parte, se ha mantenido una considerable segmentación del crédito, con tasas muy distintas según los plazos y los agentes demandantes de crédito.

2. El funcionamiento del sistema bancario

La convertibilidad y la dolarización se diferencian de otros regímenes de tipo de cambio fijo al imponer reglas rígidas a la emisión monetaria: con la convertibilidad, la base monetaria no puede superar el monto de las reservas internacionales (al tipo de cambio establecido e inamovible, salvo con una nueva ley); con la dolarización, se prohíbe la emisión de la moneda nacional, excepto moneda divisionaria, que en todo caso debe estar respaldada por reservas internacionales del Banco Central. Tal situación no le quita al Banco Central su responsabilidad de reglamentar al sistema bancario; tampoco elimina totalmente la posibilidad de tener una política monetaria, o de gestión de la liquidez del sistema bancario, pero limita los instrumentos de que dispone a ese efecto. De hecho, la liquidez de la economía pasa a depender, esencialmente, de la entrada de divisas.

Se ha trazado un paralelo entre la convertibilidad y la dolarización, por una parte, y el mecanismo teórico del patrón-oro, por el otro: si hay acumulación de reservas, se expandirá el crédito y bajará la tasa de interés, lo cual significará un mayor nivel de actividad. En la medida en que se pase a tener un déficit externo (como consecuencia, por ejemplo, de la propia expansión de la actividad, que normalmente lleva a un crecimiento más que proporcional de las importaciones), se tendría el efecto inverso: la pérdida de reservas retraerá la liquidez del sistema bancario, se contraerá el crédito, subirá la tasa de interés y decaerá la actividad económica. La menor demanda de importaciones, por una parte, y el ingreso de capitales atraídos por la mayor tasa de interés, reequilibrarán la balanza de pagos, y se podrá pasar a una fase de recuperación. Este vínculo entre balanza de pagos y situación de liquidez entrañaría entonces una tendencia a que se produzcan ciclos económicos, pero también brindaría un mecanismo automático de ajuste.

La existencia de un ajuste automático, de ser real, garantizaría la continuidad del sistema, al tiempo que le restaría importancia a las limitaciones que la convertibilidad y la dolarización ponen a una política monetaria del Banco Central. Pero si no hubiera, en la práctica, tal ajuste automático, se plantearía la necesidad de una acción del Banco Central, que debería entonces contar con instrumentos adecuados para prevenir o enfrentar una crisis.

¿Qué se puede extraer de la experiencia argentina, al respecto? Para analizar esa experiencia, conviene distinguir los períodos de acumulación y los de disminución de reservas, ya que muestran una notable asimetría. A tal efecto, distinguiremos entre la primera etapa de expansión, entre 1991 y 1994, y la etapa de crisis, entre noviembre de 1994 y abril-mayo de 1995.¹⁴

Durante ese primer período, la desinflación que trajo el programa de convertibilidad, combinada con la abundante oferta de capitales extranjeros, permitió una rápida remonetización, que llevó el coeficiente de liquidez de 5.4% en 1990 a 17% del PIB en 1994. El flujo de capitales externos permitió una acumulación apreciable de reservas internacionales, pese al aumento explosivo de las importaciones de bienes y servicios (6 400 millones en 1990, 18 200 en 1992, 25 100 en 1994) que convirtió el fuerte excedente de 1990 en la balanza comercial en un déficit creciente a partir de 1992.

Junto a las reservas aumentó la base monetaria y, con ella, la liquidez de los intermediarios financieros. Pudo entonces ampliarse la provisión de crédito al sector privado, aprovechando tanto la mayor capacidad crediticia del sistema bancario como los bajos niveles de endeudamiento iniciales de muchas empresas y familias. Por último, la creación de moneda bancaria se reflejó en un aumento de los depósitos. Esta expansión crediticia y monetaria se refleja en los balances del Banco Central, de las entidades financieras y del sector privado no bancario, entre abril de 1991, cuando empieza la convertibilidad, y noviembre de 1994, en vísperas de la crisis mexicana (cuadros 2, 3 y 4).

¹⁴ Los párrafos siguientes se apoyan en Alfredo F. Calcagno, "El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en la Argentina", *Revista de la CEPAL* n° 61, abril de 1997. Allí se examinan las etapas de expansión y crisis, así como sus consecuencias, con un detalle mayor al que podemos aspirar en esta ponencia.

Cuadro No. 2

**Argentina: Variación de saldos en el balance del Banco Central
entre abril de 1991 y noviembre de 1994**
(Millones de pesos)

| Activo | | Pasivo | |
|----------------------------------|--------------|--|--------------|
| Activos sobre el exterior | 13403 | Obligaciones con organismos internacionales | -867 |
| Financiamiento al gobierno | 2560 | Depósitos oficiales | 453 |
| Créditos a entidades financieras | 2439 | Cuentas varias | 8760 |
| | | Circulación monetaria fuera del sistema financiero | 6311 |
| | | Circulación monetaria en entidades financieras | 1051 |
| | | Depósitos de entidades financieras | 2695 |
| Total | 18402 | Total | 18402 |

FUENTE: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico*, varios números.

Cuadro No. 3

**Argentina: Variación de saldos en el balance consolidado de las entidades
financieras (a) entre abril de 1991 y noviembre de 1994**
(Millones de pesos)

| Activo | | Pasivo | |
|---------------------------------------|--------------|--|--------------|
| Efectivo | 1051 | Créditos externos netos | 1583 |
| Cuenta corriente en el Banco Central | 3051 | Depósitos oficiales | 4951 |
| Préstamos y valores sector oficial | 2439 | Depósitos privados a la vista en pesos | 3254 |
| Préstamos y valores privados en pesos | 13382 | Depósitos privados a plazo en pesos | 10713 |
| Préstamos a privados en dólares | 20679 | Depósitos privados en dólares | 16922 |
| Otras cuentas del activo | 8054 | Obligaciones con el Banco Central | 4862 |
| | | Otras cuentas del pasivo | -1063 |
| | | Capital y reservas | 5946 |
| Total | 47120 | Total | 47120 |

FUENTE: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico*, varios números.

- (a) Comprende a los bancos y cajas de ahorro, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles y cajas de crédito.

Cuadro No. 4

Argentina: Variación de saldos de algunos rubros del balance consolidado del sector privado no financiero, entre abril de 1991 y noviembre de 1994
(Millones de pesos)

| Activo | | Pasivo | |
|--|--------------|-------------------------------|--------------|
| Circulante | 6311 | Créditos bancarios en pesos | 13382 |
| Depósitos bancarios a la vista | 3254 | Créditos bancarios en dólares | 20679 |
| Depósitos bancarios a plazo en pesos | 10713 | | |
| Depósitos bancarios a plazo en dólares | 16922 | | |
| Total | 37199 | Total | 34061 |

FUENTE: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico*, varios números.

Los balances bancarios muestran una expansión cuantitativa importante, que significaron un crecimiento de 57% en el activo y el pasivo del Banco Central, y de 123% en los de las entidades financieras. En esta expansión, tuvieron un destacado papel las operaciones en moneda extranjera. En el balance del Banco Central, la acumulación de reservas internacionales corresponde a 73% del crecimiento de los activos. Para las entidades financieras, los préstamos en dólares representan 59% del aumento de los préstamos totales (incluso la compra de títulos valores), en tanto el incremento de los depósitos en moneda extranjera representa 55% del aumento total de los depósitos privados (otro 35% corresponde al aumento de los depósitos a plazo en moneda nacional, y 10% al incremento de los saldos en cuenta corriente). La entrada de capitales extranjeros de corto plazo ha sido determinante en esta evolución.

El proceso de remonetización registrado entre 1991 y 1994 puede observarse en los activos del sector privado no financiero (cuadro 4), que aumenta su demanda de M1 (circulante y depósitos bancarios a la vista) y de M3 (M1 más los depósitos bancarios a plazo, en pesos y en dólares). El cuadro 4 contabiliza la variación de sólo algunos rubros de los balances de los agentes privados no financieros (aquellos que son la contraparte del sistema financiero local) y por lo tanto no presenta un equilibrio contable. Sin embargo, se advierte que, a grandes rasgos, los aumentos de los activos monetarios y de los pasivos bancarios son del mismo orden de magnitud: se trata de un proceso que está canalizado por el sistema financiero local. Más aún, el que los activos considerados aumenten algo más que los pasivos sugiere que los agentes privados no financieros han aumentado sus pasivos externos, o disminuido sus activos en el exterior (es decir, han repatriado capitales).

Se comprueba así, durante la etapa de entrada de divisas, una expansión monetaria y crediticia que corrobora lo anunciado por el mecanismo teórico. Revisemos ahora qué ocurrió al sobrevenir una salida de divisas. Analicemos los balances de los distintos agentes durante los primeros meses de la crisis desencadenada en México, esto es, comparando los saldos de noviembre de 1994 y abril de 1995 (cuadros 5, 6 y 7).

Cuadro No. 5

**Argentina: Variación de saldos en el balance del Banco Central
entre noviembre de 1994 y abril de 1995**
(Millones de pesos)

| ACTIVO | | PASIVO | |
|----------------------------------|--------------|--|--------------|
| Activos sobre el exterior | -2706 | Obligaciones con organismos internacionales | 1909 |
| Financiamiento al gobierno | -1786 | Depósitos oficiales | 60 |
| Créditos a entidades financieras | 2063 | Cuentas varias | -3512 |
| | | Circulación monetaria fuera del sistema financiero | 367 |
| | | Circulación monetaria en entidades financieras | -572 |
| | | Depósitos de entidades financieras | -681 |
| Total | -2429 | Total | -2429 |

FUENTE: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico*, varios números.

Cuadro No. 6

**Argentina: Variación de saldos en el balance consolidado de las entidades
financieras (a), entre noviembre de 1994 y abril de 1995**
(Millones de pesos)

| Activo | | Pasivo | |
|--|--------------|--|--------------|
| Efectivo | -565 | Créditos externos netos | 1581 |
| Cuenta corriente en el B.C. | -750 | Depósitos oficiales | -317 |
| Préstamos y valores sector oficial | -475 | Depósitos privados a la vista en pesos | -170 |
| Préstamos y valores privados, en pesos | -1309 | Depósitos privados a plazo en pesos | -3829 |
| Préstamos a privados en dólares | 989 | Depósitos privados en dólares | -2622 |
| Otras cuentas del activo | -1870 | Obligaciones con el Banco Central | 1778 |
| | | Otras cuentas del pasivo | -869 |
| | | Capital y reservas | 464 |
| Total | -3980 | Total | -3980 |

FUENTE: Sobre la base de Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico*, varios números.

- (a) Comprende los bancos y cajas de ahorro, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles y las cajas de crédito.

Cuadro No. 7

Argentina: Variación de saldos de algunos rubros del balance consolidado del sector privado no financiero, entre noviembre de 1994 y abril de 1995
(en millones de pesos)

| Activo | | Pasivo | |
|--|--------------|-------------------------------|-------------|
| Circulante | 367 | Créditos bancarios en pesos | -1309 |
| Depósitos bancarios a la vista | -170 | Créditos bancarios en dólares | 989 |
| Depósitos bancarios a plazo en pesos | -3829 | | |
| Depósitos bancarios a plazo en dólares | -2622 | | |
| Total | -6254 | Total | -320 |

FUENTE: Banco Central de la República Argentina, Gerencia de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico*, varios números.

El cuadro 5 muestra la reducción de reservas internacionales (-2 706 millones), netamente superior a la contracción de la base monetaria (-886 millones). La pérdida de reservas fue muy intensa entre fines de diciembre y fines de marzo: -5 832 millones de pesos o dólares, es decir, 36.3% del saldo a fines de 1994. En abril de 1995 se empezó a recibir apoyo financiero externo de organismos multilaterales (+1 909), pero aún se mantenía la salida de depósitos desde el sistema bancario y la demanda neta de dólares por parte de los particulares. Esa pérdida de depósitos se mantuvo hasta que las elecciones de mediados de mayo (en las que se reeligió al gobierno saliente) despejaron las incógnitas políticas que se agregaban a la incertidumbre económica.

Los cuadros 6 y 7 muestran la disminución de los depósitos bancarios. Esa reducción afectó a todas las clases de depósitos, pero de manera muy desigual. Los depósitos oficiales y los depósitos privados a la vista disminuyeron relativamente poco (-312 y -170 millones de pesos, lo que representa disminuciones de -4.5% y -4.1%, respectivamente), pero los depósitos a plazo cayeron mucho más: -26.6% para los depósitos en pesos, -12.5% para los denominados en moneda extranjera, totalizando casi 6 500 millones de pesos. Las diferentes tasas de disminución de los depósitos privados (en dólares o pesos) muestran la existencia de un riesgo cambiario; pero el que cayeran los depósitos en dólares, pese al trasvasamiento a dólares de una parte de los depósitos en pesos, muestra que también existió un riesgo bancario. Dicho de otro modo, el hecho de que disminuyeran todos los depósitos (cualquiera fuera la moneda en la que estaban pactados) es señal de que existía desconfianza no sólo sobre la estabilidad cambiaria, sino también hacia la solvencia del sistema financiero.

Se comprueba también que la consiguiente presión sobre las reservas internacionales tuvo su origen en los depósitos a plazo, que disminuyen fuertemente, y

no en M1, cuyo saldo quedó estable (en efecto, la leve disminución de los depósitos a la vista fue compensada por un ligero aumento del circulante fuera del sistema financiero), y mucho menos en la base monetaria. Este punto es importante desde el punto de vista conceptual, ya que el compromiso de la convertibilidad según el cual el valor de la base monetaria no puede exceder al de las reservas internacionales no quiere decir que toda la moneda susceptible de querer cambiarse a dólares (que es M3, no la base monetaria) esté “respaldada”.

Para enfrentar la disminución de sus depósitos, las entidades financieras debieron recurrir a sus disponibilidades, tanto en pesos como en divisas. Se utilizaron saldos de efectivo y reservas en el Banco Central, y también cayeron (de 3 000 a 1 400 millones de dólares) las reservas sobre los depósitos en dólares, constituidas principalmente por depósitos en la sucursal de Nueva York del Banco de la Nación Argentina y en otros bancos extranjeros. En el cuadro 6 se observa que esa disminución coincide con el aumento de un rubro del pasivo (créditos externos netos) de los bancos. El uso de los recursos líquidos propios, sin embargo, resultaba insuficiente para responder a la demanda de devolución de depósitos, aunque era excesivo en lo que hace a la obligación de mantener los encajes legales mínimos. El ajuste automático habría llevado a un proceso de deflación de créditos y, probablemente, a una caída en cadena de numerosos bancos y empresas. No hubo tal ajuste. Así, en el cuadro 6 se observa que frente a una caída de unos 7 000 millones de pesos en los depósitos bancarios entre fines de noviembre de 1994 y fines de abril de 1995, el saldo global de los créditos al sector privado (sumando los créditos en pesos y en dólares) solamente disminuyó en 320 millones. Las razones pueden ser múltiples: algunos créditos no eran inmediatamente exigibles, y muchos que sí lo eran (por ejemplo, créditos de corto plazo renovables para el capital de trabajo de las empresas) no pudieron ser cobrados en plena crisis económica. Estas falencias frecuentemente no se hacen públicas, y dan lugar a renovaciones forzosas de los créditos.

Transponiendo los movimientos bancarios al balance consolidado del sector privado no financiero (cuadro 7), se observa la desproporción entre la fuerte reducción del activo (depósitos bancarios y circulante) y la escasa disminución del pasivo (deudas con los bancos). La contrapartida de esa reducción del activo debe buscarse fuera del sistema financiero local, en la constitución de activos en divisas en el exterior o “bajo el colchón”. Nótese, por otra parte, que la masa monetaria M1 (circulante y cuentas a la vista) en poder del sector privado no financiero no disminuye (en realidad, aumenta levemente). Es decir, fueron los saldos de los depósitos a plazo, no la moneda usada para las transacciones (parte de la cual es base monetaria) la que se utilizó para adquirir dólares.

No hubo, pues, ajuste automático para enfrentar la disminución de los depósitos bancarios. Hubo una fuerte intervención -por acción y por omisión- del Banco Central. Por una parte, redujo considerablemente el requisito de encajes mínimos. Es así como

los porcentajes de reservas obligatorias sobre los depósitos en cuentas corrientes y depósitos de ahorro común cayeron de 43% en diciembre de 1994 a 33% entre enero y julio, y a 20% en agosto. Los encajes sobre los depósitos a plazo fijo (tanto en dólares como en pesos) eran de 3% en diciembre; cayeron a 1% en enero-febrero, subieron a 2% luego, para desaparecer en agosto de 1995.¹⁵ Por añadidura, el Banco Central cobró a las entidades que no conseguían cumplir con los requisitos de encajes tasas de interés sobre el faltante muy inferiores a las que en ese momento se pedían en el mercado interbancario, y permitió contabilizar los fondos disponibles en la caja de los bancos para la constitución de hasta un 50% de los efectivos mínimos.

Estas medidas resultaron insuficientes. Apremiados por la iliquidez, los bancos procuraron cobrar los créditos concedidos y vender o ceder en garantía sus títulos públicos. Ambos rubros del activo disminuyeron, como se observa en el cuadro 6. Pero no resulta sencillo para un banco cobrarles a empresas en plena contracción de sus ventas, del nivel general de actividad y de la oferta crediticia, y en cambio las consecuencias sobre la economía de una -aun incipiente- deflación de los créditos resulta sumamente costosa.¹⁶ En esa situación se fue reinstuyendo progresivamente la función de prestamista en última instancia del Banco Central que había quedado fuertemente limitada -aunque no totalmente abolida- en el régimen monetario vigente.

En un primer momento, se alentó desde la autoridad monetaria el funcionamiento de una red de seguridad de los bancos privados, por la cual los bancos con mayor liquidez comprarían su cartera a los más necesitados. Sin embargo, los abusos en las tasas de descuento aplicadas sobre buenas carteras llevaron a establecer una nueva red de seguridad a través del Banco de la Nación (estatal). El Banco Central creó a tal efecto un depósito indisponible por el 2% del monto total de los depósitos existentes al 30 de noviembre de 1994, debiendo integrarse en la cuenta que el Banco Central mantiene en el Banco de la Nación. Sobre esta base, el Banco de la Nación podía

¹⁵ A partir de noviembre de 1995 se reemplazó el sistema de encajes no remunerados por el de "requisitos mínimos de liquidez" sobre el total de los pasivos, que se pueden constituir con instrumentos financieros remunerados, que pueden ser internos (Letras de Liquidez Bancaria emitidas por el Gobierno Nacional o pases pasivos del Banco Central) o externos (en una cuenta del Deutsche Bank de Nueva York, bonos de gobiernos de la OECD, etc.). Los requisitos variaban entre 0 y 15% según los plazos de vencimiento de los distintos pasivos bancarios. Luego fueron subiendo, hasta ubicarse en la actualidad en un valor uniforme de 20%, con la excepción de los plazos fijos en pesos a más de 90 días (15%).

¹⁶ "Los problemas de iliquidez [de los bancos] derivaron en la casi total desaparición del crédito privado. Las entidades renovaban préstamos a plazos entre uno y siete días, a tasas que alcanzaron un 70% anual en pesos y un 55% en dólares. Esas tasas se llegaron a incrementar hasta 10 puntos porcentuales en entidades que, ante la necesidad de fondos para cubrir pasivos, presionaban de esa forma a sus clientes para que cancelaran sus acreencias. ...Las Pymes, que el año pasado obtenían crédito a tasas no menores a 4% mensual, tuvieron que renegociar sus deudas a tasas no menores de un 8-9% mensual, mientras que prácticamente no tuvieron acceso a nuevas líneas de crédito". Véase FIEL, *Indicadores de coyuntura*, n° 343, Buenos Aires, marzo de 1995.

auxiliar a las entidades ilíquidas mediante la compra de algunas de sus carteras crediticias. El monto de esa asistencia durante el primer trimestre de 1995 alcanzó a 982 millones de pesos.¹⁷ Finalmente, el 1° de marzo, a través de un decreto, se reformó la ley 24 144 que establece la carta orgánica del Banco Central. Con esta reforma se facilitó el otorgamiento por el Banco Central de “adelantos por iliquidez transitoria” a las entidades, eliminando condicionamientos en plazos y garantías, que quedaron a discreción del Banco Central. Este también fue facultado a ceder o vender a las entidades que tuvieran excedentes de liquidez, los créditos que hubiera adquirido de las entidades ilíquidas. El Banco Central asumía así directamente el manejo de la red de seguridad bancaria; si a esto se le agrega la importante inyección de liquidez al sistema bancario a través de sus operatorias de pases con títulos públicos,¹⁸ vemos que en marzo de 1995 el Banco Central había retomado, en gran medida, sus funciones de prestamista en última instancia. En mayo de 1995, el sistema financiero había recibido cerca de 3 500 millones de pesos, por concepto de redescuentos y pases otorgados por el Banco Central. Ese monto equivalía a un 50% de los depósitos perdidos desde fines de noviembre de 1994.

La historia del redescubrimiento de la importancia de un prestamista en última instancia no termina allí. A fines de marzo, se anunció la formación de un Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria, cuyo financiamiento (unos 2 600 millones de dólares) se basaría en préstamos del Banco Mundial y en la colocación de un “bono argentino” suscrito por entidades financieras locales y bancos extranjeros (unos 1 000 millones de dólares cada grupo).¹⁹ Este Fondo debía facilitar y financiar parcialmente la capitalización, reestructuración o venta de entidades financieras con problemas. Paralelamente, se anunció la conformación del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial, destinado a apoyar la privatización de bancos provinciales. Se financiaría con la caución de acciones de YPF en manos del Estado (1 300 millones de dólares), y préstamos del BID (750 millones de dólares) y del Banco Mundial (500 millones de dólares). Por último, en diciembre de 1996 se concretó un acuerdo con trece bancos internacionales liderados por el Chase Manhattan, en torno a un crédito contingente por hasta 6 100 millones de dólares que estaría disponible “en caso de que existiera una desconfianza generalizada sobre el sistema financiero argentino o que el sistema requiriera una liquidez internacional adicional además de los fondos de que ya

¹⁷ Véase FIEL, *Indicadores de coyuntura* n° 342, Buenos Aires, febrero de 1995, págs. 16 y 17, y FIEL, *Indicadores de coyuntura*, n° 345, junio de 1995, pág. 17.

¹⁸ Esas operaciones de pase consistían en la compra de títulos al contado y una simultánea venta a futuro.

¹⁹ Véase FIEL, *Indicadores de coyuntura* n° 344, abril de 1995, p. 18.

disponen los bancos”.²⁰ En tal caso, los bancos extenderán automáticamente una línea de crédito al solo requerimiento del Banco Central, contra la garantía de títulos argentinos. El costo de este programa es compartido por el Banco Central y los bancos que quieran tener acceso a ese financiamiento, y asciende a una tasa de compromiso (cerca de 0.6%) mientras no se usen los fondos, y a LIBOR más 2.2% en caso de utilizar la línea.

La intervención del Banco Central para enfrentar la crisis bancaria también se orientó a frenar la salida de los depósitos. Por una parte, volvió a instaurar una garantía oficial de los depósitos que había sido abolida en ocasión de la reforma de la carta orgánica del Banco Central de 1992. Por la otra, toleró pasivamente la suspensión *de facto* de la restitución de depósitos por parte de numerosas entidades financieras.²¹ Según la jerga del medio financiero, esas entidades “se sentaron” sobre los depósitos, y simplemente disponían reprogramaciones forzosas de los vencimientos de los plazos fijos, o bien establecían montos máximos para los retiros. Esta permisividad por parte del Banco Central permitió la subsistencia de entidades que técnicamente habían caído en insolvencia. Con la Comunicación A 2319 del 21 de marzo, el Banco Central fue más allá en esta táctica de transferir los problemas de los bancos a sus clientes. A partir de ese momento, en lugar de excluir de la cámara compensadora a la entidad que no dispusiera de liquidez para saldar (en moneda central) los pagos debidos a otras entidades, se dispuso rechazar el cheque emitido por el agente no financiero, aun cuando la cuenta sobre la que fue girado tuviera fondos.

De este modo, por acción y por omisión, el Banco Central influyó decisivamente para controlar la crisis bancaria y evitar el cierre de varias entidades. Como se comprobaría después, el objetivo de las autoridades era evitar una caída en cadena que alimentara la corrida bancaria, y no el de preservar durablemente a todas esas entidades. Por el contrario, se propusieron obrar (y así lo anunciaron inequívocamente)

²⁰ Declaraciones del ministro de economía Roque Fernández, del 20 de diciembre de 1996.

²¹ La permisividad oficial fue explícita. A la pregunta “Un banco que no devuelve los depósitos ¿puede no ser suspendido?”, el presidente del Banco Central (y luego, Ministro de Economía) Roque Fernández respondió: “Así es. La ley en ningún lado obliga a suspender al banco que pueda tener un problema puntual” (reportaje publicado en *Ambito Financiero* del 17 de abril de 1995, pág. 25). De este modo, así como en ocasión del Plan Bonex (que canjeó depósitos a plazo fijo por títulos públicos a 5 años), ciertos depósitos perdieron súbitamente su liquidez. La diferencia entre los dos episodios radica en que en el segundo, esta medida no fue general, y provino más de una práctica tolerada que de una resolución formal. ¿Se hubiera ido más allá de haberse prolongado la salida de los depósitos y la reducción de las reservas? La posibilidad fue reiteradamente desmentida, pero entre muchos depositantes existió el temor de que el gobierno echara mano a un “Plan Bonex II”.

en favor de una mayor concentración del sistema bancario.²² En los años que siguieron, se asistió a una creciente extranjerización de la banca, que contó con la aprobación del Banco Central. Así, la participación de los bancos extranjeros, medida como porcentaje de los depósitos captados, pasó de 16% en noviembre de 1994 (un nivel similar al que había prevalecido desde los años 60), a 21% en noviembre de 1995, y a 48% en octubre de 2000.

La pérdida de reservas se detuvo con el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional; en abril de 1995, éste depositó 1.640 millones de dólares, y comprometió otros 1.200 a desembolsar en varias cuotas. Aunque los montos comprometidos fueron mucho menores que los que se dedicaron al rescate de México, permitieron un cambio de las expectativas y una recuperación en las cotizaciones de los mercados de capitales, que venían cuesta abajo desde diciembre de 1994 (de hecho, la tendencia a la baja de la bolsa de comercio comenzó en el primer trimestre de aquel año, con la elevación de la tasa de interés de los Estados Unidos). La salida de depósitos bancarios se mantuvo un tiempo más, aproximadamente hasta las elecciones presidenciales de mayo de 1995.

El recurso al financiamiento externo por parte del gobierno nacional y del Banco Central fue un factor decisivo para contener la crisis cambiaria en su momento más agudo y luego recomponer las reservas internacionales y remonetizar la economía. Es así como durante los tres últimos trimestres de 1995, el Banco Central aumentó su endeudamiento externo en 1.930 millones de dólares (debido esencialmente a los ya mencionados desembolsos del FMI), mientras el gobierno nacional lo hizo en 5.360 millones (básicamente por colocación de títulos y desembolsos de organismos multilaterales), pese a que amortizó préstamos por 2.300 millones de dólares. El gobierno nacional también recibió, en la segunda mitad del año, casi mil millones de dólares por privatizaciones. Estos 8.300 millones de dólares pueden compararse con el incremento de las reservas internacionales del Banco Central, que se elevaron de unos 10.000 millones de dólares a fines de marzo de 1995, a casi 16.000 millones a fines de diciembre.

²² La afirmación del Ministro de Economía según la cual en el sistema financiero “sobran cien entidades” (la mitad de las entonces existentes) no contribuyó a tranquilizar a los depositantes. El ministro precisó entonces su pensamiento, mostrando que en medio de la crisis no perdía de vista sus objetivos de largo plazo: “hay demasiados bancos, pero esto no significa que haya bancos que tengan que desaparecer por quiebra. Tienen que ser absorbidos por otros bancos más grandes o se tienen que fusionar entre ellos. Y tiene que haber un proceso que deje un menor número de entidades, pero más fuertes y, sobre todo, con menores costos operativos. Esto es un proceso que se ha empezado a dar, nosotros lo vamos a apoyar mucho.” Véase *Ambito Financiero* del 3 de febrero de 1995, p. 2.

Este episodio desmintió varias afirmaciones del mecanismo teórico: no es cierto que la reducción de reservas se refleje en una reducción equivalente de base monetaria, que a su vez debía contraer los saldos crediticios: disminuyeron los depósitos y las reservas internacionales, pero prácticamente no cayeron ni la base monetaria ni los créditos. Esto debería llevar a revisar las tesis que afirman que, en la medida en que el Banco Central cuente con reservas equivalentes a la base monetaria, el sistema es invulnerable. Lo que se vio en el caso argentino, al contrario, es que la masa de liquidez que puede querer canjearse por dólares no es la base monetaria, sino un agregado mucho mayor, compuesto esencialmente por depósitos a plazo. Para ellos no hay un completo “respaldo” en dólares. Si realmente se quisieran cambiar por dólares, no habría una dolarización decidida por “el mercado”, sino una crisis del sistema bancario que sería incapaz de restituir depósitos sin el apoyo del Banco Central, lo que querría decir emisión fuera de las normas de la convertibilidad. Si se produce esa emisión, se iría al abandono de la convertibilidad, ya que no alcanzarán las reservas para satisfacer la demanda de dólares. Si no se emite, quebrarán los bancos, y se reequilibrará oferta y demanda de dólares a través de la pérdida de los depósitos no garantizados. El gobierno argentino consiguió *in extremis* evitar ese dilema, en buena medida gracias a un oportuno apoyo externo: en la superación de la crisis, resultó crucial la capacidad de endeudamiento del sector público. Pero es curioso que este episodio quedara como la “prueba” de la invulnerabilidad de la convertibilidad, cuando quedó al descubierto, precisamente, su vulnerabilidad.

¿Esta experiencia es relevante para un sistema enteramente dolarizado? A nuestro entender, lo es en gran medida. La pérdida de depósitos no fue única ni principalmente motorizada por el temor a una devaluación, sino por el riesgo de una caída generalizada del sistema bancario. Es cierto que los depósitos en pesos disminuyeron más que los depósitos en dólares, pero éstos también cayeron sensiblemente (de haber habido sólo un temor de devaluación, deberían haber *aumentado*, tanto como disminuían los depósitos en pesos). La disminución de depósitos, que al canjearse por dólares reducen las reservas, puede ocurrir también en un sistema totalmente dolarizado. También allí es posible que el sistema bancario entre en crisis por no poder devolver depósitos ni respetar encajes técnicos, mucho antes de que se agoten las reservas internacionales con las que el Banco Central podría querer apoyar al sistema bancario.

Una diferencia con la convertibilidad es que un sistema dolarizado carece del margen de maniobra con que contó el sistema argentino, que permitía emitir hasta un 20% de base monetaria por encima de las reservas internacionales *stricto*

sensu.²³ En Argentina ese margen fue enteramente utilizado (y algo más) durante los primeros meses de 1995. Ese margen da una flexibilidad acotada a la emisión de base monetaria, sin vulnerar la letra del compromiso de la convertibilidad. Pero en el régimen de la dolarización, no le es permitido al Banco Central emitir dólares.

Al mismo tiempo, sigue estando entre los deberes del Banco Central del Ecuador el velar por la liquidez del sistema financiero. El desafío para el Banco Central consistiría entonces en cumplir con un mandato legal y enfrentar un potencial problema económico (ya que ni la convertibilidad ni la dolarización garantizan que no se vaya a generar un problema de liquidez en el sistema bancario), sin contar con la potestad de emisión discrecional propia de un prestamista de última instancia.

Pueden abordarse dos líneas de política, complementarias, y de hecho el BCE ha avanzado en esa dirección: por un lado, la adopción de medidas precautorias, que tienen que ver con la capitalización, constitución de encajes o requisitos de liquidez, y manejo cauto en el otorgamiento de crédito; y por otro lado, la preparación de instrumentos para manejar las insuficiencias de liquidez, cuando éstas se presenten.

En cuanto a lo primero, los sistemas de convertibilidad y dolarización parecen ser especialmente vulnerables a un comportamiento procíclico del crédito, que tiende a afectar la calidad de la cartera bancaria: durante la expansión, obtienen crédito algunos agentes o proyectos que, al sobrevenir la contracción (con subida de la tasa de interés y freno de la actividad económica), resultan no ser solventes.²⁴ La función de Superintendencia Bancaria es sin duda muy importante, para evitar la concentración exclusiva del crédito y otros factores de riesgo. Pero también convendría explorar otros mecanismos para controlar una posible tendencia a una

23 Este margen de flexibilidad proviene de una definición inusualmente amplia de las "reservas internacionales": en las reservas computadas como respaldo de la base monetaria, el gobierno incluye el oro, las divisas, las colocaciones realizables, la posición neta con Aladi y *también los títulos públicos argentinos denominados en dólares*, valuados a su precio de mercado, en posesión del Banco Central. En rigor, esos últimos no debieran ser considerados como un componente de las reservas internacionales, independientemente de la moneda en que están denominados, ya que no constituyen activos sobre el extranjero. La particularidad de este componente de las reservas está implícitamente reconocida al disponerse que su participación no podía ir más allá de 20% de las reservas totales.

24 Más generalmente, la experiencia argentina de países que han usado el "ancla cambiaria" ha mostrado que la fijación del tipo de cambio opera (mientras es creíble) como un seguro cambiario para los capitales externos que afluyen masivamente para aprovechar los diferenciales de tasas de interés; tal es la historia de las rápidas monetizaciones impulsadas por la desinflación y los capitales externos, que sobreexpandieron el crédito al sector privado y generaron una cartera que, al cambiar la coyuntura, demostró no ser recuperable (piénsese en los casos de Argentina 1977-80 y 1991-94, Chile 1975-82, México 1987-94, Brasil 1994-97, etc.).

entrada especulativa de capitales de corto plazo y al crecimiento demasiado rápido del crédito, como podría ser una política flexible de encajes fraccionarios.

Una política de encajes, así como la intervención del Banco Central a través de operaciones de reporto, permiten también proveer de liquidez al sistema bancario en situaciones de pérdida de depósitos, como pudo verse en el caso argentino. Asimismo, esa experiencia mostró que la falta de control de la expansión crediticia motorizada por los capitales de corto plazo generó un problema que pudo arrastrar a todo el sistema bancario, y a la propia convertibilidad. Por ello, parecería que, para ser más efectivas, las herramientas con que sigue contando el Banco Central para regular la liquidez deben instrumentarse ya en la etapa expansiva del ciclo crediticio.

Estas observaciones pueden parecer poco pertinentes para el caso de Ecuador, dado que el punto de partida de la dolarización se caracteriza por un sistema bancario que aún está recuperándose de una profunda crisis, con muchas entidades subcapitalizadas. No parece tampoco estarse en presencia de una fuerte entrada de capitales ni de una expansión del crédito en términos reales (los saldos nominales se han recuperado durante 2000, pero su poder de compra ha disminuido sensiblemente debido a la inflación). Sin embargo, puede ser útil considerar, en las primeras etapas de implementación de un nuevo sistema, los desafíos que puede tener que enfrentar en la medida en que precisamente tenga éxito en recuperar la solvencia de su sistema bancario.

No puede olvidarse, por último, la figura del prestamista en última instancia, que en el caso argentino se fue improvisando al calor de la crisis y las urgentes necesidades. En Ecuador, la misma fragilidad de varios bancos le da a esta función una importancia particular. En Argentina, una vez superada esa crisis, se ha ido construyendo un costoso sistema de créditos contingentes y elevados encajes (llamados requisitos de liquidez) que los bancos comerciales deben constituir (en buena medida, en divisas). Asimismo, se ha favorecido la entrada de bancos extranjeros cuyo comportamiento de oferta crediticia es mucho más conservador y que, se supone, podrían acceder a un financiamiento externo en caso de necesidad. La crítica que está recibiendo hoy el sistema bancario argentino ya no se centra en su fragilidad o excesiva provisión de créditos, sino por lo contrario, en la retracción del crédito al sector privado (habiendo capacidad prestable excedente), en la prestatarios. Aquí también, este tipo de problemas puede parecer lejano en Ecuador; sin embargo, es importante tener presente las consecuencias estructurales que sobre

el desarrollo de un país y sobre los agentes incluidos o excluidos de ese desarrollo, puede tener la extranjerización del sistema bancario.²⁵

5. Algunas observaciones finales

En esta ponencia hemos buscado destacar ciertos aspectos de la experiencia argentina de la convertibilidad que pueden ser de interés para el actual proceso de dolarización en Ecuador. El impacto de la convertibilidad sobre el sector externo y el nivel de actividad, la estructura y rigidez de los precios relativos, y el funcionamiento del sistema bancario son aspectos todos que presentaron o siguen presentando serios desafíos a la política económica, y mostrado tanto la vulnerabilidad del sistema como su dificultad para generar o encuadrar un crecimiento sostenido en el largo plazo.

La actual situación del Ecuador y la del entorno internacional muestran muchas diferencias con la situación argentina que prevalecía al inicio de la convertibilidad. No se ha producido aún, como ocurrió en Argentina al lanzarse el plan de Convertibilidad, ni una fuerte afluencia de capitales externos, ni una fuerte expansión de las importaciones, ni una rápida recuperación de la actividad económica; la fijación del tipo de cambio no estabilizó rápidamente los precios, y la estructura de precios relativos aún no se ha definido claramente; y el sistema bancario inicia este proceso en condiciones que le impiden expandir rápidamente el crédito en términos reales. No se está produciendo, por consiguiente, el ciclo crediticio interno y externo que generó serios problemas en Argentina, y que llevó a altos niveles de endeudamiento público y a una difícil situación de balanza de pagos. Pero las razones de estas diferencias son, en parte, que Ecuador encaró la dolarización con niveles ya elevados de deuda pública externa y con problemas de solvencia de su sistema financiero.

25 La distribución del crédito varía fuertemente según el tipo de banco que lo provee. En Argentina, sobre la base de una muestra de 46 bancos privados, se pudo establecer que en 1986 los bancos extranjeros solamente destinaban un 9% de sus créditos a la pequeña y mediana empresa y un 1% a otros pequeños prestatarios. Como punto de comparación, los bancos cooperativos con sede en la Capital Federal destinaban 68% de sus créditos a la pequeña y mediana empresa y 8% a otros pequeños prestatarios, en tanto que para los bancos cooperativos del interior, esos porcentajes fueron 57% y 33%, respectivamente. Los bancos cooperativos fueron los grandes perdedores tras la crisis de 1995, cerrando o siendo absorbidos muchos de ellos. Fuente: elaboraciones propias sobre datos del Banco Central de la República Argentina.

Los aspectos que, en base a la experiencia argentina, parecen merecer especial atención, se refieren al logro de una cuenta corriente de la balanza de pagos que no caiga en déficits prolongados, ya que la dependencia hacia los capitales extranjeros puede conducir a situaciones recesivas prolongadas y/o al colapso del sistema; al establecimiento de precios relativos compatibles con esa situación de balanza de pagos, y con suficiente flexibilidad para absorber al menos parte de los ajustes que sean necesarios; y a un sistema bancario que, por una parte, evite ciclos crediticios demasiado pronunciados, oriente el crédito a la producción de bienes y servicios transables y al apoyo de la reestructuración de las empresas nacionales, y que por la otra, vea su liquidez regulada por el Banco Central, utilizando los instrumentos aún disponibles, tanto en épocas de expansión como de contracción de la oferta de divisas, sin esperar que opere un hipotético mecanismo de ajuste automático. No se trata, como puede verse, de una tarea fácil, y de hecho la Argentina no ha podido realizarla en la medida necesaria para lograr un crecimiento sostenido.

La experiencia argentina plantea, en definitiva, una relación intrincada entre el horizonte de corto plazo y el de largo plazo, que también parece pertinente en el caso de Ecuador. El régimen de convertibilidad argentino se adoptó en una situación de aguda crisis económica y de balanza de pagos. Las fugas de capital llevaban a una rápida desvalorización de la moneda nacional, que a su vez impactaba negativamente sobre la inflación, la liquidez y el sistema bancario. Para romper con este círculo especulativo autoalimentado, se apeló a un cambio en las “reglas del juego” que iba mucho más allá de los clásicos paquetes de ajuste coyuntural que recurrían al anclaje cambiario. Así, para ganar credibilidad en el manejo del corto plazo, se asumieron compromisos que suponen un nuevo modo de funcionamiento de la economía en el largo plazo.

Ahora bien, aunque ese plan tuvo los efectos deseados en el sentido de romper la vorágine especulativa y estabilizar el tipo de cambio y los precios, el nuevo funcionamiento de la economía no ha mostrado ser compatible con un crecimiento estable y sustentable. Las ganancias que el lanzamiento del nuevo régimen permitieron en el corto plazo, vinculadas a la estabilización de los precios y del tipo de cambio, perdieron fuerza en las etapas siguientes. Las perspectivas según las cuales la economía “real” se adaptaría de manera rápida a la nueva política cambiaria y mejoraría de manera decisiva su eficiencia, dando lugar a un crecimiento sostenido con el nuevo tipo de cambio nominal que fue fijado, se vieron defraudadas, del mismo modo que ocurrió en otras experiencias latinoamericanas.²⁶

²⁶ En este sentido, vale la pena observar la experiencia del Plan Real de Brasil, su crisis y su abandono, así como el desempeño económico que ese país ha logrado desde entonces. Puede consultarse: Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno, *La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis*, CEPAL, Serie Temas de Coyuntura n° 4, julio de 1999.

Así, la disminución o eliminación del riesgo de devaluación se vio contrarrestada por un creciente riesgo de insolvencia del país (respecto de acreedores externos) y del sector no financiero (hacia los bancos). La convertibilidad puede incluso haber agravado esos riesgos en la medida en que ha dificultado la corrección de los desequilibrios de balanza de pagos (debido al tipo de cambio fijo en niveles que afectan la competitividad) y limitado las funciones de prestamista de última instancia, de manera que un problema de solvencia de los prestatarios se comunicó más fácilmente al propio sistema bancario. Hoy, la convertibilidad está siendo cuestionada no por tener que enfrentar un ataque especulativo en contra del tipo de cambio, sino por no estar dando el marco necesario al crecimiento de la producción y del empleo.

En este momento, en Argentina, se sigue intentando recomponer las condiciones económicas sin cambiar el tipo de cambio ni abandonar la convertibilidad, no tanto por las virtudes que se le atribuyeron en otra época a ese sistema, sino por los costos que, se cree, tendría abandonarlo (principalmente por la posición deudora neta en dólares que tienen el gobierno y algunos agentes privados). Sin embargo, la perdurabilidad en el largo plazo de un esquema de política económica depende básicamente de su buen funcionamiento y del apoyo que obtenga, no solamente de los agentes con mayor poder económico, sino también de la población y del sistema político.

Comentarios

LOUIS-PHILIPPE ROCHON

Una de las críticas que tengo tiene relación con la forma en la que está redactado el documento, más que con el fondo y, esto posiblemente por mi raíz anglosajona. Espero que vaya directamente al punto central; y en este sentido es que tuve dificultad en encontrar la conclusión final del documento.

Implícitamente sí se pueden extraer ciertos puntos a manera de conclusión. Y, el primero tiene relación con el supuesto de una visión un tanto pesimista de la situación Argentina y sobre esta base se puede extraer la intención de advertir a Ecuador sobre los problemas que se le podrían presentar. La convertibilidad le habría impuesto serias restricciones al desempeño económico de la Argentina y no cumplió con las promesas ofrecidas.

Otro de los puntos tiene que ver con que los procesos de “*hard peg*” tendrían una tendencia innata a generar estanflación en el largo plazo; que tienden a inducir fragilidad financiera y la pérdida del prestamista de última instancia y finalmente tampoco elimina completamente el riesgo país.

No se aborda el tema de la inversión privada con suficiente profundidad; si bien, se dice que el crédito se orientó de manera fundamental al consumo de los hogares no se hace referencia a lo que habría ocurrido con la inversión privada a lo largo de todo el período de la convertibilidad. No se encuentra en todo el texto una sola línea que permita extraer la posibilidad de que Argentina haya obtenido algún beneficio de este proceso; y, se menciona que el control de capitales solo puede ser efectivo en el corto plazo; sin embargo, no se establece la necesaria relación que debe existir con la política fiscal.

Respuestas

ALFREDO CALCAGNO

Es claro que no se puede generalizar la experiencia de los países particulares y esta no necesariamente es comparable a la experiencia de otro; y del mismo modo, las políticas que pueden funcionar en un país puede también no funcionar en otro; e incluso, las que funcionaron en un momento no pueden funcionar en otro momento en el mismo país. Efectivamente en el caso de Argentina el "hard peg" ha generado una tendencia al estancamiento; y esta lectura permite concluir por otro lado que el problema de este país actualmente no es esencialmente un problema fiscal. Hay efectivamente un problema fiscal pero la estrategia para enfrentarlo no es con la clásica política de reducción de gastos como lo hicieron las autoridades del momento; consiguiendo por el contrario ampliar la brecha y no reducirla; en especial por el carácter recesivo de las medidas implementadas.

Tampoco el problema de Argentina es de orden cambiario; el riesgo cambiario de este país ha sido durante muchos años relativamente bajo; más bien lo que no ha tenido es crecimiento; entonces y en este contexto no existe un mejor momento para la dolarización en Argentina. La dolarización le resta instrumentos que en algún momento pueden ser importantes para el desarrollo y no se debe renunciar a ellos sin un beneficio de inventario.

Sobre todo en un esquema monetario y cambiario que genera esta facilidad de comunicación de los impulsos de la balanza de pagos al sistema bancario como los de "hard peg" es muy importante tener cuidado con los flujos de capital de corto plazo, sobre todo para evitar el endeudamiento excesivo de corto plazo y plantear un esquema sostenible de balanza de pagos para el mediano y largo plazo. Las experiencias colombiana y chilena en el control a la entrada de capitales ha sido positiva en términos no de reducir su flujo sino de mejorar la composición de los capitales a favor del capital de largo plazo. Un déficit estructural de la balanza de pagos es incompatible con un régimen de tipo de cambio fijo y el colapso del sistema viene siempre primero por el lado financiero sin que se hayan acabado las reservas.

Con la inversión privada pasó algo parecido a lo que pasó con el resto de la economía; creció mucho primero y luego se contrajo fuertemente. El estado redujo su participación en la economía y también en la inversión entonces una parte de la inversión que pudo haber hecho el estado la hicieron las empresas privadas

privatizadas y en este sector ha habido importantes inversiones y también reinversión de utilidades en los sectores de servicios públicos privatizados pero luego con la crisis lo que más cayó fue la inversión privada.

El riesgo país no desaparece cuando se escoge un esquema de *hard peg*. Y, habría que ver si en algún momento se puede producir un *trade off* entre riesgo cambiario y riesgo país. En momentos de crisis hay un gran riesgo cambiario y un gran riesgo país que caminan juntos; pero se debe evaluar si la reducción del riesgo cambiario de un país que se ha quedado pegado demasiado tiempo a un tipo de cambio y que le ha generado deuda externa y falta de crecimiento no terminó siendo en el mediano plazo un factor de aumento del riesgo país. Este es un punto que se podría aplicar a la Argentina de hoy.

Finalmente creo que la salida de la convertibilidad está sustentada en los costos de la salida y no en sus virtudes para hacer crecer al país, y si es así, esto en algún momento se agota. Pues si efectivamente no tiene estas virtudes de hacer crecer al país o de permitirlo, no va a tener el apoyo político social ni finalmente económico para mantenerse.

