



Universidad del CEMA

Doctorado en Economía

El valor de la información en el mercado de crédito

Autor: *Alejandro Henke*

Tutor: *Jorge Streb*

Comité de Tesis

Jorge Streb

Alejandro Rodríguez

Miguel Kiguel

Eduardo Ganapolsky

Dedicatoria

A Roque Fernández, Eugenio Pendas, Pedro Pou y Mario Blejer por la inspiración y conocimientos que me transfirieron en todos los años de trabajo en el Banco Central; a Jorge Brito y Ezequiel Carballo por la confianza depositada y el aprendizaje empírico que tuve de parte de ellos y, especialmente, a mi familia por tantos años de acompañamiento y paciencia.

Agradecimientos

A Eduardo Ganapolsky por tantos años de ayuda en la orientación del trabajo; a Jorge Streb por todos los comentarios y sugerencias que me permitieron dar forma al mismo.

Resumen

En este trabajo, profundizo en las implicaciones que la información asimétrica tiene en el sistema financiero. Esto permite explicar ciertos comportamientos que se verifican a nivel microeconómico pero que no surgen de un modelo con información completa y, al mismo tiempo, entender mejor la influencia del sistema financiero en la dinámica macroeconómica a través del canal crediticio.

Para analizar las implicaciones microeconómicas de la información asimétrica en el mercado crediticio desarrollo un modelo teórico en el que adopto una definición de deudores buenos y malos similar a la de Jaffe-Russel. Esto me permite demostrar que es posible alcanzar un equilibrio estable en el mercado crediticio con información asimétrica, en el cual los bancos ejercen poder de mercado sobre sus deudores, especialmente los buenos que quedan atrapados por la barrera informativa pagando la misma tasa que maximiza sus ingresos esperados del banco por prestarle a un mal deudor.

En cuanto a las consecuencias macroeconómicas, realizo un estudio de caso sobre el programa de convertibilidad implementado en Argentina entre marzo de 1991 y enero de 2002, en el que analizo cómo la difusión pública de información sobre los clientes bancarios es crucial para el crecimiento del sistema financiero.

El trabajo concluye con un análisis en línea con la literatura sobre el canal crediticio en el que verifico para un caso empírico como la salida del régimen de convertibilidad, cómo la información asimétrica crea un incentivo para que los bancos inviertan en información sobre sus clientes y cómo las crisis económicas y financieras destruyen el capital informativo acumulado, dando lugar a contracciones del mercado de crédito crediticias más profundas y persistentes.

Abstract

In this work, I delve into the implications that asymmetric information has on the financial system. This allows me to explain certain behaviors that are observed at the microeconomic level but do not arise from a model with complete information. At the same time, it helps me better understand the influence of the financial system on macroeconomic dynamics through the credit channel.

To analyze the microeconomic implications of asymmetric information in the credit market, I develop a theoretical model in which I adopt a definition of good and bad debtors similar to that of Jaffe-Russel. This allows me to demonstrate that it is possible to reach a stable equilibrium in a credit market with asymmetric information and market power, in which banks exert market power over their debtors, especially the good ones who are trapped by the information barrier, charging all of them, both good and bad debtors, the same interest rate that the one that maximizes their expected income from lending to a bad debtor.

Regarding the macroeconomic consequences, I conduct a case study on the convertibility program implemented in Argentina between March 1991 and January 2002, in which I analyze how the public dissemination of information about bank clients is crucial for the growth of the financial system.

The work concludes with an analysis in line with the literature on the credit channel, in which I verify, in an empirical case as the exit from the convertibility regime, how asymmetric information creates an incentive for banks to invest in information about their clients and how economic and financial crises destroy the accumulated informational capital, leading to deeper and more persistent crises.

Tabla de contenido

1.	Introducción.....	1
2.	Capítulo I: Modelo de Bancos como Productores de Información en un Contexto de Información Asimétrica	9
2.1	INTRODUCCIÓN.....	9
2.2	EL MODELO.....	9
2.2.1	<i>Sobre las firmas.....</i>	9
2.2.2	<i>Sobre los bancos.....</i>	10
2.2.3	<i>Sobre los proyectos.....</i>	12
2.2.4	<i>Sobre el mercado de crédito</i>	14
2.3	EL MERCADO DE CRÉDITO CON INFORMACIÓN PÚBLICA.....	15
2.3.1	<i>Caso de mercado sin memoria.....</i>	15
2.3.2	<i>Caso de mercado con memoria.....</i>	17
2.3.3	<i>Corolario de casos con información pública con y sin memoria.....</i>	19
2.4	EL MERCADO DE CRÉDITO CON INFORMACIÓN ASIMÉTRICA.....	19
2.4.1	<i>La subasta en $t=1$ con un modelo simplificado.....</i>	20
2.4.2	<i>La subasta en $t=1$ con el modelo general.....</i>	21
2.4.3	<i>El valor de un mal deudor.....</i>	21
2.4.4	<i>La Política de Crédito del Banco que financió a la firma durante el primer período</i>	22
2.4.5	<i>La subasta en $t=0$</i>	27
2.5	CONCLUSIONES.....	30
2.6	ANEXO AL CAPÍTULO 1.....	33
2.6.1	<i>Verificación de la desigualdad de tasas activas en mercados con o sin memoria.....</i>	33
2.6.2	<i>Determinación de las funciones de ganancia esperada para ambos jugadores en las distintas zonas de la matriz.....</i>	35
2.6.3	<i>Análisis de los flujos descontados en $t=0$.....</i>	38
2.6.4	<i>SIMULACION DE MONTECARLO DEL SPREAD EN EL PRIMER PERIODO</i>	41
3.	Capítulo II: Estudio de caso sobre el programa de convertibilidad	43
3.1	INTRODUCCIÓN.....	43
3.2	EL RÉGIMEN DE CONVERTIBILIDAD	44
3.3	LA CRISIS DEL TEQUILA.....	49
3.4	LA CRISIS DEL SUDESTE ASIÁTICO	55
3.5	LA PROFUNDIZACIÓN DEL ESQUEMA DE DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN IMPULSADO POR EL BCRA: HACIA UN MERCADO DE INFORMACIÓN SIMÉTRICA.....	57
3.6	LA CRISIS DE RUSIA Y LA DEVALUACIÓN DE BRASIL.....	60
3.7	LA CONVERTIBILIDAD HACIA EL AÑO 2000	62
3.7.1	<i>El atraso cambiario.....</i>	62
3.7.2	<i>El déficit comercial y el aumento de la deuda</i>	64
3.7.3	<i>La recesión a partir del año 1998.....</i>	68
3.7.4	<i>El cambio de Gobierno</i>	71
3.8	2001, EL AÑO DEL DESENLACE	72
3.8.1	<i>La denuncia internacional sobre operaciones de lavada de dinero.....</i>	73
3.8.2	<i>La renuncia de dos Ministros de Economía durante marzo de 2001.....</i>	74
3.8.3	<i>Los intentos por recuperar la competitividad económica y el “megacanje”</i>	74
3.8.4	<i>La ampliación del programa de convertibilidad y la pelea con el Presidente del BCRA.....</i>	77
3.8.5	<i>El déficit cero y las elecciones legislativas de medio término</i>	80
3.8.6	<i>El “corralito”.....</i>	84
3.8.7	<i>Los eventos relevantes que marcaron el período 2000-2001.....</i>	92
3.9	CONCLUSIONES AL CAPÍTULO II.....	94
4.	Capítulo III: La salida de la convertibilidad como un evento que muestra cómo la destrucción de información agrava y hace más persistente una crisis del crédito	98
4.1	INTRODUCCIÓN.....	98
4.2	LOS PRIMEROS AÑOS DEL PROGRAMA DE CONVERTIBILIDAD	100
4.3	EL IMPACTO DE LA RECESIÓN DE 1998 Y EL CAMBIO DE GOBIERNO A FINES DE 1999	101

4.4	LA DENUNCIA POR LAVADO DE DINERO Y LAS POLÍTICAS Y ANUNCIOS DE 2001 ORIENTADOS A RECUPERAR EL CRECIMIENTO ECONÓMICO Y LA COMPETITIVIDAD	103
4.5	LA RELAJACIÓN EN EL ESQUEMA DE DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE LOS CLIENTES BANCARIOS QUE SE INTRODUIERON CON EL PLAN DE COMPETITIVIDAD	104
4.6	LA DELEGACIÓN DE FACULTADES Y EL INICIO LIMITADO DEL “MEGACANJE”	105
4.7	LA CONVERTIBILIDAD AMPLIADA Y LA PELEA CON EL PRESIDENTE DEL BCRA.....	106
4.8	EL DÉFICIT CERO	109
4.9	EL ANUNCIO DE NUEVAS MEDIDAS TENDIENTES A RELAJAR EL ESQUEMA DE DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE LOS CLIENTES BANCARIOS.....	110
4.10	EL “CORRALITO”	112
4.11	EL FIN DE LA CONVERTIBILIDAD	114
4.11.1	<i>La pesificación asimétrica las de obligaciones en moneda extranjera.</i>	114
4.11.2	<i>La reprogramación de Depósitos.</i>	115
4.11.3	<i>El Canje I de CEDROs por Bonos.</i>	116
4.11.4	<i>Los Amparos Judiciales</i>	118
4.11.5	<i>El Canje II de CEDROs por Bonos.</i>	119
4.11.6	<i>El anuncio de nuevas medidas tendientes a relajar el esquema de difusión de información sobre los clientes bancarios</i>	120
4.12	EL COMIENZO DE LA NORMALIZACIÓN Y EL FIN DEL “CORRALITO”	122
4.13	LA RECUPERACIÓN LUEGO DE LA CRISIS 2001-2002	125
4.13.1	<i>El deterioro que había dejado la crisis en las variables económico-financieras y sociales</i>	126
4.13.2	<i>La recuperación del nivel de actividad</i>	127
4.13.3	<i>La disminución del desempleo</i>	127
4.13.4	<i>La disminución de la pobreza y la indigencia</i>	127
4.13.5	<i>La disminución de la cantidad de cheques rechazados</i>	127
4.13.6	<i>La mejora del Índice de Confianza del Consumidor</i>	128
4.13.7	<i>La inflación real terminando por debajo de las expectativas</i>	128
4.13.8	<i>La recuperación de los depósitos</i>	129
4.13.9	<i>La convalidación de la pesificación de los depósitos</i>	129
4.13.10	<i>El rescate de cuasimonedas</i>	129
4.13.11	<i>La cancelación de la asistencia financiera</i>	130
4.14	EL MERCADO DEL CRÉDITO DURANTE LA RECUPERACIÓN	130
4.14.1	<i>El rezago en la recuperación del crédito al sector privado respecto a las otras variables económicas, financieras y sociales</i>	133
4.15	LA PÉRDIDA DEL CAPITAL INFORMATIVO DURANTE UNA CRISIS ECONÓMICA.....	134
4.15.1	<i>El caso de la crisis 2001-2002</i>	135
4.15.2	<i>El impacto en la cartera comercial (grandes firmas)</i>	136
4.16	EL EFECTO DE LA INFORMACIÓN ASIMÉTRICA EN EL MERCADO INTERBANCARIO DURANTE LA CRISIS	138
4.17	COMPARACIÓN CON EL PLAN BONEX.....	144
4.18	CONCLUSIONES AL CAPÍTULO III	148
5.	Conclusión	150
6.	Referencias	155
7.	Bibliografía	158

Tabla de gráficos, tablas y figuras

Capítulo I: Modelo de Bancos como Productores de Información en un Contexto de Información Asimétrica.....	9
Gráfico I: Esperanza de ganancia de un proyecto.....	13
Figura I: Diagrama del juego sin memoria.....	16
Figura II: Diagrama del juego con memoria.....	17
Figura III: Diagrama del juego con información asimétrica simplificado.....	20
Tabla I: Matriz de ganancias del juego con información asimétrica.....	23
Figura IV: Zonas de máxima ganancia en la matriz del juego con información asimétrica.....	25
Figura V: Diagrama del juego con información asimétrica en $t=0$	27
Gráfico II: Dispersión del “Spread” ($i_{a_1} - i_{p_1}$) en el primer período.....	30
Capítulo II: Estudio de caso sobre el programa de convertibilidad.....	43
Tabla I: Inflación anual durante la convertibilidad.....	45
Gráfico I: Tipo de Cambio Real Bilateral (EEUU).....	46
Tabla II: Evolución de agregados monetarios durante la convertibilidad.....	48
Gráfico II: Evolución de los Depósitos Privados a la vista y a plazo durante el “Tequila”.....	50
Gráfico IIIa: Evolución del Indicador de Liquidez Sistémica.....	54
Gráfico IIIb: Efecto Disuasivo del Programa Contingente de Pases - Evolución de los Depósitos.....	55
Gráfico IIIc Depósitos Totales durante la Crisis del Sudeste Asiático.....	56
Gráfico IV: Depósitos Totales durante las Crisis de Rusia y Brasil.....	61
Gráfico V: Apreciación del Dólar según la evolución el tipo de cambio bilateral contra el Euro y el Yen.....	63
Gráfico VI: Evolución del Tipo de Cambio Multilateral.....	64
Gráfico VII: Evolución del Comercio Exterior.....	65
Gráfico VIII: Evolución de la Cuenta Corriente y la Cuenta Capital y Financiera.....	66
Gráfico IX: Aumento de la participación del Sector Público en la Cuenta Financiera.....	66
Gráfico X: Evolución del Resultado Financiero (% PBI).....	67
Gráfico XI: Evolución de la Deuda Pública.....	68
Gráfico XII: Evolución del PBI y de sus variaciones anuales.....	69
Gráfico XIII: Evolución de los Indicadores Sociales.....	69
Gráfico XIV: Evolución de la cantidad de cheques rechazados.....	70
Gráfico XV: Exposición del sistema financiero al sector público.....	85
Gráfico XVI: Correlación entre la evolución de los depósitos privados y el valor de la deuda pública.....	86
Gráfico XVII: Preferencia por los plazos fijos en dólares.....	87
Gráfico XVIII: Evolución de los Depósitos Privados.....	88
Gráfico XIX: Eventos que afectaron los depósitos privados y/o el riesgo país.....	89
Gráfico XX: Depósitos privados a la vista y a plazo.....	91
Capítulo III: La salida de la convertibilidad como un evento que muestra cómo la destrucción de información agrava y hace más persistente una crisis del crédito.....	98
Gráfico I: Evolución diaria del total de Depósitos del Sector Privado y del Riesgo País.....	108
Cuadro I: Reprogramación de Depósitos.....	115
Gráfico II: Evolución del préstamo al sector privado.....	131
Gráfico III: Préstamos y depósitos como % del PBI.....	132
Gráfico IV: Impacto y persistencia del crédito (como % del máximo).....	133
Cuadro II: Velocidad en la recuperación de las variables económicas y sociales.....	134
Gráfico V: Financiaciones por tipo de cartera (% respecto del mínimo de c/u).....	137
Gráfico VI: Segmentación del mercado interbancario.....	139
Gráfico VII: Segmentos tomadores del mercado interbancario.....	143
Cuadro III: La información como sostén del crédito interbancario.....	144
Gráfico VIII: Préstamos y depósitos como % del PBI.....	145
Gráfico IX: Recuperación del Crédito al Sector Privado.....	146

1. Introducción

Una serie de observaciones que acumulé a lo largo de mi carrera profesional me llevaron a analizar el valor de la información en el mercado de crédito y, en particular, como la asimetría de información permite que los bancos ejerzan poder de mercado sobre sus buenos clientes y cómo el capital informativo que acumulan los bancos se desvanece ante un evento extremo como una crisis financiera, lo que lleva a un atraso en la recuperación del crédito derivado del tiempo que lleva a los bancos reconstruir el capital informativo:

- Resistencia de los Bancos a revelar información, especialmente respecto de sus deudores.
- PyMEs muy concentradas y dependientes de su banco principal.
- Incentivos de los Bancos para señalar información incorrecta.
- La garantía solidaria (“empresa pobre y empresario rico”).
- Costos altos y problemas de credibilidad para que PyMEs señalicen su tipo (buen deudor). El costo de detectarlo recae en el banco que pasa a invertir en información crediticia.

El trabajo se inserta en la bibliografía sobre información asimétrica que comenzó con el aporte de Akerlof y que dio origen a una nueva literatura orientada a entender la existencia de los bancos como productores de información, una actividad costosa pero que, en la medida en que la información sobre la calidad de los deudores obtenida no se haga pública, les otorga un poder de mercado que les genera ganancias a futuro. Por eso invierten en ella.

Akerlof, G. A. (1970) introdujo el concepto de asimetría en la información en el mercado de autos usados, dado que los vendedores tienen más información sobre la calidad de los autos que venden que la que tienen los compradores que no distinguen calidades. Esto lleva a que, los autos de buena calidad sean vendidos al mismo precio que los de mala calidad y solamente los autos de mala terminan siendo comerciados, dejando atrapados a los vendedores de autos de buena calidad. Al concluir que la dificultad de distinguir la buena calidad de la mala es inherente al mundo de los

negocios, lo que podría explicar muchas instituciones económicas, abre el camino para justificar la necesidad de la existencia de intermediarios en el mercado, tales como los productores de información.

Jaffe, D. M., & Russell, T. (1976) formularon un modelo para demostrar que la información imperfecta y la incertidumbre respecto de la calidad de los deudores pueden derivar en racionamiento del mercado de crédito. Existen deudores “honestos” que siempre pagan sus deudas y deudores “deshonestos” que sólo lo hacen cuando les conviene. La probabilidad de default aumenta con el tamaño del préstamo y difiere entre deudores debido a factores que el prestamista no puede observar, lo que lleva a que la tasa de interés incorpore una prima debido a la existencia de malos deudores que castiga a los buenos. El trabajo no llega a un mercado con un equilibrio estable salvo para el caso extremo de un racionamiento tan severo que nadie deja de pagar o, alternativamente, un mercado con un equilibrio inestable que oscila con la entrada de bancos que presten vía contratos de menor monto y tasa solamente a los deudores honestos, hasta que la entrada de deudores deshonestos les comienza a generar pérdidas que los llevan a salir del mercado.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981) ya habían profundizado el análisis del impacto de la información asimétrica en el mercado de crédito más allá de la explicación de la existencia de los bancos como productores de información, proponiendo un modelo para demostrar que un mercado en equilibrio puede estar caracterizado por el racionamiento crediticio¹, basado principalmente en que el riesgo del proyecto encarado por el deudor no es observable, lo que hace que el ingreso esperado de una cartera de préstamos sea no-monotónica debido a que la tasa de interés cobrada afecta el riesgo de dicha cartera: (i) tasas más altas disuaden buenos deudores y concentran mayor cantidad de malos pagadores (riesgo moral), (ii) tasas altas inducen a las firmas a buscar proyectos con mayor rentabilidad en caso de éxito pero más riesgosos (selección adversa), (iii) el equilibrio (los bancos dejan de competir) se produce a una tasa óptima (r^*) y a tasas más altas el crédito se vuelve más riesgoso y el ingreso esperado cae. A diferencia de Jaffe, D. M., & Russell, T. (1976) los deudores son indistinguibles para los bancos. Dejan planteada la posibilidad de que asimetrías de información (los bancos

¹ El racionamiento crediticio se produce cuando los bancos fijan una tasa de interés y luego terminan proveyendo un monto total de préstamos inferior que el demandado por las firmas/familias a esa tasa.

saben cuáles de sus clientes son los más valiosos mientras que sus bancos competidores no) puede generar un "equilibrio de exceso de oferta" (al no atacar a otros bancos porque se llevarían malos deudores se quedan con fondos excedentes sin prestar y no bajan la tasa). Posteriormente, Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1987) profundizan el análisis de un equilibrio macroeconómico de una economía en la que los contratos de crédito generan selección adversa y restricción crediticia para todos los tomadores de crédito.

Diamond, D. W. (1984) desarrolló un modelo basado en la simetría de información entre potenciales prestamistas a un emprendedor que necesita capital para llevar adelante un proyecto riesgoso a través de contratos de préstamo. A fin de reducir los costos por posibles incumplimientos, los prestamistas consumen recursos para monitorear los datos que observa el emprendedor. El análisis se enfoca en un intermediario financiero que levanta fondos de muchos prestamistas (depositantes) con la promesa de devolverlos según un patrón de retornos y se los presta a emprendedores gastando recursos en monitorear y ejecutar los correspondientes contratos de préstamo. Para grandes cantidades de préstamos a emprendedores, la diversificación hace que los costos de haber delegado el monitoreo en el intermediario financiero se aproximan a cero. Así, existe un beneficio para los depositantes en delegar en un intermediario financiero como un banco la tarea de monitorear los contratos de préstamo con los emprendedores.

Boyd, J. H., & Prescott, E. C. (1995) desarrollaron un modelo con similitudes al de Diamond y en el que existen asimetrías de información antes de contratar los préstamos (las oportunidades de inversión son información privada) y también es posible producir información después de contratar los préstamos. La producción de información es pública. Los intermediarios financieros surgen endógenamente en ese entorno para producir información de manera eficiente.

Williamson, S. D. (1986) buscó demostrar como en un mercado de crédito con información asimétrica entre prestamistas y deudores y con costos de monitoreo, puede existir un equilibrio con racionamiento de crédito como el que analizaron Stiglitz y Weiss sin restricciones a priori en los contratos de crédito (no existe selección adversa ni riesgo moral). En equilibrio, dentro de un grupo de potenciales deudores idénticos, algunos reciben préstamos y otros no, a diferencia del racionamiento planteado por Jaffe y Russel según el cual los potenciales deudores no logran obtener todo el monto de

préstamo que hubieran demandado a la tasa ofrecida. Como la probabilidad de que exista monitoreo y el costo de dicho monitoreo aumentan con la tasa de interés, en equilibrio los agentes que no recibieron préstamos no pueden desplazar a los que sí los recibieron ofertando más tasa ya que esto reduciría el retorno esperado del préstamo. La alocaación del crédito se ve afectada por que los problemas informativos incrementan el costo marginal de los fondos prestables.

Sharpe, A. S. (1990) postuló que la relación comercial entre bancos y firmas emerge de forma endógena como consecuencia de la asimetría de información ya que, en el proceso de prestar, los bancos aprenden más que los otros bancos sobre sus propios clientes. Una consecuencia fundamental de esto es la potencial creación de poder de mercado sobre sus viejos clientes a pesar de que el mercado bancario es, ex ante, competitivo. La fuerza de la competencia lleva a los bancos a captar a las nuevas firmas ofreciéndoles préstamos a tasas de interés menores en su período inicial, justamente cuando los bancos menos saben de ellas, lo que, en principio, genera pérdidas esperadas. La asimetría de información y la dificultad de las firmas para transmitir su buena calidad a otros bancos lleva a que los buenos deudores que “informativamente atrapados” en el banco que les prestó y a que otros bancos atraigan principalmente a los malos deudores. La calidad crediticia de un deudor se asume persistente a lo largo del tiempo, lo que lleva a que contratos multi-períodos ayuden al banco a distinguir los tipos de deudores.

Como vimos, Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981 y 1987) profundizaron el análisis del efecto de la información asimétrica más allá de la explicación de la existencia de los bancos como productores de información, y se enfocaron en cómo ésta afecta al mercado de crédito, llegando a un equilibrio en el que la tasa de interés no limpia el mercado y se produce racionamiento del crédito. Como el mercado pasa entonces a funcionar en un ambiente no competitivo (con asimetrías de información), cuando se pierde ese capital informativo y como cuesta reponerlo, las crisis crediticias tienden a ser más duraderas.

La producción de información es una actividad costosa: La generación del capital informativo que los bancos acumulan respecto a los buenos deudores de su cartera se forma a partir de las inversiones que realizan durante años (i) para atraerlos y mantenerlos como clientes (nuevas empresas o empresas clientes de otro banco) y (ii)

generando pérdidas por otorgar créditos a malos deudores. Los bancos invierten en información ya que esta les genera valor. Stigler, G. J. (1961) analiza el valor de la información.

En el “Capítulo I: Modelo de Bancos como Productores de Información en un Contexto de Información Asimétrica” desarrollo un modelo de optimización inter-temporal de bancos y firmas similar al de Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981) en el que adopto una definición de buenos y malos deudores similar a la de Jaffe, D. M., & Russell, T. (1976), que me permite demostrar que es posible llegar a un equilibrio estable en un mercado de crédito con información asimétrica y poder de mercado en el que los bancos mantienen los mismos deudores a los que financiaron previamente, cobrándoles a todos (buenos y malos) la misma tasa de interés que es la que maximizaría sus ingresos por prestarle a un mal deudor.

Luego, busco evidencia a través de un evento que demuestre que, luego de una crisis económica, la pérdida del capital informativo acumulado hace que la recuperación del crédito sea más lenta, ejemplificando la postura de Sharpe, A. S. (1990) y de Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981 y 1987) y las conclusiones sobre el valor de la información que surgen del Capítulo 1. Para ello analizo el evento que generó la crisis económica que se produjo hacia finales del régimen de convertibilidad y como consecuencia de su abandono. A fin de entender los problemas en el mercado de crédito que se generaron hacia finales de la convertibilidad derivados de la recesión que comenzó en 1998 y de varias medidas que se adoptaron y que opacaron la calidad informativa a la que se accedía públicamente, en el “Capítulo II: Estudio de Caso sobre el programa de convertibilidad” analizo el programa de convertibilidad desde que se implementó en 1991 hasta su abandono a principios de 2001. En particular analizo el auge en el mercado de crédito que se produjo por la estabilidad financiera que generó el programa y por el esquema de difusión de información sobre bancos, deudores y cuentacorrentistas inhabilitados que implementó el BCRA.

Finalmente, en el “Capítulo III: La salida de la convertibilidad como un Evento que muestra cómo la Destrucción de Información agrava y hace más persistente una Crisis de Crédito” analizo el impacto en el mercado de crédito derivado de la crisis financiera que se instala hacia fines de la convertibilidad y se profundiza a partir de su abandono, comparando la recuperación del mismo con el de otras variables económico-financieras.

Asimismo cómo la recesión y las medidas adoptadas (blanqueo de cuentacorrentistas, mayor opacidad en la difusión de la calificación de deudores, mecanismos que facilitaban la cancelación de préstamos, entre otros) fueron deteriorando la calidad de la información pública sobre los bancos y sus clientes. Debido a la la recesión, prácticamente todos los deudores dejaban de pagar o pagaban utilizando las facilidades que otorgaban las medidas dispuestas, más allá de su tipo (buenos o malos). Básicamente los deudores, más allá de su tipo, o dejaban de pagar porque no podían o pagaban porque les convenía. Así, partiendo de la premisa que un mal deudor es aquel que deja de cumplir con sus obligaciones cuando el costo de hacerlo es más alto que el de no hacerlo, al bajarse el costo de no hacerlo por los beneficios otorgados, no llega a revelar su tipo. Todos estos factores convergieron para destruir el capital informativo que los bancos habían acumulado por lo que el tiempo que les llevó reconstruir este capital generó un importante rezago en la recuperación del mercado de crédito.

Petersen, M. A., & Rajan, R. (1994) demostraron cómo las firmas con relaciones crediticias cercanas con un banco enfrentan menos restricción crediticia ya que estas relaciones proveen a los bancos de más información crediticia sobre su cliente, creando una asimetría de información en el mercado de crédito. Asimismo, demostraron que esta estrecha relación no afecta la tasa de interés por las firmas cercanas.

Rodríguez, C. & Streb, J. M. & Bolzico, J. & Druck, P. & Henke, A. & Rutman, J. & Sosa Escudero, W. (2002)² analizan los determinantes y consecuencias de restricciones financieras que enfrentan las firmas Argentina y la naturaleza del racionamiento de crédito que éstas experimentan, aplicando la metodología seguida por Petersen-Rajan (1994). Las principales conclusiones que surgen del trabajo son:

1. Intentos de las firmas de ampliar la relación a más bancos incrementa la tasa y reduce la disponibilidad de crédito.
2. La (buena) experiencia obtenida por el banco en una relación con la firma le permiten asignar menor riesgo a los créditos (y/o obtener más renta): las relaciones fuertes generan más disponibilidad de crédito.

² Ver también Streb, J. M. & Bolzico, J. & Druck, P. & Henke, A. & Rutman, J. & Sosa Escudero, W. (2002).

3. Las relaciones fuertes llevan tiempo. Mientras las firmas sufren racionamiento del crédito.
4. La información sobre la calidad crediticia de las firmas obtenida por los bancos con estrecha relación no es observable ni transferible a terceros por lo que el banco obtiene un monopolio informacional sobre la firma.
5. La gran mayoría del crédito proviene de bancos cercanos y crece con el tamaño de la firma. La relación con un solo banco genera tasas más bajas.
6. La reputación del dueño parece ser más importante que la de la firma.
7. El rechazo de cheques genera tasas más altas.

Finalmente, los recientes ganadores del Premio Nobel en Economía (año 2022) – Bernanke, B. S. por un lado y Diamond, D. W. y Dybvig, P. H. por el otro – realizaron un aporte significativo en la forma de entender la producción de información crediticia por parte de los bancos y cómo las crisis destruyen el stock de capital informativo haciéndola más persistente. Diamond, D. W. (1984) propuso una teoría sobre la prestación de servicios de monitoreo de los préstamos a firmas por parte de los bancos y demostró que éstos pueden garantizar que los proyectos con rendimientos altos (pero arriesgados) a largo plazo obtengan financiamiento al monitorear y diversificar los prestatarios en nombre de los depositantes. Los bancos recopilan información valiosa de sus deudores, lo que hace que sus préstamos sean más valiosos dentro de la relación bancaria en comparación a si se vendieran a terceros. Al utilizar su experiencia en la evaluación y el monitoreo de sus deudores y al agrupar fondos de muchos ahorristas y diversificar entre las firmas financiadas, los bancos reducen los costos agregados de monitoreo que de otro modo habrían sido soportados por los prestatarios. Esto permite que los ahorros de los hogares se canalicen a inversiones productivas a un costo menor. En la práctica, los pequeños ahorristas no podrían realizar por sí mismos el monitoreo de todos los deudores finales financiados con sus ahorros, por lo que ésta función debe delegarse.

Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983) demostraron cómo los contratos de depósito bancario generan asignaciones superiores a las de los mercados de intercambio de contratos. Los contratos tradicionales de depósito a la vista que proporcionan liquidez tienen múltiples equilibrios, uno de los cuales es una corrida bancaria que causa un daño

económico real, por lo cual estudiaron que tipo de contratos pueden prevenir las corridas concluyendo que hay circunstancias en las que la provisión de seguro de depósito por parte del gobierno puede producir contratos superiores.

La función de monitoreo (construcción de capital informativo) descrita por Diamond, D. W. (1984) requiere conocimiento sobre el comportamiento crediticio del deudor. Este capital informativo lleva tiempo en ser construido, es difícil de transferir a otros bancos y a menudo se destruye en caso de bancos fallidos. Esto, según Bernanke (1983), explica por qué la Gran Depresión y otras crisis financieras han sido tan persistentes.

Bernanke, B. S. (1983) define el “CCI”³ como el costo de canalizar fondos desde los ahorristas hasta los buenos deudores que incluye los costos de selección, monitoreo y contabilidad, así como las pérdidas esperadas derivadas de los préstamos a malos deudores. Los bancos eligen procedimientos operativos que minimicen el CCI desarrollando experiencia en la evaluación de posibles deudores, estableciendo relaciones a largo plazo con los clientes y ofreciendo condiciones de préstamo que alientan a los potenciales deudores a autoseleccionarse de manera favorable.

Según Bernanke, B. S. (1983), el temor a las corridas bancarias conduce a grandes retiros de depósitos, aumentos preventivos en las tasas de fondeo y una mayor preferencia por activos líquidos por parte de los bancos. Estos factores, junto con los cierres de bancos, fuerzan una contracción en la intermediación del crédito en el sistema bancario. El alejamiento de los bancos, considerando la información crediticia que acumularon y las relaciones que desarrollaron con sus clientes afecta la eficiencia financiera y eleva el CCI. Bernanke, B. S. (1983) argumentó que para explicar mejor la persistencia de las crisis financieras (más allá de efectos derivados de la disminución de la cantidad de dinero) deber considerarse el tiempo necesario para revitalizar los canales rotos del flujo de crédito (por ejemplo, recapitalizar bancos y/o crear nuevas relaciones bancarias) y reestructurar deudores insolventes. En síntesis, enfatizó la dificultad de revitalizar relaciones de préstamo rotas como una explicación de por qué la recesiones pueden ser tan prolongadas.

³ Costs of Credit Intermediation.

2. Capítulo I: Modelo de Bancos como Productores de Información en un Contexto de Información Asimétrica

2.1 Introducción

Desarrollaré un modelo con una definición de buenos y malos deudores similar a la de Jaffe, D. M., & Russell, T. (1976) y un esquema de optimización inter-temporal de bancos y firmas similar al de Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981) en un intento por demostrar que es posible llegar a un equilibrio con poder de mercado en un mercado de crédito con información asimétrica. Este equilibrio se produce a una tasa elevada, la que se cobraría a un mal deudor, también para el buen deudor. Los buenos deudores quedan atrapados por el banco tras la barrera informativa que genera la asimetría de información. El poder de mercado que genera esta asimetría informativa puede ser tan grande que, dependiendo de las combinaciones de los parámetros del modelo, puede llevar a los bancos a cobrar tasas negativas (tasa activa menor que la pasiva) en el primer período para luego, durante el segundo período, más que compensar este quebranto.

2.2 El modelo

Analizo las consecuencias de la existencia de asimetrías de información con que cuentan los bancos respecto del “carácter” de los deudores en el mercado de crédito. Para ello supongo una economía de dos períodos, T_1 y T_2 , tal que $T_1 = t_1 - t_0$ y $T_2 = t_2 - t_1$. Al inicio de cada período, cada una de las firmas demanda un préstamo bancario para financiar la inversión en el proyecto que lleva adelante desde $t=0$ y que genera cierta rentabilidad al final de cada período. En $t = t_0$ los proyectos son distribuidos aleatoriamente entre las firmas que deben decidir con cuál de los bancos los financiarán en base a la menor tasa de interés que éstos le ofrezcan.

2.2.1 Sobre las firmas

Supongo que todas las firmas tienen iguales características y difieren solamente por su “carácter”: voluntad o predisposición de cumplir con sus obligaciones crediticias más

allá de que el proyecto encarado con los fondos que le fueron prestados haya generado o no fondos suficientes para hacerlo. Existen dos tipos de firmas:

[1] Firmas con “cáncer positivo” o “buenos deudores” (\bar{D}) que cumplen con sus obligaciones con independencia de la rentabilidad del proyecto que llevan adelante con los fondos prestados. La probabilidad de que un deudor sea bueno es α .

[2] Firmas con un “cáncer negativo” o “malos deudores” (\underline{D}) que condicionan el pago de sus obligaciones bancarias a que la rentabilidad excedente del proyecto que llevan adelante con los fondos prestados sea superior. La probabilidad de que un deudor sea malo es $(1 - \alpha)$.

Los bancos no pueden observar el tipo de cada firma, por lo que si una firma incumple sus obligaciones, se trata con certeza de un mal deudor, mientras que si cumple con ellas, nada puede asegurarse respecto de su carácter. Los bancos pueden entonces caracterizarlas según:

\bar{P}_i Firmas que pagaron sus obligaciones crediticias al final del período T_i .

\underline{P}_i Firmas que no pagaron sus obligaciones crediticias al final del período T_i .

Por último, supongo que todas las firmas, independientemente de su “cáncer”, distribuyen como dividendo cualquier excedente de caja al final de cada período.

2.2.2 Sobre los bancos

Al inicio de cada período los bancos puján entre sí ofreciendo diversas tasas de interés por los préstamos que las firmas demandan para financiar las inversiones que requieren sus proyectos. Al final de cada período, los préstamos deben ser devueltos en un único servicio de deuda de capital más interés:

$$(1) \quad SD_i = (1 + ia_i) \cdot C$$

Donde:

$$i = (1, 2)$$

Asumo que:

- $I_1 = I_2 = I$: Es la inversión requerida por la firma para ser destinada al proyecto que está llevado adelante durante ambos períodos y que, asumo, se mantiene constante durante ambos períodos.
- $C_1 = C_2 = C$: Es el capital que el banco presta a la firma para financiar la inversión que, en cada período, demanda el proyecto que ésta lleva adelante. Los bancos se cubren de los préstamos otorgados a malos deudores prestando de esta forma ya que les permite, al final del primer período, recalibrar la tasa activa en función de si las firmas pagaron el primer servicio de deuda (en $t=1$) o no. Por ende asumo que el préstamo a inicios de cada período se realiza por el total del capital requerido en dicho período:
- $I = C$ en ambos períodos.
- ia_i : Tasa de interés activa durante el período T_i .
- C_i : Capital prestado al inicio del período T_i .
- Las firmas otorgan al banco que las financió durante el período anterior un derecho preferente (“first refusal”): en caso de no ganar la subasta, el banco tiene el derecho a, igualando la mejor tasa ofertada a la firma, seguir financiándola.
- Al final de cada período (en $t=1$ y en $t=2$) vencen todos los depósitos que los bancos captaron para fondear los préstamos a las firmas (en $t=0$ o en $t=1$) por lo que deben devolver todos los fondos captados más la tasa de interés convenida con los depositantes (ip_{T_i}).

Asimismo, asumo competencia perfecta en el mercado de depósitos y que los depositantes asignan igual riesgo a todos los bancos (o que existe una garantía de depósitos creíble), por lo que todos los bancos enfrentan en cada período T_i la misma tasa de interés pasiva. Asimismo, como los bancos operan en un mercado competitivo, asumo que los costos de administración de todos los bancos son iguales por lo que, a fin de simplificar el análisis, no los considero dentro del costo total de cada banco, por lo cual éste estará determinado solamente por el costo de fondeo. El supuesto de mercado

competitivo en la captación de fondos lleva a que la tasa pasiva sea igual para todos los bancos “b” en cada período “i”:

$$(2) \quad E[EGR_i^b] = EGR_i$$

Así, la rentabilidad esperada para un banco “b” que financia a una firma durante el período “i” será:

$$(3) \quad E[G_i^b] = E[ING_i^b] - EGR_i$$

Donde $E[G_i^b]$ es la ganancia esperada para el banco “b” para el período “i” asociada al proyecto que lleva adelante una firma que invirtió en este último los fondos que le prestó el banco.

2.2.3 Sobre los proyectos

Los proyectos requieren una determinada inversión (I) durante ambos períodos a partir de la cual generan un ingreso $ING_i = I.(1+y_i)$ para la firma antes del pago de los servicios de deuda en cada el período “i”. Supongo, a fin de obtener un resultado lo más general posible, que la tasa de retorno y_i está caracterizada por una función de densidad de probabilidad $f^o(y_i)$ en la que $f^o(y_i) = 0 \forall y_i \leq -1^4$, moda en $y_i^* > 0$ y función de distribución acumulada $F^o(y_i)$ monótonamente creciente. A partir del cambio de variable continuo que se genera por pasar de la variable y_i a la variable ING_i obtengo

$ING_i \sim \frac{f^o(\frac{ING_i}{I}-1)}{I} \sim f(ING_i)$ con moda en $ING_i^* = I.(1+y_i^*)$; por lo cual:

$$\text{Prob}(ING_i \leq ING) = \int_0^{\frac{ING}{I}-1} f^o(y_i) \cdot dy_i = F^o\left(\frac{ING}{I}-1\right)$$

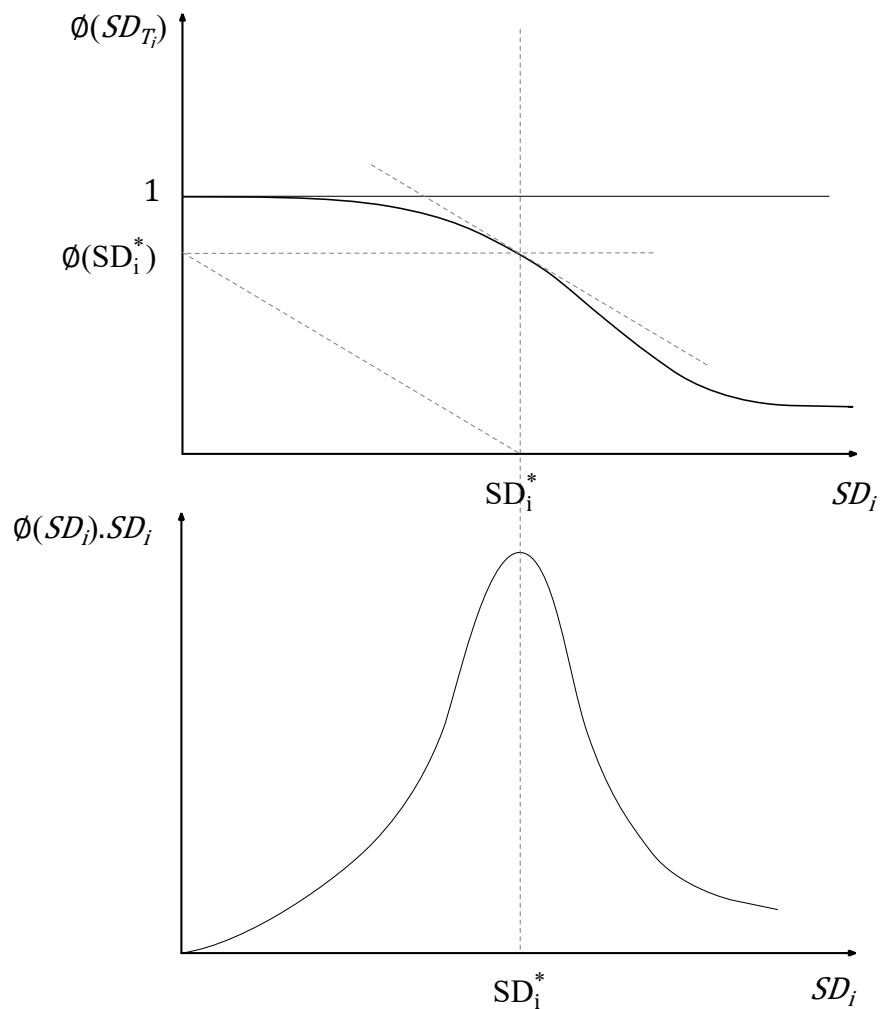
Por ende, la probabilidad de que en el el período “i” un proyecto genere un ingreso ING_i mayor a los servicios de deuda SD_i asociados con la deuda que tomó la firma para financiar la inversión del período será:

$$(4) \quad \emptyset(SD_i) = \text{Prob}(ING_i > SD_i) = 1 - F^o\left(\frac{SD_i}{I} - 1\right)$$

⁴ Lo que lleva a que $ING_i \geq 0$

con punto de inflexión en $SD_i^* = I_i.(1+y_i^*)$ y con la forma general (monótonamente decreciente) que se exhibe en el Gráfico I. Resulta de interés analizar la esperanza de que la firma pueda pagar un determinado servicio de deuda con el retorno que le genera el proyecto que llevó adelante durante el período $E(SD_i) = SD_i.\Phi(SD_i)$, cuya forma general se exhibe también en el Gráfico XX con moda (máximo) en $\Phi(SD_i^*) = -\Phi'(SD_i^*).SD_i^*$.

Gráfico I: Esperanza de ganancia de un proyecto



Asumo que $\Phi(SD_1)$ y $\Phi(SD_2)$ son estadísticamente independientes. Así, por definición de $\Phi(SD_i)$:

$$(5) \quad \begin{cases} \text{Prob}(ING_1 \geq SD_1) = \Phi\left(\frac{SD_1}{I_1} - 1\right) \\ \text{Prob}(ING_1 < SD_1) = 1 - \Phi(SD_1) = F^o\left(\frac{SD_1}{I_1} - 1\right) \end{cases}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Prob}(ING_2 \geq SD_2) = \Phi\left(\frac{SD_2}{I_2} - 1\right) \\ \text{Prob}(ING_2 < SD_2) = 1 - \Phi\left(\frac{SD_2}{I_2} - 1\right) = F^o\left(\frac{SD_2}{I_2} - 1\right) \end{array} \right.$$

Finalmente, asumo que las firmas no realizan pagos parciales al final de cualquier período: Si $ING_i < SD_i$, un buen deudor aportará los fondos necesarios (propios, de su accionista o de alguien que lo financie) como para completar el pago. Un mal deudor no aportaría más fondos que los que generó el proyecto y, como estos son insuficientes para evitar los costos de no hacer el pago completo, entrará en incumplimiento con el banco, distribuyendo el excedente de caja ($ING_i - SD_i$) al final del período.

Para el caso de que $ING_i > SD_i$, una vez pagado el servicio de deuda, el excedente de caja ($ING_i - SD_i$) será distribuido al final del período por cualquier firma, ya sea que se trate de un buen deudor o de un mal deudor.

2.2.4 Sobre el mercado de crédito

Modelo el mercado de crédito asumiendo que son las firmas las que eligen al banco para lo cual cada una de ellas lleva adelante una subasta competitiva y al inicio de cada el período “i” a fin de determinar la menor tasa de interés activa para el préstamo que tomará durante período que se inicia para financiar la inversión I que demanda el proyecto que lleva adelante. Cada banco “b” participa ofreciendo una tasa de interés activa (ia_i^b) que surge de maximizar sus ingresos esperados. El mercado de crédito se abre en $t=0$ cuando todas las firman llevan adelante su primer subasta para financiar las inversiones I que demandan sus proyectos (asignados aleatoriamente) durante el primer período, a las que concurren todos los bancos. En $t=1$, las firmas vuelven al mercado de crédito y repiten la subasta para financiar las inversiones I que demandan sus proyectos en el segundo período. El banco que financió durante el primer período tiene el derecho de preferencia (“First Refusal”)⁵ por el cual, en caso de perder la subasta, puede volver a financiar a la firma si iguala la tasa de la mejor propuesta.

⁵ El supuesto de “First Refusal” refleja acabadamente la realidad comercial entre una firma y su banco “cabecera”, aquel con el que realiza la mayoría de sus transacciones (por ejemplo operaciones de cambio, descubierto en cuenta corriente o comercio exterior, etc.) y del cual utiliza varios servicios (pago de nómina salarial, ventajas para sus empleados, pago de servicios y facturas, etc.). Las firmas invierten tiempo en negociaciones sobre las mejores condiciones para el paquete de productos y servicios que

En la subasta que las firmas llevan adelante al inicio de cada el período “i”, cada banco b determina la tasa de interés activa que ofertará y que será aquella que maximice su ganancia esperada $E(G_i^b)$, dada la información de la que dispone. Así, según la información con que los bancos cuentan al inicio del segundo período respecto de si la firma que está llevando adelante la subasta pagó (\bar{P}_1) o no (\underline{P}_1) sus obligaciones crediticias al final del primer período tendremos dos tipos de bancos:

B_2^{inf} : Bancos informados al inicio del segundo período respecto de si la firma pagó o no sus obligaciones crediticias.

B_2^{ninf} : Bancos no informados al inicio del segundo período respecto de si la firma pagó o no sus obligaciones crediticias.

Analizaremos el equilibrio del mercado de crédito bajo distintos supuestos sobre el tipo de información disponible para los bancos en un juego de dos períodos que se resolverá de manera regresiva. El juego se inicia “sin memoria”: en $t=0$ todos los bancos son del tipo $B_{t=0}^{\text{ninf}}$.

2.3 El mercado de crédito con información pública

Asumimos que la información respecto de si un deudor cumplió adecuadamente o no con el pago de sus obligaciones financieras es pública (información simétrica).

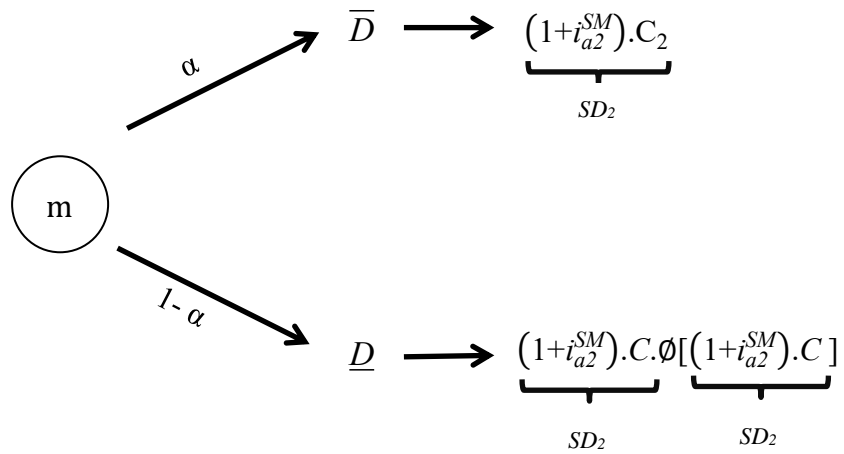
2.3.1 Caso de mercado sin memoria

Asumo que al final del primer período los bancos “pierden” la memoria respecto del comportamiento crediticio que tuvieron las firmas. En un mercado “Sin Memoria” (SM), todos los bancos, basándose en las creencias previas (\bar{D} con Prob. α , \underline{D} con Prob. $(1-\alpha)$), competirán entre sí en las subastas que las firmas llevan adelante, según el esquema de ingresos esperados de la Figura I.

reciben del banco, además de los costos friccionales que experimentan se cambian de banco, por lo que resulta eficiente que ofrezcan a su banco “cabecera” la opción de igualar o mejorar alguna oferta de préstamo que recibieron de otro banco.

Todos los bancos ofertarán una tasa i_{a2}^{SM} para prestar $I = C$ a las firmas sin conocer su carácter (no “tienen memoria” respecto de si pagaron o no el primer servicio de deuda)⁶, lo que generará un servicio de deuda al final del segundo período igual a $SD_2^{SM} = C \cdot (1 + i_{a2}^{SM})$ y sus ingresos esperados en caso de ganar la subasta serán: $E[ING_2^{SM}] = (\alpha + (1 - \alpha) \cdot \emptyset(SD_2^{SM})) \cdot SD_2^{SM}$.

Figura I: Diagrama del juego sin memoria



La competencia generada por las condiciones de mercado competitivo de la subasta y del mercado de captación de fondos llevarán a que la tasa activa i_{a2}^{SM} a la que los bancos, sin memoria respecto de si las firmas cumplieron o no con sus obligaciones crediticias durante el primer período, les prestan durante el segundo período sea:

$$(6) \quad \frac{(1 + i_{a2}^{SM})}{(1 + i_{p2})} = \frac{1}{\alpha + (1 - \alpha) \cdot \emptyset(SD_2^{SM})}$$

Con: $SD_2^{SM} = (1 + i_{a2}^{SM}) \cdot C$

$$EGR_2^{SM} = (1 + i_{p2}) \cdot C$$

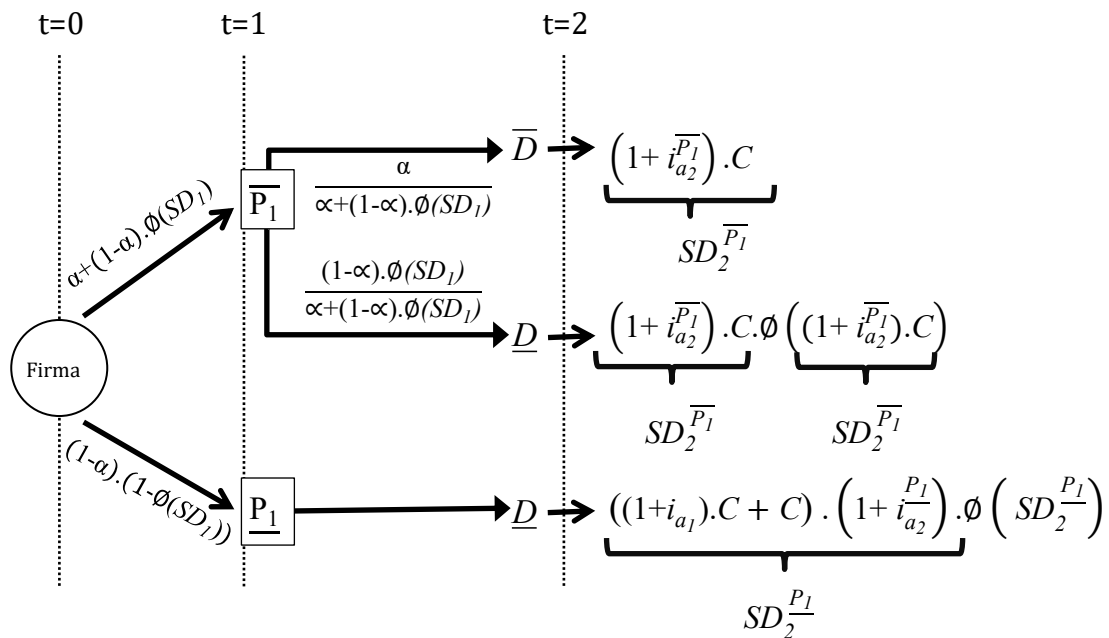
⁶ No incluyo al banco que financió durante el primer período ya que (i) en caso de haber cobrado utilizaría dichos fondos (netos de la devolución de los depósitos) para fondear parte del nuevo préstamo por lo que demandaría menos depósitos que un banco que no financió a la firma o (ii) en caso de no haber cobrado trasladaría el quebranto al próximo período, además de financiar las necesidades de inversión, por lo que el monto a financiar sería mayor y la tasa a ofertar para el segundo período, mayor. Todos los otros bancos ofertarían sobre la base de las creencias previas y asumiendo que la firma requiere un desembolso de $I = C$.

2.3.2 Caso de mercado con memoria

La información respecto de si una firma pagó o no sus obligaciones (SD_1) al final del primer periodo ($t=1$) es de dominio público por lo que los bancos condicionan su oferta a que las firmas hayan pagado (\bar{P}_1) o no (\underline{P}_1) sus obligaciones del primer período.

Si una firma no pagó (\underline{P}_1) se trata con certeza de un mal deudor y si pagó (\bar{P}_1) puede tratarse de un buen deudor o de un mal deudor que tuvo una $R_1 > SD_1$. Con esta información los bancos determinan $E[ING_2]$ a partir de la Figura II en la que $\phi(SD_1)$ es la probabilidad de que, en el primer período, los ingresos que generó el proyecto para ese período hayan sido mayores o iguales que el correspondiente servicio de deuda. Al final del primer período todos los bancos devuelven todos los depósitos que captaron durante el primer período $((1+i_{p_1}) \cdot C)$.

Figura II: Diagrama del juego con memoria



Para el caso de las firmas que pagaron los servicios de deuda del primer período (en $t=1$), los bancos saben que si ganan la subasta de estas firmas para el segundo período deberán otorgar a la firma un préstamo a la tasa $i_{a_2}^{\bar{P}_1}$ por el capital necesario para financiar la inversión requerida por el proyecto ($C = I$) y tomar nuevos depósitos por el capital a desembolsar (C), por los que deberán pagar una tasa pasiva i_{p_2} con el correspondiente egreso $EGR_2^{\bar{P}_1} = C \cdot (1+i_{p_2})$. Los ingresos esperados en $t=1$ para los

bancos en las subastas de las firmas que pagaron sus obligaciones crediticias (\overline{P}_1), en caso de ganar la subasta, serán:

$$E \left[ING_2^{\overline{P}_1} \right] = \frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \phi(SD_1) \cdot \phi(SD_2^{\overline{P}_1})}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \phi(SD_1)} \cdot SD_2^{\overline{P}_1}$$

La competencia generada por las condiciones de mercado competitivo de la subasta y del mercado de captación de fondos llevarán a que la tasa activa $i_{a_2}^{\overline{P}_1}$ a la que los bancos prestarán durante el segundo período a las firmas que pagaron sus obligaciones crediticias del primer período sea:

$$(7) \quad \frac{(1 + i_{a_2}^{\overline{P}_1})}{(1 + i_{p_2})} = \frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \phi(SD_1)}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \phi(SD_1) \cdot \phi(SD_2^{\overline{P}_1})}$$

$$\text{Con:} \quad SD_2^{\overline{P}_1} = (1 + i_{a_2}^{\overline{P}_1}) \cdot C$$

$$EGR_2^{\overline{P}_1} = (1 + i_{p_2}) \cdot C$$

Para el caso de las firmas que no pagaron los servicios de deuda del primer período (en $t=1$), los bancos saben que si ganan la subasta de estas firmas para el segundo período otorgarán a un préstamo a un mal deudor a una tasa $i_{a_2}^{P_1}$ por el capital necesario para financiar la inversión requerida por el proyecto ($C = I$) y deberán tomar nuevos depósitos por el capital a desembolsar (C), por los que deberán pagar una tasa pasiva i_{p_2} con el correspondiente egreso $EGR_2^{\overline{P}_1} = C \cdot (1 + i_{p_2})$. Los ingresos esperados en $t=1$ para los bancos en las subastas de las firmas que no pagaron sus obligaciones crediticias (\underline{P}_1), en caso de ganar la subasta, serán:

$$E \left[ING_2^{\underline{P}_1} \right] = \phi(SD_2^{\underline{P}_1}) \cdot SD_2^{\underline{P}_1} = \phi(SD_2^{\underline{P}_1}) \cdot (1 + i_{a_2}^{\underline{P}_1}) \cdot C$$

La competencia generada por las condiciones de mercado competitivo de la subasta y del mercado de captación de fondos llevan a que la tasa activa $i_{a_2}^{\underline{P}_1}$ a la que los bancos prestarán durante el segundo período a las firmas que no pagaron sus obligaciones crediticias del primer período sea:

$$(8) \quad \frac{(1+i_{a_2}^{P_1})}{(1+i_{p_2})} = \frac{1}{\emptyset(SD_2^{P_1})}$$

$$\text{Con: } SD_2^{P_1} = (1+i_{a_2}^{P_1}) \cdot C$$

$$EGR_2^{\overline{P_1}} = (1+i_{p_2}) \cdot C$$

2.3.3 Corolario de casos con información pública con y sin memoria

En un mercado con memoria e información pública el mercado de crédito se segmenta durante el segundo período con tasas activas distintas según las firmas hayan pagado o no sus obligaciones del primer período:

- $i_{a_2}^{\overline{P_1}}$ cobrada por los bancos a las firmas que pagaron sus obligaciones en $t=1$ ($\overline{P_1}$).
- $i_{a_2}^{P_1}$ cobrada por los bancos a las firmas que no pagaron sus obligaciones en $t=1$ ($\underline{P_1}$).
- En un mercado sin memoria existe una sola tasa durante el segundo período $i_{a_2}^{SM}$ para todas las firmas con independencia de si cumplieron o no con sus obligaciones crediticias al final del primer período.
- Se verifica que⁷ $i_{a_2}^{P_1} \geq i_{a_2}^{SM} \geq i_{a_2}^{\overline{P_1}}$

Con el supuesto de la existencia de pequeños costos friccionales por cambiar de banco se rompe la indiferencia de una firma que lleva adelante la subasta a principios del segundo período respecto de las ofertas (todas a igual tasa) que recibe. Por ende, con información pública, los bancos son asignados aleatoriamente entre las firmas en la primer subasta y luego se quedan con la misma firma hasta el final del segundo período.

2.4 El mercado de crédito con información asimétrica

Suponemos ahora que el hecho de que un deudor haya pagado o no sus obligaciones en $t=1$ no es información pública (los bancos no están obligados a informarlo y no tienen incentivos para hacerlo). Los bancos tienen memoria respecto del cumplimiento de las firmas a las que financiaron durante el primer período. Resolveremos el juego que se

⁷ Ver 2.6.1| en el Anexo

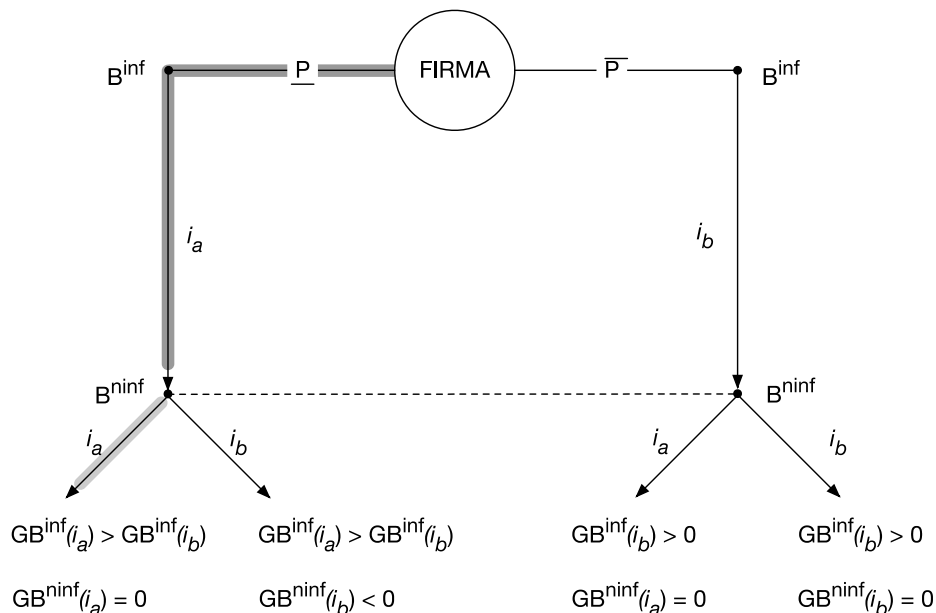
plantea entre los bancos informados y no informados participando de las subastas que llevan adelante las firmas en $t=1$ y $t=2$, resumiendo el problema a un juego con información asimétrica en dos etapas entre B^{inf} y B^{ninf} .

2.4.1 La subasta en $t=1$ con un modelo simplificado

Los bancos no informados (B^{ninf}) porque que no financiaron a una determinada firma durante el primer período, no pueden distinguir en la subasta de $t=1$ si ésta cumplió o no con sus obligaciones bancarias. En cambio los bancos informados (B^{inf}) que la financiaron durante el primer período, pueden observar si ésta cumplió con sus obligaciones del primer período ($\overline{P}_1 \Rightarrow$ se trata de un buen deudor o de un mal deudor que obtuvo una rentabilidad suficiente al final del primer período como pagar el primer servicio de deuda) o no ($\underline{P}_1 \Rightarrow$ se trata de un mal deudor). En $t=1$ los bancos deben tomar decisiones sobre la tasa de interés que ofrecerán en la segunda subasta que realice cada firma al inicio del segundo período según la información con la que cuentan, por lo que se agruparán según: los bancos informados a inicios del segundo período (B^{inf}) y los bancos no informados a inicios del segundo período (B^{ninf}).

A fin de capturar la esencia del juego y como primera instancia, lo analizo con la simplificación de que cada banco (informado o no) sólo puede jugar dos tasas de interés: alta (i_a) o baja (i_b).

Figura III: Diagrama del juego con información asimétrica simplificado



El banco informado observa el cumplimiento de la firma (sí pagó o no sus obligaciones crediticias del primer período) para condicionar su oferta de tasa. Asimismo, la existencia de costos friccionales por cambiar de banco lleva a la firma a elegir, en caso de recibir ofertas de tasa iguales, al banco informado con el que ya está relacionada.

Como puede observarse en la Figura III, B^{inf} juega i_a si la firma no pagó (con la certeza de que se trata de un mal deudor) a fin de intentar perder la subasta. Si en cambio la firma pagó intentará retenerla jugando i_b . Como la ganancia esperada de B^{inf} al final del juego es siempre mayor si juega i_a que si juega i_b , siempre juega i_a . Dado que B^{inf} jugará siempre i_a , B^{nif} juega también i_a ya que le genera una ganancia esperada mayor a la que le obtendría si jugara i_b ⁸. Se establece así un equilibrio en el que ambos jugadores juegan i_a con independencia de si la firma pagó o no sus obligaciones crediticias.

2.4.2 La subasta en $t=1$ con el modelo general

Formularé ahora el juego para el caso más general en el que ambos jugadores pueden jugar cualquier tasa dentro de los límites de la matriz de ganancias del juego para la segunda subasta a inicios del segundo período (en $t=1$), cuando el banco que financió a la firma durante el primer período observa si ésta cumplió o no con sus obligaciones crediticias.

2.4.3 El valor de un mal deudor

Resulta fundamental incorporar la premisa de que ningún banco, informado o no, aceptaría un mal deudor como cliente si puede evitarlo. Así como el banco informado trata de no quedarse con un mal deudor, el banco no informado tratará de no ganar una subasta en la que se quede con un mal deudor. Esto me lleva a determinar que el valor presente para un banco por quedarse con un mal deudor es negativo.

Esto es consistente con un juego repetido que, como en la realidad, continúa por varios períodos y en el que, como se analiza más adelante, los bancos se quedan con los deudores que recibieron a inicios del primer período, por lo que el banco que se queda con un mal deudor deberá seguir financiándolo por varios períodos y, cada vez que el deudor no pague sus obligaciones, el banco postergará el quebranto refinanciando el

⁸ Si B^{nif} gana la subasta jugando i_b cuando B^{nif} juega i_a , se queda con un mal deudor que, como analizo a continuación, tiene un valor presente negativo si el juego se siguiera repitiendo por varios períodos

monto no abonado otorgándole, además, un nuevo crédito por el capital necesario para satisfacer sus necesidades de inversión del próximo período, sino no generaría resultados⁹. Esto hace que la cuota se incremente con cada incumplimiento lo que a su vez aumenta la probabilidad de no pago.

Asimismo, la regulación prudencial de los bancos centrales combinada con una supervisión permanente de la cartera de clientes de los bancos comerciales, lleva a que ante cada incumplimiento de un deudor, el banco deba provisionar una porcentaje creciente del monto del crédito adeudado hasta que, si el incumplimiento no es revertido en un determinado plazo, el deudor termine siendo totalmente provisionado, lo que equivale a un quebranto por el monto adeudado.

La combinación de ambos factores ante cada incumplimiento del mal deudor (la cuota creciente que disminuye la probabilidad de cobro y el provisionamiento creciente que está obligado a realizar sobre el monto adeudado) lleva a asumir que el valor presente del préstamo a un mal deudor tenga un valor presente negativo.

A fin de mantener un modelo lo más estilizado posible y sin perder generalidad en las conclusiones, trabajaré con el modelo limitado a dos períodos e incluiré la premisa de que el valor presente para un banco por quedarse con un mal deudor es negativo solamente a fin de comparar los valores de las ganancias en distintas zonas de la matriz.

2.4.4 La Política de Crédito del Banco que financió a la firma durante el primer período

La premisa de que ningún banco, informado o no, aceptaría un mal deudor como cliente si puede evitarlo define la Política de Crédito de B^{inf} que se basa en observar el cumplimiento de la firma en $t=1$ y condicionar su oferta según:

P_1 \Rightarrow Se trata con certeza de un mal deudor por lo que B^{inf} intentará que la firma pase a ser financiada por B^{ninf} para lo cual juega una tasa alta $i_{a_2}^{max}$ que surgirá

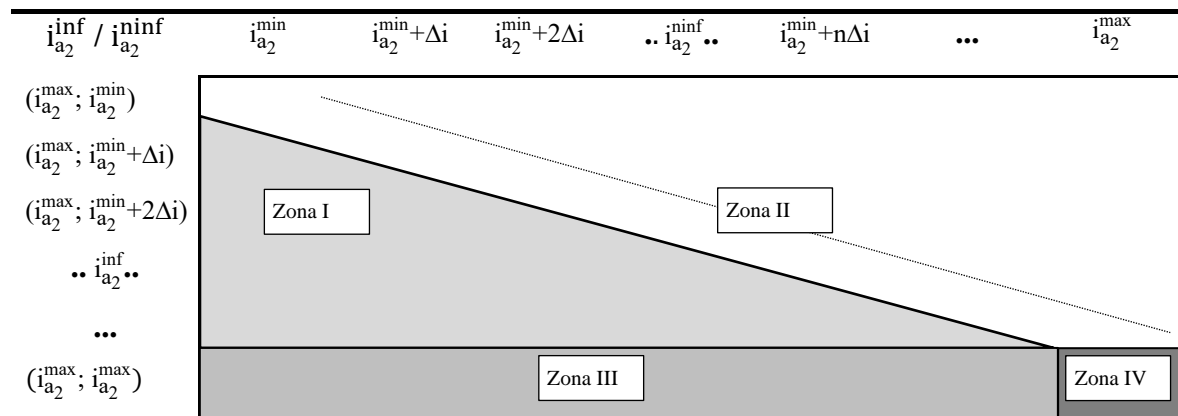
⁹ Si el banco no financia las inversiones del próximo período, la esperanza de ganancias sería cero (el proyecto de la firma no genera resultados porque no se invirtió en él) y debe reconocer el quebranto derivado de dar de baja el monto adeudado por el mal deudor hasta ese momento. Si financia las inversiones, siempre existe una probabilidad mayor que cero de poder cobrar el monto adeudado hasta ese momento que es refinanciado más el monto de la inversión financiada, todo con una tasa de interés que maximice la ganancia esperada.

del juego, en un intento por perder la subasta pero que, en caso de ganarla, maximice la ganancia esperada condicionada a que la firma no pagó.

$\overline{P}_1 \Rightarrow$ Se trata de un buen deudor o de un mal deudor cuyo proyecto generó los fondos suficientes como para pagar sus obligaciones bancarias. B^{inf} juega la tasa que le permita ganar la subasta maximizando la ganancia esperada, para lo cual analiza el resultado que surge de jugar valores entre $i_{a_2}^{\text{min}}$ y $i_{a_2}^{\text{max}}$, donde $i_{a_2}^{\text{min}}$ es la menor tasa que ofertaría a un deudor que pagó sin llegar a una ganancia esperada negativa.

Para determinar la tasa que ofertarán en la subasta que una firma lleva adelante a principios del segundo período, B^{inf} y B^{ninf} analizan el juego con información asimétrica a partir de la matriz de ganancias esperadas para cada uno de ellos (ver Tabla I) con las distintas combinaciones de tasas activas ofertadas para el segundo período $(i_{a_2}^{\text{inf}} ; i_{a_2}^{\text{ninf}})$ que varían entre $i_{a_2}^{\text{min}} = \overline{P}_1$ e $i_{a_2}^{\text{max}}$ con saltos discretos iguales a Δi y teniendo en cuenta que B^{inf} condiciona su oferta en función de la información privada que posee.

Tabla I: Matriz de ganancias del juego con información asimétrica



Dada las condiciones de la subasta (en caso de empate de tasa la firma elige la tasa ofertada por B^{inf}), el banco ganador en distintas zonas de la matriz será:

En la Zona I: B^{ninf}

En la Zona II: B^{inf}

En la Zona III: B^{ninf}

En la Zona IV: B^{inf}

Analizo las Ganancias esperadas de cada tipo de banco en las distintas zonas de la matriz y obtengo las combinaciones de esperanzas de ganancias $E[G_{B_2^{inf}}; G_{B_2^{ninf}}]$ para cada combinación de tasas ($i_{a_2}^{inf}; i_{a_2}^{ninf}$) de la matriz de pago¹⁰:

(9)

$$\text{Zona I: } E[G_{B_2^{inf}}^I; G_{B_2^{ninf}}^I] = [0; (\alpha + (1-\alpha) \cdot \phi(SD_2^{B^{ninf}})) \cdot SD_2^{B^{ninf}} - (1 + i_{p_2}) \cdot C]$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{ninf}} = C \cdot (1 + i_{a_2}^{B^{ninf}})$$

$$\text{Zona II: } E[G_{B_2^{inf}}^{II}; G_{B_2^{ninf}}^{II}] = \left[\frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \phi(SD_1) \cdot \phi\left(\frac{SD_2^{B^{inf/P_1}}}{P_1}\right)}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \phi(SD_1)} \cdot SD_2^{B^{inf/P_1}} - \right.$$

$$\left. - (1 - (i_{a_1} - i_{p_1})) \cdot (1 + i_{p_2}) \cdot C; 0 \right]$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{inf/P_1}} = C \cdot (1 + i_{a_2}^{B^{inf/P_1}})$$

$$\text{Zona III: } E[G_{B_2^{inf}}^{III}; G_{B_2^{ninf}}^{III}] = \left[0; \phi(SD_2^{B^{ninf}}) \cdot SD_2^{B^{ninf}} - (1 + i_{p_2}) \cdot C \right]$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{ninf/P_1}} = (2 + i_{a_1}) \cdot (1 + i_{a_2}^{B^{ninf/P_1}}) \cdot C$$

$$\text{Zona IV: } E[G_{B_2^{inf}}^{III}; G_{B_2^{ninf}}^{III}] = \left[\phi(SD_2^{B^{inf/P_1}}) \cdot SD_2^{B^{inf/P_1}} - (2 + i_{p_1}) \cdot (1 + i_{p_2}) \cdot C; 0 \right]$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{inf/P_1}} = (2 + i_{a_1}) \cdot (1 + i_{a_2}^{B^{inf/P_1}}) \cdot C$$

Mas allá de los coeficientes que las afectan, todas las funciones de ingreso esperado responden a la forma básica $\phi(SD_2) \cdot SD_2$ (ver Gráfico I) más, en algunos casos, una función lineal en SD_2 . La función de ingresos del tipo $\phi(SD_2) \cdot SD_2$ es monótonamente creciente con SD_2 y alcanza su máximo con $SD_2 = SD_2^{max}$ cuando la tasa llega a $i_{a_2}^{max}$. Al sumarle una función lineal en SD_2 , la función de ingresos resultante sigue siendo monótonamente creciente con SD_2 y alcanza su máximo en un valor algo mayor a $i_{a_2}^{max}$ ¹¹. Teniendo en cuenta que todas las funciones de egreso son constantes respecto de SD_2 y que SD_2 que es una función monótonamente creciente con la tasa de interés, dentro de los límites de tasas de interés dispuestos en la matriz, todas las funciones de ganancia de

¹⁰ Ver 2.6.2 en el Anexo

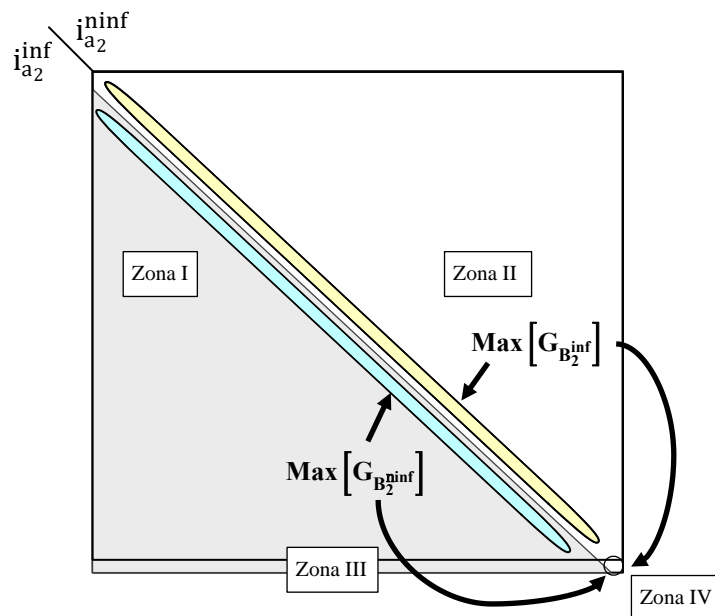
¹¹ La derivada de $\phi(SD_2) \cdot SD_2$ es cero en $i_{a_2}^{max}$ y la de la función lineal es positiva, por lo que el nuevo máximo se produce en valores superiores a $i_{a_2}^{max}$.

B_2^{inf} y B_2^{ninf} en las distintas zonas de la matriz son montamente crecientes con la tasa de interés.

La máxima ganancia esperada para B_2^{inf} en cada columna determinada por la tasa que juega B_2^{ninf} se encuentra en las tasas sobre la diagonal de la matriz ya que (i) para valores de tasas menores, dentro la Zona II, la ganancia esperada es menor; (ii) para valores de tasa mayores a los de la diagonal, en la Zona I, pasa a ganar cero y (iii) cuando juega $i_{a_2}^{max}$ y pasa a la Zona III se queda con un mal deudor lo que le genera un valor presente negativo.

De igual forma, la máxima ganancia esperada para B_2^{ninf} en cada fila determinada por la tasa que juega B_2^{inf} se encuentra un Δi antes de las tasas sobre diagonal ya que (i) para valores de tasas menores, dentro la Zona I, la ganancia esperada es menor; (ii) para valores de tasa mayores, en la Zona I ingresando ya en la diagonal, pasa a ganar cero. Así, para cualquier fila o columna de las Zonas I y II, las tasas que juegan B_2^{inf} y B_2^{ninf} se encuentran a un Δi de distancia y nunca coinciden por lo que no puede producirse una tasa de equilibrio en estas zonas (ver Figura IV).

Figura IV: Zonas de máxima ganancia en la matriz del juego con información asimétrica



Cuando B_2^{inf} , siguiendo su política de crédito en busca perder a un mal deudor como cliente pasa a jugar $i_{a_2}^{inf} = i_{a_2}^{max}$. En esta fila, para $i_{a_2}^{ninf} < i_{a_2}^{max}$ (Zona III), B_2^{ninf} gana la

subasta quedándose con un mal deudor lo que le genera un valor presente negativo¹², mientras que B_2^{inf} gana cero. En esta fila, las tasas ofertadas por B_2^{inf} van creciendo hasta que, cuando $i_{a_2}^{\text{inf}} = i_{a_2}^{\text{max}}$ (Zona IV), se produce una igualdad de tasas que le hace ganar la subasta a B_2^{inf} . Sabiendo que se va a quedar con un mal B_2^{inf} determina entonces el valor de $i_{a_2}^{\text{max}}$ como aquel que maximiza la ganancia esperada por prestarle a un mal deudor que es precisamente la tasa que determina los límites de la matriz¹³. Como la ganancia esperada de B_2^{inf} en la Zona IV (cero) es mayor que la de la Zona III en la que se queda con un mal deudor, le conviene jugar $i_{a_2}^{\text{max}}$. Asimismo, en la columna $i_{a_2}^{\text{inf}} = i_{a_2}^{\text{max}}$, B_2^{inf} juega tasas crecientes dentro de la Zona II en la que gana la subasta, hasta que, al jugar $i_{a_2}^{\text{max}}$, pasa a la Zona IV en la que también la gana maximizando su ganancia esperada.

Así, ante la jugada de B_2^{inf} de ofertar $i_{a_2}^{\text{max}}$, la mejor respuesta de B_2^{inf} es, también, ofertar $i_{a_2}^{\text{max}}$, por lo que en el punto $(i_{a_2}^{\text{inf}}; i_{a_2}^{\text{inf}}) = (i_{a_2}^{\text{max}}; i_{a_2}^{\text{max}})$ se produce un equilibrio de Nash en el que el banco no informado registra una ganancia neta esperada igual a cero (la única no negativa en esa fila) y el banco informado registra el máximo valor de ganancia esperada dado que se queda con un mal deudor.

En este equilibrio ambos bancos ofertan la misma tasa de interés con independencia de si el deudor pagó o no, lo que perjudica a los buenos deudores que no ven reflejado su buen comportamiento crediticio en una menor tasa de interés y, además, el equilibrio se produce a la tasa de interés máxima que es la que cobraría a un mal deudor. La “barrera informativa” impide a los buenos deudores liberarse de esta situación. Asimismo, en la subasta que lleva adelante una firma que haya pagado o no sus obligaciones bancarias, como las tasas ofrecidas por ambos tipos de bancos son iguales ($i_{a_2}^{\text{max}}$) y por los costos friccionales por cambiar de banco o por el “First Refusal”, gana siempre el banco informado, lo que implica que cada banco seguirá financiando a la misma firma que financió durante el primer período.

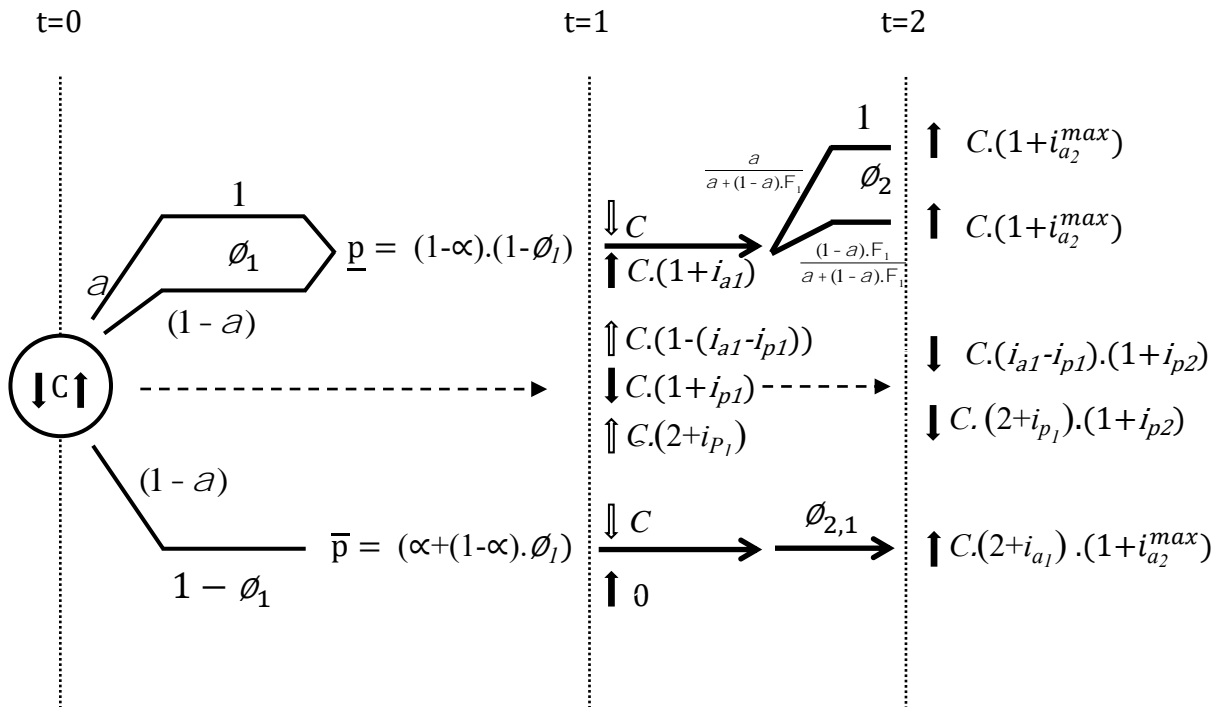
¹² Mas allá de que a los fines de mantener el modelo estilizado utilizaré $E \left[G_{B_2^{\text{inf}}}^{\text{III}} \right] = \emptyset (SD_2^{B_2^{\text{inf}}}) . SD_2^{B_2^{\text{inf}}} - (1 + i_{p_2}) . C$ pero incorporando la premisa de que, a los efectos de la comparación con $E \left[G_{B_2^{\text{inf}}}^{\text{IV}} \right]$, su valor es negativo.

¹³ Ver 2.6.2 para la Zona IV en el Anexo

2.4.5 La subasta en t=0

Al inicio del primer período (t=0) cuando los bancos que analizan la tasa a ofertar en la subasta inicial que organizan las firmas, éstas son indistinguibles. Todos los bancos conocen la secuencia del juego y saben que durante el segundo período seguirán financiando a la misma firma que terminen financiando como resultado de la subasta en t=0 y que la tasa del segundo período será $i_{a_2}^{max}$, con independencia de que la firma les haya pagado o no al final del primer período. Así, a partir de la probabilidad \bar{p} de que una firma pague al inicio del segundo período y la probabilidad \underline{p} de que no lo haga, los bancos determinan la tasa que ofertarán en la primer subasta (I_{a1}) descontando los flujos de fondos de cada escenario del juego (tanto para t=1 como para t=2) a la tasa activa que corresponde a cada período:

Figura V: Diagrama del juego con información asimétrica en t=0



Con:

$$SD_1 = C \cdot (1+i_{a1})$$

$$SD_2 = C \cdot (1+i_{a2}^{max})$$

$$SD_{2,1} = C \cdot (2+i_{a1}) \cdot (1+i_{a2}^{max})$$

$$\phi_1 = \phi(SD_1)$$

$$\phi_2 = \phi(SD_2)$$

$$\phi_{2,1} = \phi(SD_{2,1})$$

Inicialmente el banco desembolsará el capital del préstamo ($\downarrow C$) proveniente de la captación de depósitos ($\uparrow C$) para financiar la inversión de la firma en el proyecto, por lo que el flujo de fondos netos en $t=0$ es cero.

Si en $t=1$ (antes de la primer subasta) la firma a la que financió el banco paga sus obligaciones bancarias (con probabilidad \bar{p}), éste cobra el capital más el interés ($C.(1+i_{a1})$), devuelve los depósitos con el interés del primer período ($C.(1+i_{p1})$), gana la segunda subasta para el segundo período y otorga a la firma un nuevo préstamo por el capital necesario para financiar la inversión requerida por el proyecto de la firma ($C = I$) durante el segundo período a una tasa activa igual a i_{a2}^{max} , por lo que el monto del nuevo préstamo a la firma será $C.(1+i_{a2}^{max})$. El banco tomará nuevos depósitos por el capital a desembolsar (C) menos los fondos netos recibidos por el pago de los servicios de deuda que la firma ($C.(i_{a1}-i_{p1})$) realizó al final del primer período, por los que deberá pagar una tasa pasiva i_{p2} con el correspondiente egreso $EGR_2^{\bar{p}} = C.(1-(i_{a1}-i_{p1})).(1+i_{p2})$. El ingreso neto esperado por el banco para el segundo período (en $t=2$) para el caso de una firma que pagó sus obligaciones bancarias en $t=1$ es:

$$\left[\frac{\alpha+(1-\alpha).\phi_1.\phi_2}{\alpha+(1-\alpha).\phi_1} (1+i_{a2}^{max}) - (1-(i_{a1}-i_{p1}))(1+i_{p2}) \right] . C$$

Si en cambio, en $t=1$ (antes de la primer subasta), la firma a la que financió el banco no paga sus obligaciones bancarias (con probabilidad \underline{p}), el banco no cobra nada, devuelve los depósitos con el interés ($C.(1+i_{p1})$), gana la segunda subasta, refinancia el monto del servicio de deuda impago¹⁴ ($C.(1+i_{a1})$) para lo cual no necesita tomar nuevos depósitos y financia, además, las necesidades de inversión de la firma durante el segundo período ($C=I$)¹⁵. El banco toma nuevos depósitos por (i) el monto de depósitos devueltos ($(1+i_{p1}).C$) más (ii) el monto a desembolsar para financiar la inversión que demanda el

¹⁴ Lo que equivale a diferir el quebranto.

¹⁵ De lo contrario la firma no generaría ningún retorno.

proyecto (C), por lo que deberá pagar una tasa pasiva i_{p2} , con el correspondiente egreso $EGR_2^{\bar{p}l} = [(1 + i_{p1}) + I].C.(1+i_{p2})$. Durante el segundo período el banco cobra una tasa activa igual a i_{a2}^{max} , por lo que el monto del nuevo préstamo será $[(1 + i_{a1}) + 1].C.(1+i_{a2}^{max})$. El ingreso neto esperado por el banco para el segundo período (en $t=2$) para el caso de una firma que no pagó sus obligaciones bancarias en $t=1$ es: $[\phi_{2,1} \cdot (2+i_{a1}) \cdot (1+i_{a2}^{max}) - (2+i_{p1}) \cdot (1+i_{p2})].C$

La tasa para la subasta a inicios del primer período surgirá del descuento de los flujos de fondos al final de cada período (en $t=1$ y $t=2$) que realicen todos los bancos que, en ese momento, cuentan con la misma información. Los factores de descuento serán $(1+i_{a1})$ para el primer período y $(1+i_{a2}^{max})$ para el segundo. El valor presente resultante debe ser igual a cero ya que en $t=0$ el flujo de fondos netos es cero:

$$(10) \quad \bar{p} \cdot \left[\frac{\frac{\alpha+(1-\alpha) \cdot \phi_1 \cdot \phi_2}{\alpha+(1-\alpha) \cdot \phi_1} \cdot (1+i_{a2}^{max}) - (1-(i_{a1}-i_{p1})) \cdot (1+i_{p2})}{(1+i_{a1}) \cdot (1+i_{a2}^{max})} \cdot C \right] + \\ + \underline{p} \cdot \left[\frac{[\phi_{2,1} \cdot (2+i_{a1}) \cdot (1+i_{a2}^{max}) - (2+i_{p1}) \cdot (1+i_{p2})]}{(1+i_{a1}) \cdot (1+i_{a2}^{max})} \cdot C \right] = 0$$

Exploro la posibilidad de que durante el primer período los bancos presten a una tasa de interés menor que la pagan por los depósitos ($i_{a1} < i_{p1}$). Partiendo de la ecuación (10), cancelando C, $(1+i_{a1})$ y $(1+i_{a2}^{max})$ y reagrupando llego a¹⁶:

$$(11) \quad i_{a1} - i_{p1} = \frac{\left\{ 1 - \left[\frac{\alpha+(1-\alpha) \cdot \phi_1 \cdot \phi_2}{\alpha+(1-\alpha) \cdot \phi_1} \right] \frac{(1+i_{a2}^{max})}{(1+i_{p2})} \right\} + \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot (2+i_{p1}) \cdot (1-\phi_{2,1})}{\left[1 + \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1+i_{a2}^{max})}{(1+i_{p2})} \right]}$$

Con:

$$\underline{p} = (1-\alpha) \cdot (1-\phi_1)$$

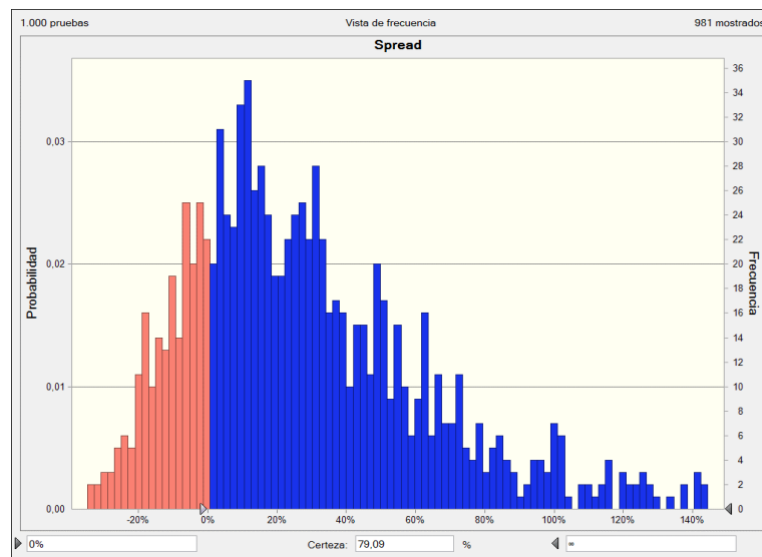
$$\bar{p} = (\alpha+(1-\alpha) \cdot \phi_1)$$

¹⁶ Ver 2.6.3 en el Anexo

Analizo la ecuación (11) para distintos valores de α , ϕ_1 , ϕ_2 , $\phi_{2,1}$, i_{p1} , i_{p2} y i_{a2}^{max} a través de una simulación de Montecarlo¹⁷ y obtengo como resultado la dispersión que se incluye en el Gráfico II.

En el marco de la simulación, el 21,3% de las veces $i_{a1} - i_{p1} \leq 0$. Así, con carácter general, para la determinadas combinaciones de las variables α , ϕ_1 , ϕ_2 , $\phi_{2,1}$, i_{p1} , i_{p2} y i_{a2}^{max} los bancos pueden ofrecer préstamos a tasas menores que las fondeo ($i_{a1} < i_{p1}$) lo que les genera un quebranto en el primer período y aun así obtener ganancias debido a que el poder de mercado derivado de la asimetría de información sobre sus deudores les permite, durante el segundo período, cobrar a los buenos deudores la tasa que le cobrarían a los malos. Esto genera ganancias esperadas en el segundo período (por el poder de mercado que genera la simetría de información) que compensan con creces las pérdidas esperadas del primer período (por los malos deudores que no pagan sus obligaciones en $t=1$).

Gráfico II: Dispersión del “Spread” ($i_{a1} - i_{p1}$) en el primer período



2.5 Conclusiones

Propongo un modelo en el que, con las condiciones de que (i) la función de distribución acumulada de la rentabilidad bruta (sin considerar los pagos de las obligaciones

¹⁷ Ver 2.6.4 en el Anexo

bancarias) de los proyectos en los que las firmas invierten los fondos prestados por los bancos sea montante creciente, (ii) existan costos por cambiar de banco o que el banco que financió a una firma tenga el derecho preferente (“First Refusal”) de poder igualar la mejor tasa ofrecida a la firma y (iii) ningún banco aceptaría quedarse con un mal deudor como cliente si puede evitarlo, lo que represento asignando un valor negativo a la rentabilidad de quedarse con un mal deudor, surge un equilibrio en el que los bancos terminan cobrando a sus buenos deudores la misma tasa que le cobran a los malos deudores.

En el modelo, es la firma la que llama a una licitación por la menor tasa de interés para financiar el proyecto que lleva adelante. En caso de empate, la firma toma el crédito del mismo banco que la venía financiando.

Los bancos que no financiaron a un deudor saben que el banco que lo financió tratará de retenerlo si es un buen deudor y de que otro banco lo siga financiando en caso de que sea un mal deudor. Así, los bancos que no financiaron a un deudor deben cubrirse ante la posibilidad de quedarse con un mal deudor, ofreciendo la tasa que maximiza sus ingresos esperados para el caso de que tenga que financiarlo.

La barrera informativa impide a los buenos deudores señalar su tipo para distinguirse de los malos a fin de obtener mejores tasas de interés. Así, los bancos ejercen poder de mercado sobre los buenos deudores a los que ya vienen financiando y cumplieron con sus obligaciones crediticias y les terminan cobrando la misma tasa de interés que a los malos deudores a los que ya vienen financiando y no cumplieron con sus obligaciones crediticias y que es la que maximiza su ganancia esperada por prestar a un mal deudor.

Como consecuencia, los bancos se quedan con los mismos deudores que le fueron asignados al principio del juego, cobrándoles a todos la misma tasa de interés.

El poder de mercado derivado de la asimetría de información permite a los bancos cobrar una tasa de interés de equilibrio superior a la que cobrarían a un mal deudor en un mercado con información simétrica.

A partir de una simulación de Montecarlo verifico que en el 21% de las combinaciones de las variables definidas como parámetros del modelo¹⁸, la tasa activa del primer

¹⁸ $\alpha, \theta_1, \theta_2, \theta_{2,1}, i_{p1}, i_{p2}$ y $i_{a_2}^{max}$

período es menor que la de fondeo. En estos casos, los bancos están dispuestos a experimentar un quebranto durante el primer período con tal de quedarse con firmas a las que, aplicándoles el poder de mercado derivado de la asimetría de información, pueden cobrar tasas máximas durante el segundo período con ganancias que más que compensan el quebranto inicial.

2.6 Anexo al capítulo 1

2.6.1 Verificación de la desigualdad de tasas activas en mercados con o sin memoria

De las ecuaciones (6), (7) y (8):

$$\frac{(1 + i_{a2}^{SM})}{(1 + i_{p2})} = \frac{1}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_2^{SM})}$$

$$\text{Con: } SD_2^{SM} = (1 + i_{a2}^{SM}) \cdot C$$

$$EGR_2^{SM} = (1 + i_{p2}) \cdot C$$

$$\frac{(1 + \bar{i}_{a2}^{P1})}{(1 + i_{p2})} = \frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_1)}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{\bar{P1}})}$$

$$\text{Con: } SD_2^{\bar{P1}} = (1 + \bar{i}_{a2}^{P1}) \cdot C$$

$$EGR_2^{\bar{P1}} = (1 + i_{p2}) \cdot C$$

$$\frac{(1 + i_{a2}^{P1})}{(1 + i_{p2})} = \frac{1}{\emptyset(SD_2^{P1})}$$

$$\text{Con: } SD_2^{P1} = (1 + i_{a2}^{P1}) \cdot C$$

$$EGR_2^{\bar{P1}} = (1 + i_{p2}) \cdot C$$

Teniendo en cuenta que i_{p2} es siempre la mismas ya que se determina en el mercado de depósitos.

Verificación $i_{a2}^{P1} \geq i_{a2}^{SM} \geq \bar{i}_{a2}^{P1}$:

(a) $i_{a2}^{P1} \geq i_{a2}^{SM}$?

$$i_{a2}^{P1} \geq i_{a2}^{SM} \Rightarrow \frac{1}{\emptyset(SD_2^{P1})} \geq \frac{1}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_2^{SM})} \Rightarrow \alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) \geq \emptyset(SD_2^{P1}) \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \alpha \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) \leq \alpha + [\emptyset(SD_2^{SM}) - \emptyset(SD_2^{P1})]$$

$$\text{Si } i_{a2}^{P1} \geq i_{a2}^{SM} \Rightarrow SD_2^{P1} > SD_2^{SM} \Rightarrow \alpha + [\emptyset(SD_2^{SM}) - \emptyset(SD_2^{P1})] \geq 0 \Rightarrow$$

⇒ el segundo término es $\geq \alpha$

Asimismo, con: $\emptyset(SD_2^{SM}) \leq 1$ el primer término es $\leq \alpha$

∴ se verifica que $\alpha \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) \leq \alpha + [\emptyset(SD_2^{SM}) - \emptyset(SD_2^{\bar{P}_1})] \Rightarrow$

$$\Rightarrow i_{a_2}^{\bar{P}_1} \geq i_{a_2}^{SM} \text{ (a) } \square$$

$$\text{b) } i_{a_2}^{SM} \geq i_{a_2}^{\bar{P}_1}$$

$$i_{a_2}^{SM} \geq i_{a_2}^{\bar{P}_1} \Rightarrow \frac{1}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_2^{SM})} \geq \frac{(1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_1)}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{\bar{P}_1})} \Rightarrow$$

$$\begin{aligned} &\Rightarrow \alpha^2 + \alpha \cdot \emptyset(SD_1) - \alpha^2 \cdot \emptyset(SD_1) + \alpha \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) + \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) - \alpha \cdot \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) - \\ &- \alpha^2 \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) - \alpha \cdot \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) + \alpha^2 \cdot \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) \leq \\ &\leq \alpha + \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) - \alpha \cdot \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) \end{aligned}$$

Reordeno y divido ambos términos por α :

$$\Rightarrow \alpha + \emptyset(SD_1) - \alpha \cdot \emptyset(SD_1) + \emptyset(SD_2^{SM}) - \alpha \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) - \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) +$$

$$+ \alpha \cdot \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) \leq 1 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_1) + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) - (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM}) \leq 1 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \alpha + (1-\alpha) \cdot [\emptyset(SD_1) + \emptyset(SD_2^{SM}) - \emptyset(SD_1) \cdot \emptyset(SD_2^{SM})] \leq 1$$

$$\Rightarrow \underbrace{\alpha + (1-\alpha)}_{=1} \cdot \underbrace{[\emptyset(SD_1) + (1 - \emptyset(SD_1)) \cdot \emptyset(SD_2^{SM})]}_{\leq 1} \leq 1$$

=1

=1

≤1

≤1

≤1

$$\therefore i_{a_2}^{SM} \geq i_{a_2}^{\bar{P}_1} \checkmark \text{ (b)}$$

$$\text{(a) y (b) } \Rightarrow i_{a_2}^{\bar{P}_1} \geq i_{a_2}^{SM} \geq i_{a_2}^{\bar{P}_1}$$

2.6.2 Determinación de las funciones de ganancia esperada para ambos jugadores en las distintas zonas de la matriz

- Zona I:

La firma pagó, por lo que el banco informado cobra el capital más el interés ($C.(1+i_{a1})$) y devuelve los depósitos con el interés del primer período ($C.(1+i_{p1})$), lo que lo deja con una ganancia de $(i_{a1}-i_{p1}).C$, pero pierde la subasta para el segundo período, por lo que su esperanza de ganancia para el segundo período es cero:

$$G_2^{B^{inf}} = 0$$

Por su parte, en esta zona, el banco no informado sabe que va a ganar la subasta y juega tasas entre i_{a2}^{\min} y $(i_{a2}^{\max} - \Delta i)$ pero como no conoce si el banco informado juega i_{a2}^{\max} o tasas menores, no sabe si la firma cumplió o no con sus obligaciones por lo que asume que terminará financiando a un buen deudor con probabilidad α o a un mal deudor con probabilidad $(1-\alpha)$. En ambos casos deberá desembolsar un préstamo por el capital que requiere la firma para el segundo período (C) que fondeará con un monto igual de depósitos por los que pagará una tasa de interés i_{p2} con el correspondiente egreso: $EGR_2 = (1+i_{p2}).C$

La esperanza de ganancia para el segundo período del banco no informado será:

$$E[G_2^{B^{ninf}}] = E[ING_2^{B^{ninf}}] - EGR_2$$

$$E[G_2^{B^{ninf}}] = (\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_2^{B^{ninf}})) \cdot SD_2^{B^{ninf}} - (1 + i_{p2}).C$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{ninf}} = C.(1 + i_{a2}^{B^{ninf}})$$

- Zona II:

La firma pagó por lo que el banco informado cobra el capital más el interés ($C.(1+i_{a1})$), devuelve los depósitos con el interés del primer período ($C.(1+i_{p1})$) por lo que obtiene una ganancia de $C.(i_{a1} - i_{p1})$, gana la subasta para el segundo período y otorga a la firma un nuevo préstamo por el capital necesario para financiar la inversión requerida por el proyecto de la firma ($C = I$) durante el período. Dado que la firma pagó, puede tratarse de un buen deudor (con probabilidad $\frac{\alpha}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset(SD_I)}$) o de un mal deudor cuyo proyecto generó los fondos necesarios para pagar (con

probabilidad $\frac{(1-\alpha).\emptyset(SD_1)}{\alpha+(1-\alpha).\emptyset(SD_1)}$. El banco informado tomará nuevos depósitos por el capital a desembolsar (C) menos los fondos netos recibidos por el pago de los servicios de deuda de la firma ($C.(i_{a1}-i_{p1})$), por los que deberá pagar una tasa pasiva i_{p2} con el correspondiente egreso: $EGR_2^{\overline{P_1}} = C.[1-(i_{a1}-i_{p1})].(1+i_{p2})$

La esperanza de ganancia para el segundo período del banco informado a la firma que pagó ($B_2^{inf/\overline{P_1}}$) es:

$$E \left[G_2^{B^{inf/\overline{P_1}}} \right] = E \left[ING_2^{B^{inf/\overline{P_1}}} \right] - EGR_2^{\overline{P_1}}$$

$$E \left[G_2^{B^{inf/\overline{P_1}}} \right] = \frac{\alpha+(1-\alpha).\emptyset(SD_1).\emptyset(SD_2^{B^{inf/\overline{P_1}}})}{\alpha+(1-\alpha).\emptyset(SD_1)} .SD_2^{B^{inf/\overline{P_1}}} - (1-(i_{a1}-i_{p1}))(1+i_{p2}).C$$

Con $SD_2^{B^{inf/\overline{P_1}}} = C.(1 + i_{a2}^{B^{inf/\overline{P_1}}})$

Por su parte, el banco no informado, al perder la subasta, no tiene pérdidas ni ganancias.

- Zona III:

La firma no pagó por lo que el banco informado no cobra ni el capital ni el interés del préstamo que le otorgó para el primer período y debe devolver los depósitos que tomó para el primer período por lo que experimenta un quebranto igual a $C.(1+i_{p1})$. Al no cobrar nada, tiene la certeza de que se trata de un mal deudor y, siguiendo su política de crédito, juega una tasa de interés máxima con el fin de perder la subasta para que otro banco se lleve al mal deudor. La tasa máxima es determinada por el banco informado cubriéndose de la posible jugada del banco no informado ofertando, también, la tasa máxima, lo que lo llevaría a la Zona IV en la que se quedar con el mal deudor. Como pierde la subasta, el banco informado no tiene pérdidas ni ganancias.

Por su parte, el banco no informado, que gana la subasta, sabe que se queda con un mal deudor al que deberá desembolsar un préstamo por el capital que requiere la firma para el segundo período (C), de lo contrario ésta no generaría ningún retorno, que fondeará con un monto igual de depósitos por los que pagará una tasa de interés i_{p2} . La esperanza de ganancia para el segundo período de B_{ninf} será:

$$E \left[G_2^{B^{ninf}} \right] = E \left[ING_2^{B^{ninf}} \right] - EGR_2$$

$$E \left[G_2^{B^{ninf}} \right] = \emptyset (SD_2^{B^{ninf}}).SD_2^{B^{ninf}} - (1 + i_{p_2}).C$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{ninf}} = C.(1 + i_{a_2}^{B^{ninf}})$$

- Zona IV:

La firma no pagó por lo que el banco informado no cobra ni el capital ni el interés del préstamo que le otorgó para el primer período y debe devolver los depósitos que tomó para el primer período por lo que experimenta un quebranto igual a $C.(1+i_{p1})$.

Al no cobrar nada, tiene la certeza de que se trata de un mal deudor y, siguiendo su política de crédito, juega una tasa de interés máxima en un intento de perder la subasta a fin de que otro banco se lleve al mal deudor pero, como el banco no informado juega la misma tasa y teniendo en cuenta los costos de la firma por cambiar de banco, el banco informado termina ganando la subasta. La tasa máxima es determinada por el banco informado sabiendo que (i) deberá refinanciar el monto del servicio de deuda impago ($C.(1+i_{a1})$) y (ii) financiar las necesidades de inversión de la firma durante el segundo período ($C=I$), de lo contrario ésta no generaría ningún retorno. El banco informado toma nuevos depósitos para el segundo período por (i) el monto de depósitos devueltos ($(1+i_{p1}).C$) más (ii) el monto a desembolsar para financiar la inversión que demanda el proyecto (C), por los que pagaría una tasa pasiva i_{p2} con el correspondiente egreso:

$$EGR_2^{\overline{P1}} = [C.(1 + i_{p1}) + C].(1+i_{p2}) = (2 + i_{p1}).(1+i_{p2}).C$$

La esperanza de ganancia para el segundo período del banco informado a la firma

que no pagó ($B_2^{inf/P1}$) es:

$$E \left[G_2^{B^{inf/P1}} \right] = E \left[ING_2^{B^{inf/P1}} \right] - EGR_2$$

$$E \left[G_2^{B^{inf/P1}} \right] = \emptyset (SD_2^{B^{inf/P1}}).SD_2^{B^{inf/P1}} - (2+i_{p1}).(1+i_{p2}).C$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{inf/P1}} = (2+i_{a1}).(1 + i_{a_2}^{B^{inf/P1}}).C$$

$$EGR_2 = (1 + i_{p1}).(1 + i_{p2}).C$$

La tasa máxima a ofertar por el banco informado en la subasta de la firma a la que financió y no pagó sus obligaciones del primer período es aquella que maximiza la esperanza de ganancia para el segundo período:

$$\max \left\{ E \left[G_2^{B_2^{inf}/P_1} \right] \right\} = \left[\emptyset (SD_2^{B^{inf}/P_1}) \cdot (2+i_{a_1}) \cdot (1+i_{a_2}^{max}) - (2+i_{p_1}) \cdot (1+i_{p_2}) \right] \cdot C$$

Por su parte, el banco no informado, al perder la subasta, no tiene pérdidas ni ganancias.

En resumen:

$$\text{Zona I: } E \left[G_{B_2^{inf}}^I; G_{B_2^{inf}}^I \right] = \left[0; (\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset (SD_2^{B^{inf}})) \cdot SD_2^{B^{inf}} - (1+i_{p_2}) \cdot C \right]$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{inf}} = C \cdot (1+i_{a_2}^{B^{inf}})$$

$$\text{Zona II: } E \left[G_{B_2^{inf}}^{II}; G_{B_2^{inf}}^{II} \right] = \left[\frac{(\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset (SD_1) \cdot \emptyset (SD_2^{B^{inf}/\bar{P}_1}))}{(\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset (SD_1))} \cdot SD_2^{B^{inf}/\bar{P}_1} - \right.$$

$$\left. - (1 - (i_{a_1} - i_{p_1})) \cdot (1+i_{p_2}) \cdot C; 0 \right]$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{inf}/\bar{P}_1} = C \cdot (1+i_{a_2}^{B^{inf}/\bar{P}_1})$$

$$\text{Zona III: } E \left[G_{B_2^{inf}}^{III}; G_{B_2^{inf}}^{III} \right] = \left[0; \emptyset (SD_2^{B^{inf}}) \cdot SD_2^{B^{inf}} - (1+i_{p_2}) \cdot C \right]$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{inf}/P_1} = (2+i_{a_1}) \cdot (1+i_{a_2}^{B^{inf}/P_1}) \cdot C$$

$$\text{Zona IV: } E \left[G_{B_2^{inf}}^{III}; G_{B_2^{inf}}^{III} \right] = \left[\emptyset (SD_2^{B^{inf}/P_1}) \cdot SD_2^{B^{inf}/P_1} - (2+i_{p_1}) \cdot (1+i_{p_2}) \cdot C; 0 \right]$$

$$\text{Con } SD_2^{B^{inf}/P_1} = (2+i_{a_1}) \cdot (1+i_{a_2}^{B^{inf}/P_1}) \cdot C$$

2.6.3 Análisis de los flujos descontados en t=0

De las ecuaciones (10):

$$\bar{p} \cdot \left[\frac{\left[\frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset_1 \cdot \emptyset_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \emptyset_1} \cdot (1+i_{a_2}^{max}) - (1 - (i_{a_1} - i_{p_1})) \cdot (1+i_{p_2}) \right]}{(1+i_{a_1}) \cdot (1+i_{a_2}^{max})} \cdot C \right] +$$

$$+ \underline{p} \cdot \left[\frac{\left[\emptyset_{2,1} \cdot (2+i_{a_1}) \cdot (1+i_{a_2}^{max}) - (2+i_{p_1}) \cdot (1+i_{p_2}) \right]}{(1+i_{a_1}) \cdot (1+i_{a_2}^{max})} \cdot C \right] = 0 \Rightarrow$$

$$\begin{aligned}
& \bar{p} \cdot \left[\frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1 \cdot \varnothing_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) - (1 - (i_{a_1} - i_{p_1})) \cdot (1 + i_{p_2}) \right] + \\
& + \underline{p} \cdot \left[\varnothing_{2,1} \cdot (2 + i_{a_1}) \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) - (2 + i_{p_1}) \cdot (1 + i_{p_2}) \right] = 0 \Rightarrow \\
& \Rightarrow \bar{p} \cdot \left[\frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1 \cdot \varnothing_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) - (1 + i_{p_2}) \right] + \bar{p} \cdot (i_{a_1} - i_{p_1}) \cdot (1 + i_{p_2}) + \\
& + \underline{p} \cdot \left[2 \cdot \varnothing_{2,1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) - 2 \cdot (1 + i_{p_2}) \right] + \underline{p} \cdot \varnothing_{2,1} \cdot i_{a_1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) - \underline{p} \cdot (1 + i_{p_2}) \cdot i_{p_1} = 0 \Rightarrow \\
& \Rightarrow \bar{p} \cdot i_{a_1} \cdot (1 + i_{p_2}) + \underline{p} \cdot \varnothing_{2,1} \cdot i_{a_1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) - \bar{p} \cdot (1 + i_{p_2}) \cdot i_{p_1} - \underline{p} \cdot (1 + i_{p_2}) \cdot i_{p_1} = \\
& = \bar{p} \cdot \left[(1 + i_{p_2}) - \frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1 \cdot \varnothing_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) \right] + \underline{p} \cdot \left[2 \cdot (1 + i_{p_2}) - 2 \cdot \varnothing_{2,1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) \right] \Rightarrow \\
& \Rightarrow i_{a_1} \cdot \left[\bar{p} \cdot (1 + i_{p_2}) + \underline{p} \cdot \varnothing_{2,1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) \right] - i_{p_1} \cdot \left[\bar{p} \cdot (1 + i_{p_2}) + \underline{p} \cdot (1 + i_{p_2}) \right] = \\
& = \bar{p} \cdot \left[(1 + i_{p_2}) - \frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1 \cdot \varnothing_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) \right] + \underline{p} \cdot \left[2 \cdot (1 + i_{p_2}) - 2 \cdot \varnothing_{2,1} \cdot (1 + i_{a_2}^{max}) \right] \Rightarrow \\
& \bar{p} \cdot (1 + i_{p_2}) \cdot \left\{ i_{a_1} \cdot \left[1 + \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right] - i_{p_1} \cdot \left[1 + \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \right] \right\} = \\
& \bar{p} \cdot (1 + i_{p_2}) \cdot \left[1 - \frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1 \cdot \varnothing_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right] + 2 \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \left[1 - \varnothing_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right] \Rightarrow \\
& \Rightarrow i_{a_1} \cdot \left[1 + \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right] - \frac{i_{p_1}}{\bar{p}} = \\
& = 1 + 2 \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} - \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \left[\frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1 \cdot \varnothing_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1} + 2 \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \right] \Rightarrow \\
& \Rightarrow i_{a_1} = \frac{1 + 2 \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} - \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \left[\frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1 \cdot \varnothing_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1} + 2 \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \right] + \frac{i_{p_1}}{\bar{p}}}{\left[1 + \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]} \Rightarrow \\
& i_{a_1} - i_{p_1} = \frac{1 + 2 \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} - \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \left[\frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1 \cdot \varnothing_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1} + 2 \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \right] + \frac{i_{p_1}}{\bar{p}}}{\left[1 + \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]} - i_{p_1} = \\
& = \frac{1 + 2 \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} - \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \left[\frac{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1 \cdot \varnothing_2}{\alpha + (1-\alpha) \cdot \varnothing_1} + 2 \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \right] + \frac{i_{p_1}}{\bar{p}} - i_{p_1} - i_{p_1} \cdot \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})}}{\left[1 + \frac{\underline{p}}{\bar{p}} \cdot \varnothing_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]}
\end{aligned}$$

Como:

$$\begin{aligned}
& \frac{i_{p_1}}{\bar{p}} - i_{p_1} - i_{p_1} \frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} = i_{p_1} \cdot \left[\frac{1}{\bar{p}} - 1 - \frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right] = \\
& = \frac{i_{p_1}}{\bar{p}} \cdot \left[(1 - \bar{p}) - p \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right] = \frac{i_{p_1}}{\bar{p}} \cdot \left[\bar{p} - p \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right] = \\
& = i_{p_1} \frac{p}{\bar{p}} \left[1 - \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right] \Rightarrow \\
& i_{a_1} - i_{p_1} = \frac{1 + \frac{p}{\bar{p}} \cdot \left\{ 2 - 2 \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} + i_{p_1} \cdot \left[1 - \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right] \right\}}{\left[1 + \frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]} - \\
& - \frac{\left[\frac{\alpha + (1 - \alpha) \cdot \phi_1 \cdot \phi_2}{\alpha + (1 - \alpha) \cdot \phi_1} \right] \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})}}{\left[1 + \frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]} \\
& = \frac{1 + \frac{p}{\bar{p}} \cdot (2 + i_{p_1}) - \left[\frac{\alpha + (1 - \alpha) \cdot \phi_1 \cdot \phi_2}{\alpha + (1 - \alpha) \cdot \phi_1} \right] \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})}}{\left[1 + \frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]} - \\
& - \frac{\frac{p}{\bar{p}} \cdot \left[2 \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} + i_{p_1} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]}{\left[1 + \frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]} = \\
& = \frac{\left\{ 1 - \left[\frac{\alpha + (1 - \alpha) \cdot \phi_1 \cdot \phi_2}{\alpha + (1 - \alpha) \cdot \phi_1} \right] \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right\} + \frac{p}{\bar{p}} \cdot (2 + i_{p_1})}{\left[1 + \frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]} - \\
& - \frac{\frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \cdot (2 + i_{p_1})}{\left[1 + \frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]} \\
& i_{a_1} - i_{p_1} = \frac{\left\{ 1 - \left[\frac{\alpha + (1 - \alpha) \cdot \phi_1 \cdot \phi_2}{\alpha + (1 - \alpha) \cdot \phi_1} \right] \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right\} + \frac{p}{\bar{p}} \cdot (2 + i_{p_1}) \cdot (1 - \phi_{2,1})}{\left[1 + \frac{p}{\bar{p}} \cdot \phi_{2,1} \cdot \frac{(1 + i_{a_2}^{max})}{(1 + i_{p_2})} \right]}
\end{aligned}$$

2.6.4 SIMULACION DE MONTECARLO DEL SPREAD EN EL PRIMER PERIODO

Prefs ejecución:

Número de pruebas ejecutadas Monte Carlo	1.000
Inicialización aleatoria	
Control de precisión activado	
Nivel de confianza	95,00%

Estadísticas de ejecución:

Tiempo de ejecución total (seg)	1,40
Pruebas/segundo (promedio)	714
Números aleatorios por segundo	4.998

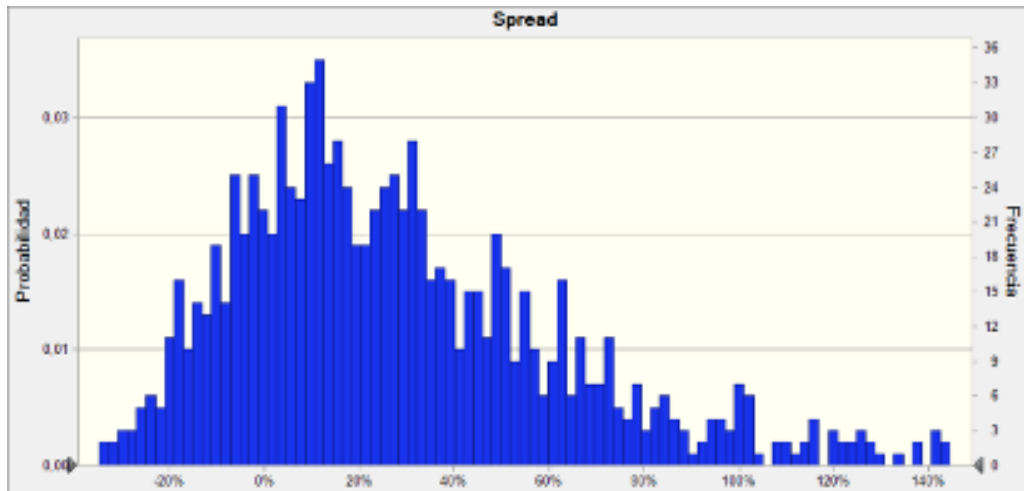
Previsión: Spread

Resumen:

El rango completo es de -35% a 293%

El caso base es -30%

Después de 1.000 pruebas, el error estándar de la media es 1%



Estadísticas:

Pruebas	1.000
Caso base	-30%
Media	31%
Mediana	23%
Modo	—
Desviación estándar	41%
Varianza	16%
Sesgo	1,72
Curtosis	8,13
Coficiente de variación	1,32
Mínimo	-35%
Máximo	293%
Ancho de rango	328%
Error estándar medio	1%

Con distribución uniforme de las variables:

$$10\% \leq \alpha \leq 90\%$$

$$10\% \leq \phi_1 \leq 90\%$$

$$10\% \leq \phi_2 \leq 90\%$$

$$10\% \leq \phi_{2,1} \leq 90\%$$

$$1\% \leq i_{p1} \leq 20\%$$

$$1\% \leq i_{p2} \leq 20\%$$

$$5\% \leq i_{a_2}^{max} \leq 50\%$$

3. Capítulo II: Estudio de caso sobre el programa de convertibilidad

3.1 Introducción

El régimen de convertibilidad generó un contexto de gran estabilidad financiera. La existencia de una moneda “de largo plazo” permitió a los bancos volver a financiar a largo plazo en moneda local a través de préstamos de inversión a empresas e hipotecas a familias. El programa tenía básicamente tres puntos de debilidad: la limitada capacidad del BCRA para financiar al sistema financiero en casos de iliquidez sistémica, la imposibilidad de absorber shocks externos en la cuenta corriente a través de la devaluación de la moneda y una tendencia a la apreciación de la moneda que, vinculada al dólar, se apreciaba nominalmente junto con éste.

La limitación del BCRA para actuar como prestamista de última instancia lo llevó a adoptar normas prudenciales vinculadas con la solvencia y la liquidez que las entidades financieras debían mantener. Asimismo incorporó como un pilar fundamental de la sanidad de sistema financiero la difusión de información de las entidades (balances, estados de situación de deudores, requisitos e integración de liquidez, entre otros), sus deudores (monto tomado por entidad y calificación de la situación de la deuda en cada entidad) y cuentacorrentistas (cheques rechazados e inhabilitados). Esta política activa de difusión de información encaminó al mercado de crédito hacia un esquema de información simétrica respecto de si un deudor había cumplido normalmente o no con sus obligaciones crediticias, caracterizado por la segmentación de tasas de interés activas y en el cual los buenos deudores obtienen mejores que la que obtienen los malos deudores.

Paradójicamente y con el correr de los años, al tratar de hacer frente a las consecuencias de las otras debilidades (atraso cambiario y recesión a partir de 1998) el Gobierno fue adoptando medidas que redundaron en el aumento del riesgo de que el BCRA pueda administrar una corrida bancaria, además del “crowding-out” que fue realizando el Sector Público respecto del Sector Privado en el mercado de crédito. Asimismo, fue adoptando medidas que restringieron paulatinamente la transparencia de la información

sobre los deudores y cuentacorrentistas, alejando al mercado de crédito del modelo de información simétrica con un esquema de segmentación de tasas de interés activas al que convergió durante los primeros años del programa de convertibilidad hacia un modelo de información asimétrica con barreras informativas, poder de mercado y una tasa única para ambos tipos de deudores.

Finalmente la combinación de (i) una situación de endeudamiento del Sector Público cada vez más insostenible, (ii) una creciente participación de los gobiernos Nacional y Provinciales en el mercado de crédito bancario y (iii) la percepción cada vez más arraigada que se podría abandonar la convertibilidad; llevaron a los depositantes a retirar sus depósitos tanto en dólares como en pesos (para canjearlos por pesos a la paridad vigente) generando así una corrida contra las Reservas del BCRA que obligaron al Gobierno a imponer restricciones al retiro de depósitos que incrementaron aún más la ansiedad de depositantes de hacerse de dólares en efectivo.

A lo largo de este Capítulo describiré la evolución de la economía argentina en el contexto de las bondades y debilidades del programa de convertibilidad, así como los anuncios y medidas que se fueron sucediendo, con el consecuente impacto en la economía en general, con énfasis en el riesgo país y en los depósitos privados.

3.2 El régimen de convertibilidad

Durante 1989 la Argentina experimentó una hiperinflación (los precios aumentaron 2.343% en el semestre marzo-agosto con un pico de 196,6% m/m durante julio) que fue temporariamente controlada, cambio anticipado de gobierno mediante¹⁹, a partir del canje compulsivo de los depósitos a plazo fijo por títulos públicos denominados Bonex 89 (plan Bonex). El índice de inflación anual de 1989 se ubicó en el 4.923%.

La percepción generalizada de que el nuevo gobierno seguiría políticas aún más expansivas en el gasto hizo que las expectativas inflacionarias no cedieran. Además, la existencia de encajes remunerados que reseteaban tasa cada semana en un contexto de aumento persistente del tipo de cambio, impedían al BCRA controlar y bajar esta tasa

¹⁹ El 14 de mayo de 1989 el candidato del partido opositor había ganado las elecciones presidenciales en primera vuelta con el 48,51% de los votos y debió asumir anticipadamente el cargo (el 8 de julio de 1989, 5 meses antes) como consecuencia de la crisis hiperinflacionaria

nominal. El consecuente aumento del déficit cuasi-fiscal era una clara señal de una futura expansión monetaria de magnitud.

Así, un segundo pico hiperinflacionario se produjo a principios de 1990 (los precios aumentaron 466% en el primer trimestre con un pico de 95,5% m/m durante marzo). El año culminó con un aumento anual del nivel de precios de 1.344% lo que llevó a un aumento del nivel de precios en ambos años (1989 y 1990) de 72.437%.

Al comienzo de 1991 la inflación estaba lejos de ser controlada. En el primer trimestre los precios aumentaron 52%. Sólo durante febrero aumentaron 27%.

Así, el 27 de Marzo de 1991 se promulgó y sancionó la Ley 23.928 de Convertibilidad del Austral que establecía una paridad, a partir del 1° de abril de 1991, de diez mil australes por cada dólar. Luego, el Decreto 2.128 de 1991 estableció que desde el 1° de enero de 1992 la relación de conversión sería de 10.000 australes por peso.

El aumento de los precios se desaceleró rápidamente: 5,5% m/m en abril y 2,8% m/m en mayo. En el segundo semestre la inflación fue de 8,3%. El programa de convertibilidad logró controlar la inflación durante toda su vigencia.

Tabla I: Inflación anual durante la convertibilidad

AÑO	IPC
1992	17,5%
1993	7,4%
1994	3,9%
1995	1,6%
1996	0,1%
1997	0,3%
1998	0,7%
1999	-1,8%
2000	-0,7%
2001	-1,5%

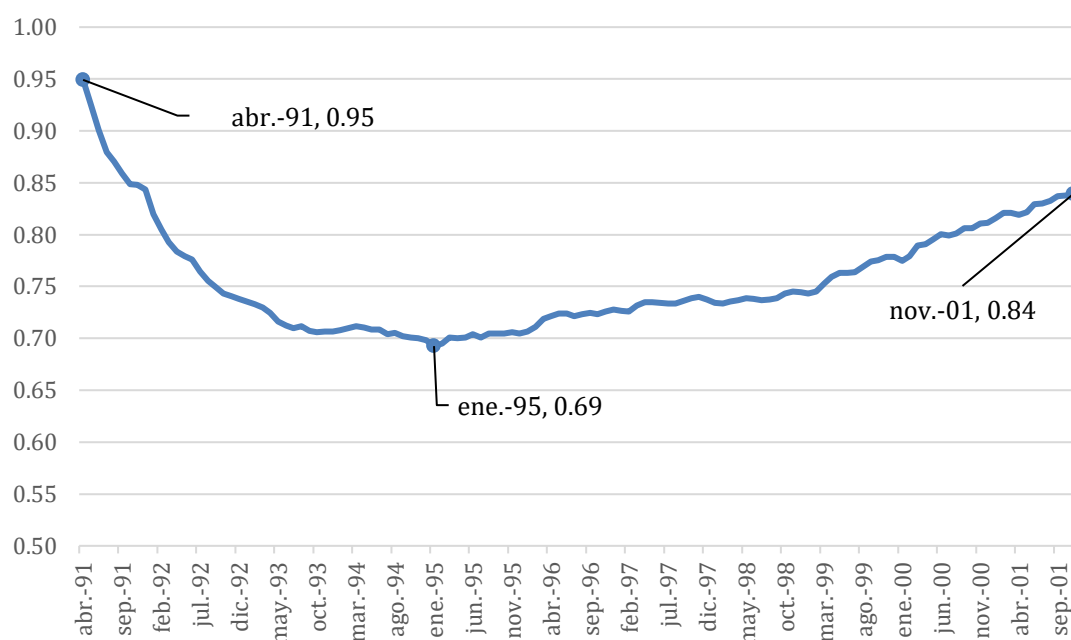
Elaboración propia a base de información del INDEC.

La convertibilidad tenía implícitas tres debilidades: La incapacidad de realizar políticas monetarias que permitieran evitar la excesiva revaluación del peso o absorber shocks

externos y el límite de las reservas internacionales excedentes para asistir al sistema financiero. El problema de la revaluación del peso comenzó a manifestarse desde el inicio del programa y perduró durante su vigencia: Sólo el aumento del nivel de precios de 5,51% que se produjo durante el mes abril de 1991, mes en que entró en vigencia la convertibilidad, hizo que ya durante el primer mes de vigencia del programa, el peso se revaluara hasta una paridad real de 0,95. La inercia inflacionaria del resto del año 1991, llevó esta paridad a 0,84, casi un 20% de apreciación del peso en términos reales contra el dólar.

El peso se siguió revaluándose consistentemente en términos reales contra el dólar hasta enero de año 1995 cuando registró la máxima apreciación real de 0,69 contra el dólar (ver Gráfico I): en términos de la PPP, un peso equivalía a 1,45 dólares. A partir de febrero de 1995 la Argentina comenzó a exhibir tasas de inflación consistentemente menores que la de los EEUU, lo que permitió que el peso comenzara, lentamente, a recuperar “competitividad”.

Gráfico I : Tipo de Cambio Real Bilateral (EEUU)



Elaboración propia a base de información del BCRA, el INDEC y el Bureau of Labor Statistcis.

Entre enero de 1991 y diciembre de 1993 la tasa de interés de corto plazo de EE.UU. (Fed Funds) se redujo de 6.75% a 3%, contribuyendo a que la economía argentina atrajera fuertes influjos de capital. Esto también contribuyó a la apreciación del tipo de

cambio real y un boom de consumo e inversión que recién se atenuó con el advenimiento de la crisis del Tequila en diciembre de 1994. Durante el período 1991-1994 el PIB creció a una tasa promedio anual de 8% y el ingreso neto de capitales privados entre 1992 y 1994 totalizó US\$ 21.500 millones. El tipo de cambio real multilateral se apreció 42,8% entre abril de 1991 y junio de 1993 (ver Gráfico V).

La otra vulnerabilidad de la convertibilidad vinculada con la limitada capacidad del BCRA de asistir con liquidez a los bancos se originaba en la restricción legal de que la base monetaria (circulante + depósitos a la vista de los bancos en el BCRA) debía estar respaldada por “reservas de libre disponibilidad”, por lo que el BCRA solo podía emitir pesos para financiar a las entidades financieras por el exceso de reservas por encima de las de libre disponibilidad.

Asimismo, el Art. 33 de la Carta Orgánica del BCRA establecía que hasta una tercera parte de las reservas de libre disponibilidad mantenidas podrán estar integradas con títulos públicos valuados a precio de mercado, lo que podía llegar a debilitar la confianza respecto de la convertibilidad. En definitiva, con el riesgo país subiendo y un mercado poco líquido para absorber ventas masivas de títulos públicos por parte del BCRA, no habría un dólar por cada peso de base monetaria. Como veremos más adelante, el BCRA instrumentó un programa de pases con entidades financieras de primera línea del exterior para mitigar este riesgo.

Ante una corrida cambiaria, el BCRA nunca contaría con los dólares suficientes como para atender todas las obligaciones en pesos y dólares que, en un extremo, llegarían al total de los depósitos (ambas monedas) y el circulante. En la medida que la convertibilidad avanzaba, los agregados monetarios se incrementaban, especialmente M3. En el último año antes de los eventos que desencadenaron la crisis de fines de 2001, los depósitos totales representaban 5,5 veces el valor de la base monetaria (ver Tabla II).

Tabla II: Evolución de agregados monetarios durante la convertibilidad

	Base Monetaria	Depositos Totales	Depositos Privados	Dep.Priv. / Dep.Tot.	Dep.Tot./ Bas.Mon.
mar-91	4.799.521	9.737.303	7.876.078	81%	203%
dic-91	7.822.885	15.972.052	12.568.110	79%	204%
dic-95	13.050.012	45.757.236	37.582.077	82%	351%
dic-00	15.054.195	82.761.507	73.707.620	89%	550%

Elaboración propia a base de información del BCRA.

La vulnerabilidad intrínseca de la convertibilidad a través de la restricción de liquidez del sistema financiero dio lugar a una profunda reforma que comenzó con la Ley N° 24.144 sancionada el 23 de Setiembre de 1992 que dispuso una nueva Carta Orgánica para el BCRA. Esta nueva Carta Orgánica le otorgaba al BCRA mayor independencia respecto de los poderes ejecutivo y legislativo, le fijaba como objetivo principal la preservación del valor de la moneda nacional, establecía que su presidente y directores debían ser nombrados por el Presidente de la República con acuerdo del Senado y creaba la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC).

Se adoptó un nuevo marco regulatorio prudencial orientado a fomentar la competencia entre los bancos y promover la solvencia y liquidez de cada banco y del sistema bancario en general. Pou, P. (2000) describe cómo a partir de septiembre de 1991 comenzó a aplicarse un régimen de requisitos de capitales mínimos con una exigencia del 3% de los activos ponderados por riesgo que fue aumentado hasta llegar al 11,5% en enero de 1995, nivel superior al 8% recomendado por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria para los países desarrollados.

La nueva SEFyC adoptó el sistema de supervisión CAMEL (Capital, Asstes, Management, Earnings and Liquidity) de la Reserva Federal a partir de la cual evaluaba cada uno de estos componentes según una escala de 1 a 5 (siendo 1 la menor evaluación y 5 la peor) y la calificación general, confidencial, de cada banco se expresaba luego como un promedio de esas calificaciones. Las inspecciones “in situ” que se realizan a todos los bancos por lo menos cada 18 meses y con mayor frecuencia a los bancos con dificultades se complementaban con un esquema de seguimiento a distancia permanente. El primer banco que recibir una calificación CAMEL fue el Banco de Crédito Argentino. Asimismo, la SEFyC realizó un proceso de incorporación de

profesionales del sector privado que se complementó con el personal que ya tenía el BCRA en la antigua Gerencia de Supervisión.

El Informe del Presidente del BCRA al Congreso año 1994 describe cómo la difusión de información comienza a constituir un objetivo de primer orden para el BCRA que en 1994 comienza a publicar (incluso a través de soportes magnéticos) (i) los estados contables de las entidades financieras, (ii) indicadores realizados a base de dichos estados contables, (iii) un boletín estadístico con información sobre los agregados monetarios, tasas de interés activas y pasivas, financiaciones por sectores o ramas de actividad, y por áreas geográficas y (iv) una guía de del sistema financiero con los domicilios y teléfonos de todas las sucursales en el país y en el extranjero de las entidades financieras y cambiarias, la composición de los directorios y cuerpos gerenciales, la nómina de accionistas y sus participaciones, y el personal ocupado. Posteriormente comenzó a publicar información en línea sobre cuentacorrentistas inhabilitados, cheques rechazados y situación de deuda de los deudores del sistema financiero, además de información sobre el cumplimiento de varias regulaciones prudenciales²⁰. Comenzaba un ciclo de difusión de información sobre el cumplimiento de los deudores bancarios respecto de sus obligaciones crediticias que fue llevando a que el mercado de crédito operara bajo un esquema de información simétrica caracterizado por la segmentación de tasas de interés activas en la cual los buenos deudores obtendrían mejores tasas que malos deudores.

Las restricciones en materia de política monetaria de la Carta Orgánica y la Ley de Convertibilidad limitaron la capacidad del BCRA de proveer de liquidez al sistema financiero, lo que lo llevó a fijar encajes bancarios altos: 40% para los depósitos a la vista (luego se aumentaron a 43%) y 0% para los depósitos a plazo (luego se aumentaron a 3%)²¹.

3.3 La Crisis del Tequila

En 1995 llegó la primer prueba para la convertibilidad. A partir de la devaluación abrupta del peso mexicano iniciada el 20 de diciembre de 1994, se propagó una crisis

²⁰ No se publicaba la exigencia de capital ya que esta incorporaba el impacto de la nota CAMEL de la entidad que era conocida solo por el BCRA y la propia entidad.

²¹ Pou, P. (2000).

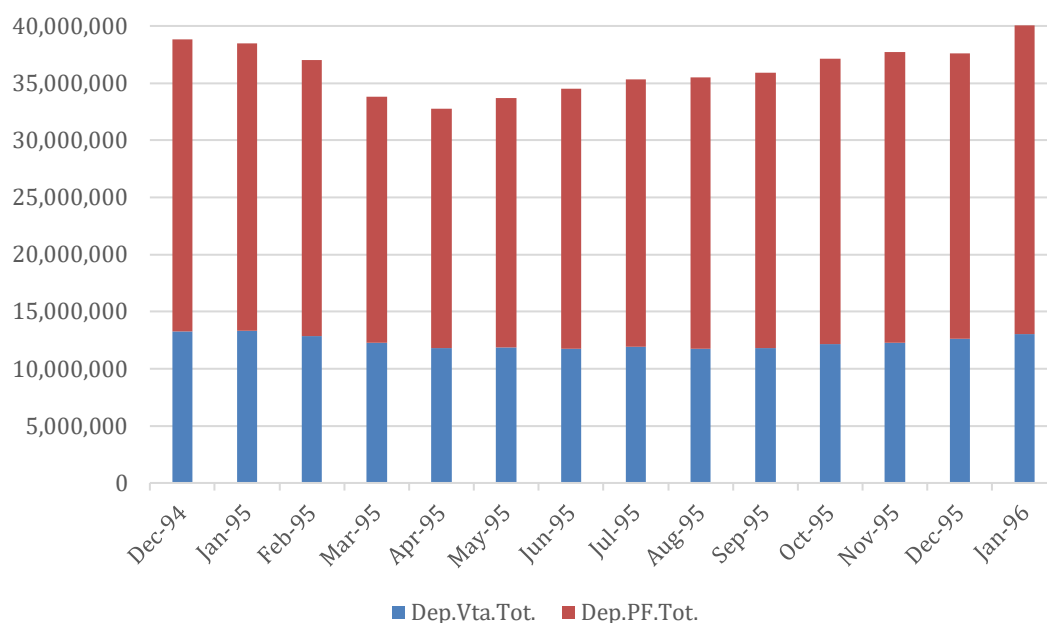
financiera entre las economías latinoamericanas que experimentaron una fuerte revisión del riesgo país, el llamado efecto tequila, con fuerte impacto en Argentina, especialmente en aquellas entidades financieras que contaban con una alta proporción de títulos públicos en su activo (o en bancos del exterior vinculados y no declarados). Entre diciembre de 1994 y septiembre de 1995, el nivel de actividad económica se desplomó un 5,6%, el consumo privado cayó más de 6% en 3 trimestres y el desempleo tocó 18%. Asimismo, comenzó una salida de depósitos del sistema financiero²², que hizo aumentar la tasa de interés y redujo la colocación de préstamos al sector privado. Argentina había ingresado así en una etapa de recesión económica que afectó la solvencia y liquidez del sistema financiero y contribuyó a una menor recaudación fiscal.

La falta de información pública acerca de la situación patrimonial de algunas entidades (los estados contables eran publicados con unos dos meses de rezago y cierta información de detalle todavía no se encontraba disponible) llevó a aquellos bancos con exceso de liquidez a reducir su exposición en el mercado interfinanciero lo que redujo aún más la liquidez del sistema. Los montos operados se redujeron desde un promedio diario de AR\$ 750 millones antes de la crisis a AR\$ 400 millones en enero y AR\$ 300 millones en febrero y marzo de 1995.

La Crisis del Tequila provocó una reducción de 19% (unos 6.000 millones de pesos/dólares) de los depósitos privados en un período de cinco meses (desde diciembre de 1994 a abril de 1995), con graves consecuencias para la liquidez del sistema bancario argentino (ver Gráfico II). Como era esperable, la caída de los depósitos vinculados con los medios de pago o transaccionales nominados en pesos (depósitos a la vista en pesos) fue menor, unos 800 mil millones de pesos (-10%) hasta abril, que la de los plazos fijos nominados en pesos que cayeron más del doble y más rápido, unos 2.000 millones de pesos (-32%) hasta marzo. Los depósitos a la vista en dólares cayeron unos 1.500 millones de dólares (-13%) hasta junio mientras que los plazos fijos en dólares se redujeron en unos 4.500 millones de dólares (-22%) hasta abril.

²² La sanción de la nueva Carta Orgánica del BCRA en septiembre de 1992 había eliminado la garantía de los depósitos.

Gráfico II: Evolución de los Depósitos Privados a la vista y a plazo durante el “Tequila”



Elaboración propia a base de información del BCRA.

Durante la crisis, se adoptaron una serie de políticas específicas para mitigar sus efectos (ver Informe del Presidente del BCRA al Congreso año 1994). Se crearon dos fondos fiduciarios: uno para facilitar la privatización de los bancos provinciales y el otro para asistir en la reestructuración o fusión de bancos privados en dificultades. Mediante la sanción de la Ley N° 24.485 el 5 de abril de 1995 que reformó de la Ley de Entidades Financieras se permitió al BCRA desarrollar un mecanismo de resolución para las entidades financieras en problemas basado en la transferencia de sus activos de buena calidad y sus pasivos (principalmente depósitos y obligaciones con otras entidades financieras locales) hacia bancos viables, liquidando luego la entidad residual. La misma Ley, con el fin de incrementar la confianza de los depositantes, permitió al BCRA establecer un programa limitado de garantía privada obligatoria de los depósitos con un monto máximo inicial de US\$20.000 por depositante, que posteriormente se aumentó a US\$30.000.

Se creó una red de seguridad a través del Banco Nación que, en coordinación con el BCRA, prestaba fondos contra garantía de cartera a las entidades con serios problemas de liquidez, provenientes de un encaje adicional del 2% sobre los depósitos de los

bancos al 30 de noviembre de 1994 (Ver Arnaudo, J. & Querol, L. & Pérez G. (2003) p. 9.).

Como medida destinada a inspirar confianza en medio de la crisis del Tequila, el BCRA “dolarizó” todos los encajes, incluidos los provenientes de depósitos en pesos. La exigencia de liquidez de los depósitos en dólares ya se integraban en una cuenta de “Depósitos de Entidades Financieras en Moneda Extranjera” que se deducía de las reservas de libre disponibilidad ya que los dólares provenientes de encajes de depósitos en dólares no podían utilizarse como reservas que respaldaban la convertibilidad de la base monetaria en pesos a dólares.

Al dolarizar los encajes de los depósitos en pesos, los saldos de cuenta corriente de los bancos se trasladó a la cuenta de “Depósitos de Entidades Financieras en Moneda Extranjera” lo que disminuyó el monto de la base monetaria por ese monto. Así, la base monetaria pasó de un promedio de unos 15.300 Millones durante 1994 a unos 11.300 Millones durante 1995. Como el monto de encajes dolarizado e imputado a la cuenta de “Depósitos de Entidades Financieras en Moneda Extranjera” se deducía de las reservas de libre disponibilidad, la disminución “contable” de la base monetaria no generaba un exceso de dichas reservas, por lo que la capacidad del BCRA de asistir al sistema financiero se mantenía inalterada. Sin embargo la dolarización de encajes en pesos dio una señal de confianza importante y demostraba la determinación del BCRA de, en caso de crisis, profundizar el esquema de convertibilidad.

El Informe del Presidente del BCRA al Congreso del período septiembre de 1997 a septiembre de 1998 describe cómo, tras la crisis del Tequila, el BCRA adoptó una política de liquidez sistémica basada en tres instrumentos fundamentales: (i) los requisitos mínimos de liquidez integrados en el BCRA, (ii) los requisitos de liquidez integrados en el Bank of New York y (iii) el programa contingente de pases con un grupo de bancos internacionales. El BCRA reemplazó el sistema de encaje legal tradicional por el de requisitos de liquidez en función en el vencimiento residual de los depósitos y otros pasivos bancarios, con una tasa decreciente que iba desde el 20% para los pasivos que vencían en menos de 90 días hasta 0% para los que vencía en un año o más. Sólo el 20% de estos requisitos se depositaban en el BCRA, el resto podía invertirse en una gama de activos internacionales de bajo riesgo y alta liquidez.

Asimismo y con el fin de acceder a liquidez adicional el BCRA convino un programa contingente de pases con 13 bancos internacionales privados (que luego llegaron a 14) que podía activarse a discreción con un monto inicial de US\$ 6.100 millones en diciembre de 1996 que fue incrementado a US\$ 6.600 millones en diciembre de 1997 (lo que representaba aproximadamente el 9% de los depósitos totales). El BCRA tenía la opción de realizar pases pasivos, vendiendo títulos del Gobierno Nacional y letras hipotecarias denominados en dólares estadounidenses recibiendo los fondos correspondientes en la misma moneda. De esta forma, se intenta proveer liquidez a activos que las entidades financieras tenían en su cartera aún en tiempos de crisis sistémicas.

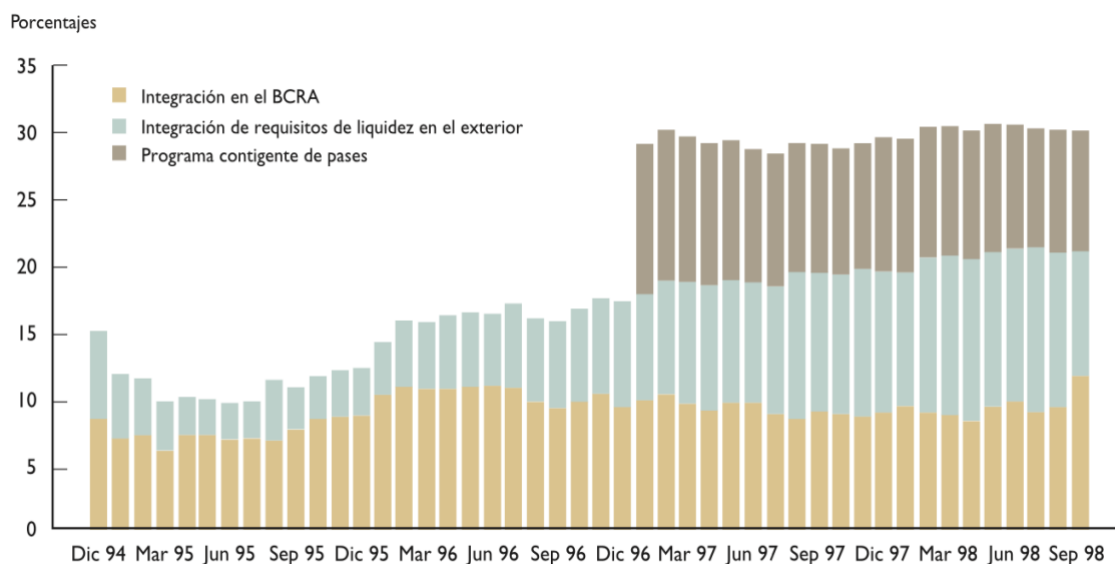
El costo promedio del programa -tasa de compromiso- era de 32 puntos básicos anuales y el costo de los fondos implícitos en el acuerdo era LIBOR más 200 puntos básicos. Entre la condiciones se había establecido que los títulos entregados representen un monto que supere en un 25 por ciento los fondos entregados. Si el valor de mercado de los títulos aplicados en la transacción disminuían más de 5%, el BCRA compensaría la diferencia con títulos de la misma naturaleza y/o dólares estadounidenses hasta recuperar el margen de 20 por ciento²³. Este programa fue posteriormente reforzado, en diciembre de 1998, con una línea de crédito del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo por un total de US\$ 1.000 millones adicionales. De esta forma, según Pou, P. (1998) y considerando los tres instrumentos de liquidez mencionados, hacia fines de 1999 el sistema financiero argentino contaba con recursos líquidos por un nivel equivalente a 30% de los depósitos (ver Gráfico IIIa).

La crisis dejó una enseñanza clara. Además del esquema de liquidez del sistema financiero compuesto de las tres “barreras” descritas, éste requería de entidades bien capitalizadas para poder contar con un monto de buenos activos similar al de sus depósitos y obligaciones con otras entidades financieras locales a fin de que, en el caso de producirse otra crisis, el BCRA pudiera transferirlos a una entidad viable sin mayores problemas. Así, el BCRA reforzó aún más la normativa de capital regulatorio mínimo incorporando a la exigencia por riesgo de crédito o contraparte (que pasó a ajustarse además por el diferencial de la tasa de interés de los préstamos sobre los costos

²³ Pou, P. (1998)

de fondeo como aproximación de la prima por riesgo), por riesgo de tasa de interés y por riesgo de mercado de la cartera de inversiones.

Gráfico IIIa: Evolución del Indicador de Liquidez Sistémica²⁴



Informe del Presidente del BCRA al Congreso del período septiembre de 1997 a septiembre de 1998.

El nuevo esquema de resolución de entidades financieras con problemas permitió transferir los depósitos junto con activos buenos a bancos viables por lo que no hubo grandes problemas con los depositantes. No obstante, el impacto sobre el sistema de la crisis del Tequila fue alto en términos de cantidad de entidades dadas de baja. Durante el año 1995, 48 entidades fueron dadas de baja producto de los procesos de absorción, fusión, privatización y cierre llevados adelante por el BCRA (1 banco público provincial, 1 banco público municipal, 38 bancos privados de capital nacional, 1 bancos privado de capital extranjero, 3 compañías financieras y 4 cajas de crédito). Así, el sistema financiero argentino pasó de contar 205 entidades a fin de 1994 a solo 157 a fin de 1995.

Comenzaba un proceso de consolidación de la banca, inicialmente por problemas de liquidez y solvencia, luego por retiros estratégicos de bancos extranjeros o desacuerdos con la política de asistencia de liquidez durante la crisis del 2001 y finalmente por problemas de reducción del tamaño del sistema financiero respecto del PBI que

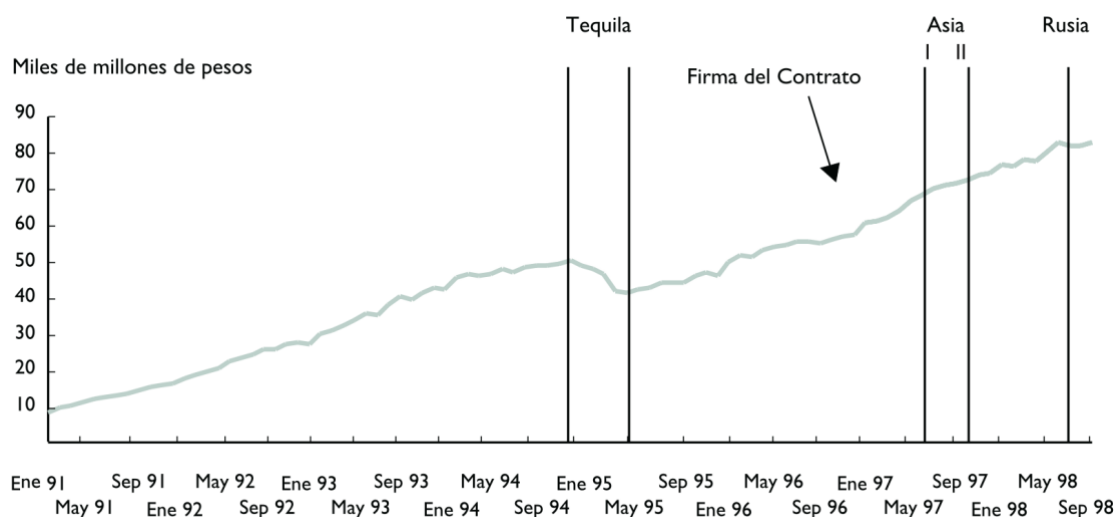
²⁴ Suma de la integración de requisitos de liquidez y el programa contingente de pases, en términos de los depósitos.

continúa hasta el presente. A la fecha de la confección de este trabajo, quedan 77 entidades financieras de las 236 que existían hace 34 años, a fines de 1989.

3.4 La Crisis del Sudeste Asiático

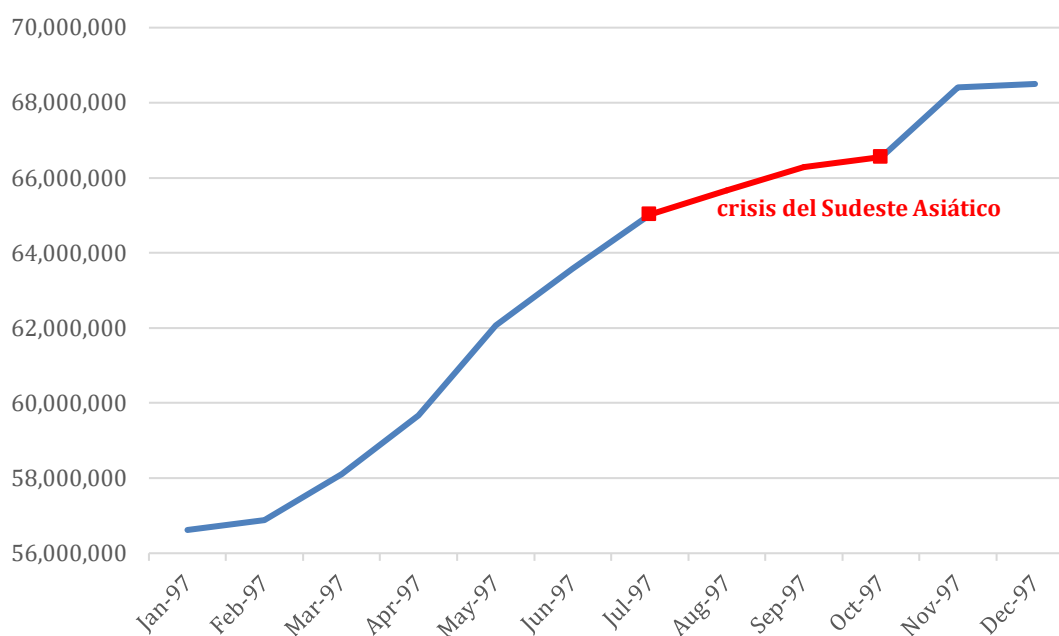
En julio de 1997 una segunda crisis financiera puso a prueba al régimen de convertibilidad a través del canal más frágil que tenía, el sistema bancario. Una serie de devaluaciones en cadena de países del Sudeste Asiático (Tailandia, Filipinas, Malasia, Singapur, Indonesia y Taiwan) aumentó el temor de un colapso económico mundial por contagio financiero y repercutió en la mayoría de los países emergentes, incluida la Argentina. Las medidas adoptadas previamente como consecuencia de la crisis del Tequila por el BCRA como el esquema de liquidez sistémica basado en tres “barreras” que incluían el mencionado programa de pases con bancos internacionales y que llegaban a cubrir el 30% de los depósitos totales junto con una mayor agilidad para implementar el esquema de transferencia de buenos activos y pasivos a una entidad viable (se llegó a extremos en los que un cliente de un banco se encontraba que había sido transferido a un nuevo banco durante el fin de semana) permitieron, como puede observarse tanto en el Gráfico IIIb como en el Gráfico IIIc, que la nueva crisis de Asia no se transformara en una corrida de depósitos y solo se registró una desaceleración temporal en la tasa de crecimiento de los mismos.

Gráfico IIIb: Efecto Disuasivo del Programa Contingente de Pases - Evolución de los Depósitos



Informe del Presidente del BCRA al Congreso del período septiembre de 1997 a septiembre de 1998.

Gráfico IIIc: Depósitos Totales durante la crisis del Sudeste Asiático



Elaboración propia a base de información del BCRA.

Pou, P. (1988) destaca el carácter “disuasivo” que tenía el programa contingente de países y cómo éste evitó que la Crisis del Sudeste Asiática no redundara en una contracción de los depósitos como la que se experimentó durante la Crisis del Tequila.

Tras la crisis de Asia de 1997–98 se introdujo una norma “antiburbuja” que incrementaba la exigencia de capital para nuevos préstamos hipotecarios cuando el índice nacional de precios de los bienes raíces supera determinados umbrales. Luego, en 1998, se incorporaron procedimientos normalizados (incluido un manual de originación estandarizado para todo el sistema financiero) para la tramitación de hipotecas para la vivienda a fin de facilitar su posterior titularización. Similar esquema se aplicó para estandarizar las prendas en primer grado sobre automotores nuevos. La estandarización de las hipotecas sobre la vivienda y prendas contribuiría también en la generación de activos solventes en dólares que podían aplicarse al programa de países.

No obstante, el sistema volvió a ajustar por cantidad. A las 10 entidades que fueron dadas de baja durante el año 1996 como consecuencia del marco normativo más exigente que impulsó el BCRA luego de la crisis del Tequila y de los procesos de fusión y absorción que siguieron, la crisis de Asia sumó otras 9 bajas durante 1997, lo que llevó el número total de entidades financieras operando en Argentina a 138.

3.5 La profundización del esquema de difusión de información impulsado por el BCRA: Hacia un mercado de información simétrica

A partir de la crisis del Tequila, el BCRA había comenzado a instrumentar políticas destinadas a disminuir los riesgos derivados de la restricción del régimen de convertibilidad para asistir con liquidez al sistema financiero: a) la liquidez sistémica que complemente la limitada capacidad del BCRA para asistir a las entidades financieras durante corrida de depósitos y b) difundir información sobre las entidades financieras y los deudores de éstas, incluida la información sobre cuentacorrentistas inhabilitados y cheques rechazados.

Como vimos, durante 1997 el BCRA robusteció el esquema de liquidez sistémica través de la inclusión de tres “barreas” que complementaban su propia capacidad de asistencia: (i) los requisitos mínimos de liquidez integrados en el BCRA, (ii) los requisitos de liquidez integrados en el Bank of New York y (iii) el programa contingente de pases con un grupo de bancos internacionales.

En cuanto a la difusión de información, a la que comenzó a publicar en 1994 se añadió, a partir de 1996 y 1997, una política de difusión de información de los deudores bancarios más profunda y pública. A partir de enero de 1996, Además de la “Central de Riesgo” mediante la cual se difundía información de los “Principales Deudores” de las entidades financieras, se creó la “Central de Información Crediticia” con información a ser suministrada por las empresas emisoras de tarjetas de crédito del "sistema cerrado" y las entidades financieras respecto del monto de deuda y categoría crediticia de la totalidad de sus deudores, la que fue puesta a disposición de todas las entidades financieras, de las empresas emisoras de tarjetas de crédito del "sistema cerrado" y de las empresas especializadas en el seguimiento de riesgos crediticios según: (i) la totalidad de información, en forma masiva, de todos los deudores en las categorías 3, 4 y 5 y (ii) la información individual, ante consultas puntuales, sobre deudores clasificados en las categorías 1 y 2 sin individualizar el nombre de la entidad que otorgó el financiamiento.²⁵

²⁵ Ver Informe Informe del Presidente del BCRA al Congreso año 1996.

Durante 1977²⁶ el BCRA avanzó en la implementación del sistema de monitoreo denominado BASIC, cuyas siglas responden a las palabras Bonos, Auditoría, Superintendencia, Información y Calificación, orientada a difundir más información sobre la situación de las entidades financieras en general y de sus deudores en particular: (i) Mas allá del esquema de Supervisión “in situ” que seguía el ya mencionado esquema C.A.M.E.L utilizado por la FED, se implementó un ciclo continuo de supervisión que combina las inspecciones con un seguimiento a distancia a través del análisis de la documentación establecida por el régimen informativo en vigencia y demás requerimientos informativos puntuales a las entidades. (ii) Por otro lado, los auditores externos debían presentar informes especiales incluyendo, entre otros, la revisión limitada de los estados contables trimestrales y la verificación del cumplimiento de las normas del BCRA en materia de relaciones técnicas y regulaciones monetarias. Las notas a los estados contables y algunos cuadros eran luego publicados por el BCRA. (iii) Asimismo las entidades financieras debían emitir bonos - u otros pasivos de largo plazo - en el mercado de capitales, por un monto equivalente al 2% de sus depósitos. La tasa a la que cotizaran estas obligaciones reflejaría el riesgo que el mercado le asignaba a cada entidad. (iv) Las entidades financieras debían contratar una empresa calificadora de riesgo (de entre las autorizadas por el BCRA) a fin de que ésta emita un informe sobre la base de los estados contables trimestrales y el Índice Económico Financiero a través del cual debían evaluar a las entidades y que constituiría una opinión acerca de la capacidad de repago de los pasivos de una entidad financiera en el mediano y largo plazo.

El BCRA consideraba de fundamental importancia perfeccionar el flujo de información oportuna y completa entre los diversos agentes que participan en la actividad financiera. La publicación mensual “Información de Entidades Financieras” que incluía información sobre la liquidez y solvencia de las entidades financieras, fue complementada con la creación de una Central de Deudores del Sistema Financiero (CDSF) destinada a brindar información estadística acerca de los deudores del sistema financiero que ayudara a los bancos y a las instituciones de créditos en el proceso de toma de decisiones crediticias, proveyendo al mercado información crediticia sobre la totalidad de las personas físicas y jurídicas con deudas en el sector financiero, tales

²⁶ Ver Informe Informe del Presidente del BCRA al Congreso septiembre de 1997 a septiembre de 1998.

como características identificatorias del deudor y de su actividad, monto de la deuda, entidad que otorgó el crédito, situación de pago del deudor y garantías aportadas.

Podía accederse a la información contenida en la CDSF en forma masiva o a través de consultas puntuales. La información masiva se difundía mensualmente en el CD que acompañaba la publicación “Información de Entidades Financieras” que contenía datos sobre a) los deudores bancarios: (i) deudores de las entidades financieras y de las empresas emisoras de tarjetas de crédito cuya deuda fuera mayor a 50 pesos y estuvieran calificados en las situaciones 3, 4, 5 y 6 y (ii) todos los denominados “Grandes deudores”²⁷; b) personas físicas y jurídicas inhabilitadas para operar en cuenta corriente hasta el mes de la publicación y c) deudores en situación irregular de ex-entidades financieras. Además, con la intención de facilitar significativamente el acceso al público general a la información, se diseñó un sistema de consulta “on-line” a través del sitio de internet del BCRA para realizar averiguaciones puntuales en forma gratuita²⁸.

En los años siguientes, la CDSF fue ganando en performance y cantidad de información. Se estandarizó el código de identificación de un deudor (CUIT, CUIL o CDI) a fin de que pueda ser identificado biunívocamente en todas las entidades en la que figurara, se incluyó el código de actividad del deudor (sobre la base del CLANAE), la apertura del financiamiento en cada entidad según los distintos tipos de líneas de crédito utilizadas, la tasa de interés cobrada en cada línea y las garantías aportadas, entre otros datos. El BCRA había previsto la inclusión de los datos proporcionados por empresas prestadoras de servicios públicos privatizadas sobre clientes en situación de gestión judicial.

Con todos estos avances, el BCRA encaminaba el mercado de crédito hacia un esquema de información simétrica respecto de si un deudor del sistema financiero argentino había cumplido normalmente o no con sus obligaciones crediticias. Esto llevaría al sistema financiero a un esquema de segmentación de tasas de interés activas en el cual los buenos deudores obtendrían mejores tasas que los malos deudores. En esta misma línea, Rodríguez, C. & Streb, J. M. & Bolzico, J. & Druck, P. & Henke, A. & Rutman,

²⁷ Aquellos que registraban un saldo total de deuda igual o mayor a 200.000 pesos en una entidad

²⁸ Ver Informe Informe del Presidente del BCRA al Congreso septiembre de 1997 a septiembre de 1998

J. & Sosa Escudero, W. (2002) en su análisis sobre las restricciones de crédito en Argentina realizado con datos de la CDSF (entre otras fuentes) describen cómo las tasas de interés de cada línea a nivel sistémico presentan una distribución bimodal, una a bajos niveles de tasa de interés y otra a altos niveles de tasa de interés. Este tipo de esquema de información simétrica requiere de una fuerte regulación y activa participación del banco central, dados los incentivos de las entidades financieras para no revelar la identidad de sus buenos deudores y para señalar a los malos deudores como buenos deudores.

3.6 La Crisis de Rusia y la Devaluación de Brasil

Dos eventos externos se concatenaron en 1998-1999 conformando una nueva amenaza al régimen de convertibilidad: la crisis de Rusia y la devaluación de Brasil

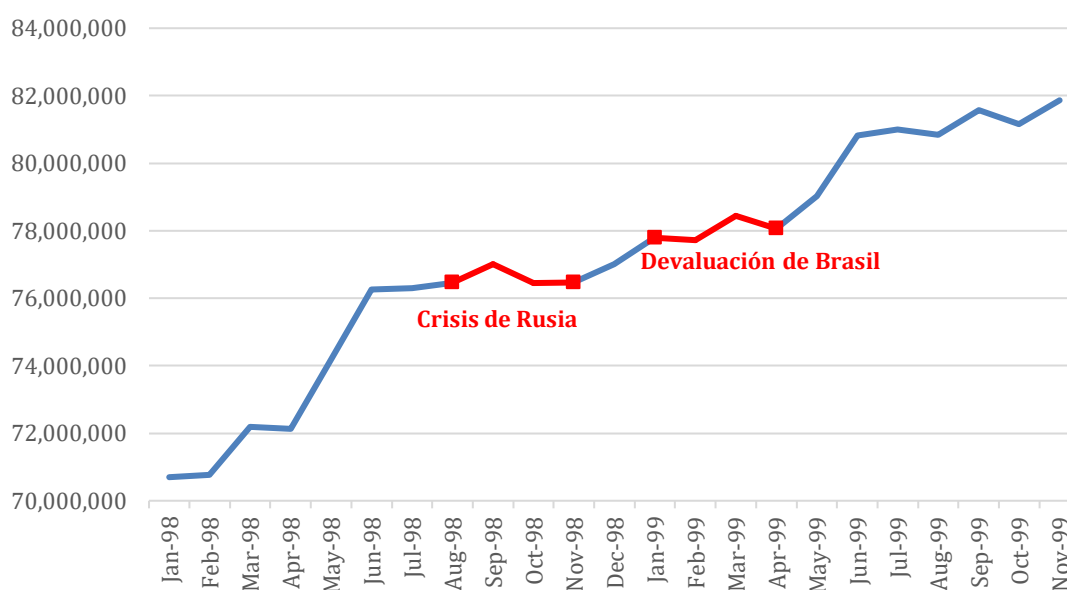
La crisis del Sudeste Asiático había generado una fuerte disminución de la demanda de commodities con el consiguiente declive de los precios para los países exportadores de materias primas como era el caso de Rusia. La exportación de petróleo representaba el mayor ingreso del fisco ruso por lo que se generó un exceso de endeudamiento público (de corto plazo) y una fuga de capitales que afectó sus reservas internacionales.

Finalmente, el 17 de Agosto de 1998, Rusia produjo una devaluación del rublo, que llegó a niveles cercanos al 300% en el lapso de tres semanas.

La crisis del Sudeste Asiático en 1997 y la de Rusia en 1998, generaron incertidumbre respecto del Plan Real que, con éxito, había implementado Brasil. La baja en el precio de las materias primas estaba provocando un incremento de su déficit externo, justo en un momento de escasa liquidez internacional para los mercados emergentes. A pesar de la reelección del presidente Cardoso y a un importante apoyo del FMI a través del cual el organismo ofreció un paquete de ayuda por 40.000 millones de dólares, los ataques especulativos recrudecieron en diciembre de 1998. El 13 de enero de 1999 la autoridad monetaria anunció, primero, una ampliación de la banda monetaria que permitía una devaluación del real de hasta el 8%, lo que intensificó la fuga de capitales y, luego (dos días después), la libre flotación del real que perdió un 60% de su valor en tan solo un mes, para luego estabilizarse en una devaluación cercana al 40%.

Nuevamente las reformas introducidas en las crisis anteriores para robustecer y dotar de liquidez y solvencia al sistema financiero ante una nueva crisis junto con la agilidad que el BCRA había adquirido para rescatar depositantes de entidades con problemas, transfiriéndolos rápidamente, junto con los buenos activos, a entidades viables, impidieron que estas nuevas crisis se transformaran en una corrida de depósitos (ver Gráfico IV) . El BCRA había perfeccionado el mecanismo de traspaso de depositantes a entidades líquidas y solventes utilizando además préstamos de las sociedad que administraba la garantía de depósitos (SEDESA) en favor del banco adquirente²⁹ que, de esta forma, recibía los depósitos del banco fallido con un monto equivalente de buenos activos y liquidez de SEDESA a fin de poder hacer frente a retiros residuales luego de la absorción.

Gráfico IV: Depósitos Totales durante las crisis de Rusia y Brasil



Elaboración propia a base de información del BCRA.

El sistema financiero volvió a ajustar por cantidad. Si bien antes de agosto de 1998 el sistema había seguido consolidándose (el sistema financiero contaba con 9 entidades menos que a fines de 1997), luego de la crisis de Asia, la crisis de Rusia y la devaluación de Brasil se produjo una nueva oleada de bajas: 12 entidades más fueron

²⁹ Si el BCRA daba de baja la entidad fallida, SEDESA debía hacer frente a un desembolso determinado “a pérdida” en favor de los depósitos alcanzados por la garantía. Al transferir los depósitos a un nuevo banco junto con un préstamo de SEDESA por el monto de los depósitos garantizados, hacía más robusta la operación de salvataje (el banco adquirente contaba con liquidez como para absorber retiros iniciales) y SEDESA pasaba a tener un crédito contra el banco en lugar de una pérdida por pagar el seguro.

dadas de baja desde agosto de 1998 hasta fin de 1999 como consecuencia de adquisiciones, fusiones, privatizaciones y cierres, lo que llevó en número total de entidades financieras operando en Argentina de 129 a 117. El sistema financiero Argentino perdió en este período 2 bancos públicos provinciales, 10 bancos privados de capital nacional y 2 bancos privados de capital extranjero e incorporó 2 compañías financieras.

3.7 La convertibilidad hacia el año 2000

Hacia el año 2000 el régimen de convertibilidad comenzaba a exhibir signos de agotamiento que se amplificaban por cambios de percepción en los mercados internacionales derivado la crisis rusa y la devaluación brasileña que aumentaron su desconfianza hacia los países periféricos, lo que derivó en el éxodo de capitales de los mismos.

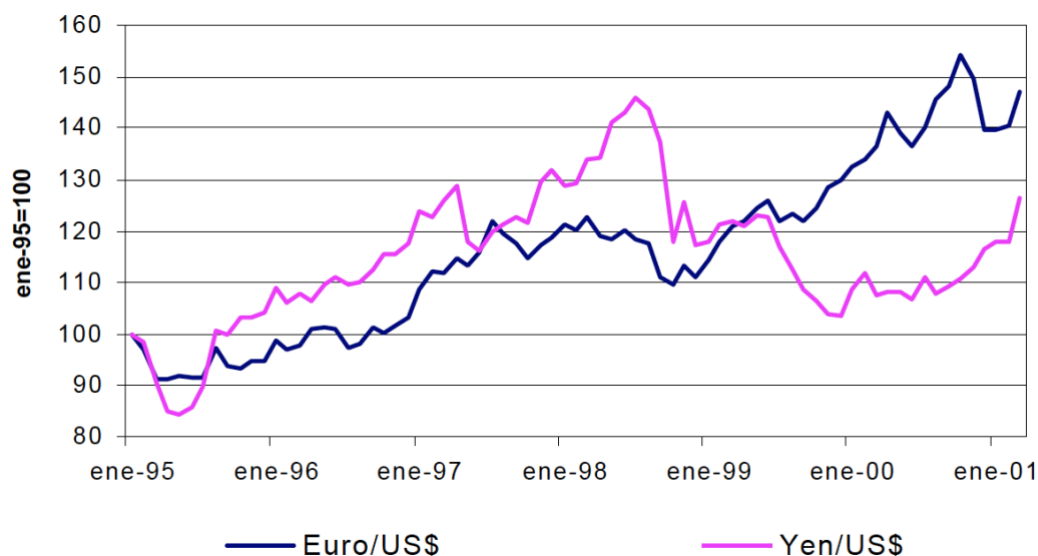
Tras la crisis del Tequila, a partir de 1996, la economía argentina había recuperado altas tasas de crecimiento debido a los influjos de capital. La crisis del Sudeste Asiático de 1997, que había impactado en sistema financiero, no la habían afectado sustancialmente. Sin embargo, la devaluación y default de Rusia en 1998 generaron un aumento generalizado de la aversión al riesgo con el consecuente aumento de las tasas de interés. Este aumento se combinó con una recesión en Brasil y una fuerte caída en el precio de las exportaciones agrícolas de Argentina a partir de la crisis del Sudeste Asiático, haciendo que su economía entrara en recesión a partir del tercer trimestre de 1998.

3.7.1 El atraso cambiario

El aumento generalizado de la aversión al riesgo respecto de los países emergentes generó un fuerte flujo de capitales hacia EEUU, causando una fuerte apreciación del dólar frente a otras monedas como el yen y el euro (ver Gráfico V).

Desde agosto de 1996 hasta diciembre de 2000 el dólar se había apreciado 43% con respecto al euro, con el consecuente impacto en la competitividad del peso. La fuerte devaluación (70%) de la moneda brasileña en enero de 1999 generó una mayor apreciación del peso en términos reales (de 10.2% durante 1999).

Gráfico V: Apreciación del dólar según la evolución el tipo de cambio bilateral contra el euro y el yen



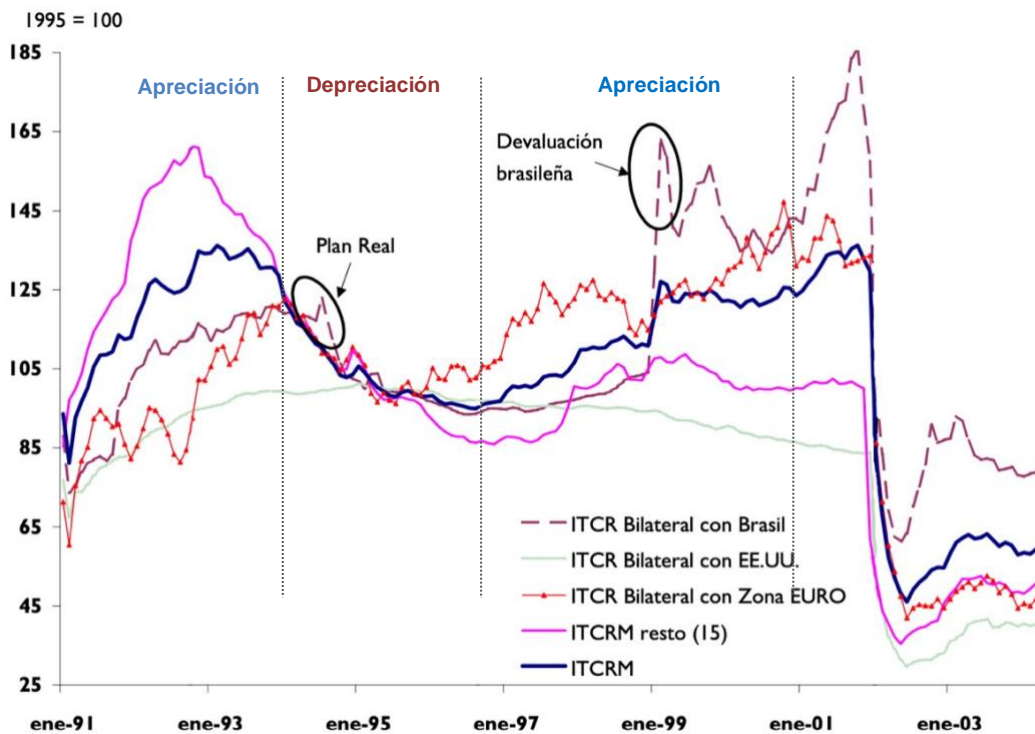
Escudé, G. & Gabrielli, M. F. & Cohen Sabban, V. (2001)..

Un estudio del BCRA sobre índices de tipo de cambio real multilateral (para exportaciones e importaciones) realizado con la metodología utilizada por la Reserva Federal de Estados Unidos para calcular el Broad Dollar Index (BDI) que tiene la característica de utilizar ponderaciones sobre la participaciones de las exportaciones e importaciones de bienes no-básicos en el comercio bilateral con los socios comerciales más importantes (que varían de año en año), exhibe tres fases del programa de convertibilidad (ver Gráfico VI):

1. Entre abril de 1991 y junio de 1993 el peso experimenta una apreciación del 42,8% en términos reales.
2. Entre julio de 1993-julio de 1996 el peso experimenta una depreciación del 15,3% en términos reales.
3. Entre agosto de 1996 y marzo de 2001 el peso experimenta una apreciación del 23,8% en términos reales.

En esta tercer y fase el peso se depreciaba lentamente en términos reales respecto de dólar a partir de una menor tasa de inflación que la de EEUU pero seguía apreciándose en términos reales respecto de la mayoría de las monedas de sus socios comerciales.

Gráfico VI: Evolución del Tipo de Cambio Multilateral



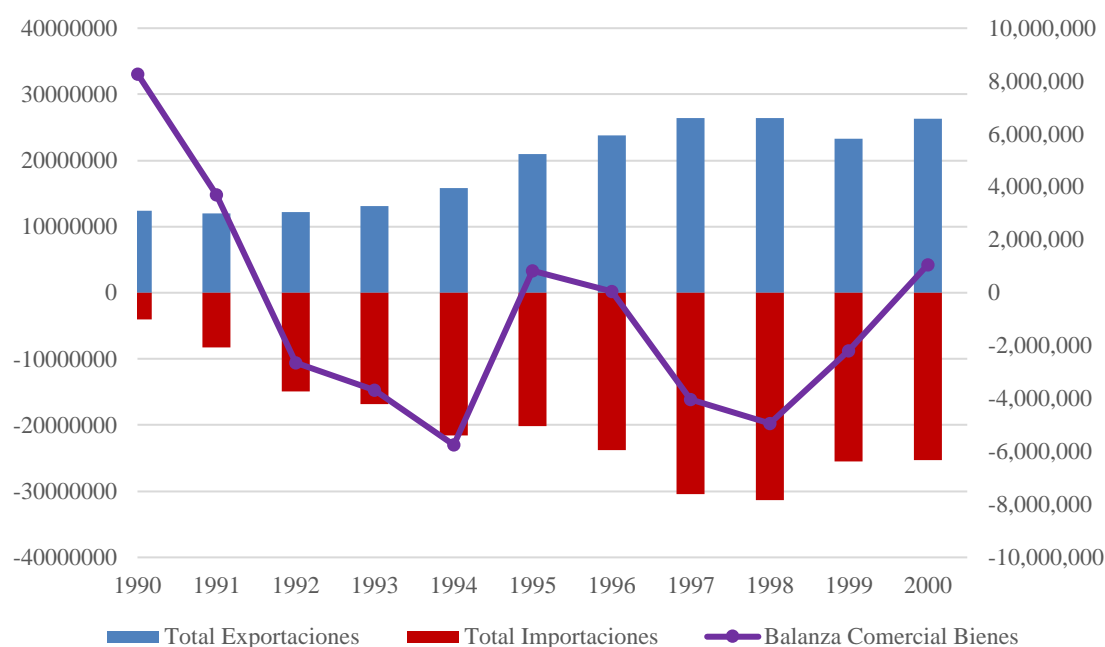
Escudé, G. & Gabrielli, M. F. & Cohen Sabban, V. (2001)..

Las reformas que acompañaron al programa de convertibilidad incluyeron también la liberalización del comercio exterior con la eliminación de los impuestos a las exportaciones y la mayor parte de las restricciones cuantitativas a las importaciones, lo que derivó en un fuerte incremento del comercio internacional (exportaciones más importaciones) hasta el año 1998 (ver Gráfico XX).

3.7.2 El déficit comercial y el aumento de la deuda

En línea con las fases que experimentó en tipo de cambio real multilateral, la balanza comercial de bienes se tornó negativa ya en el año 1992 (ver Gráfico VII), se volvió levemente positiva en los años 1995 y 1996 para volver a ser deficitaria hasta el año 2000, año durante el cual el peso se apreció en términos del tipo de cambio real multilateral solamente 1,02%.

Gráfico VII: Evolución del Comercio Exterior



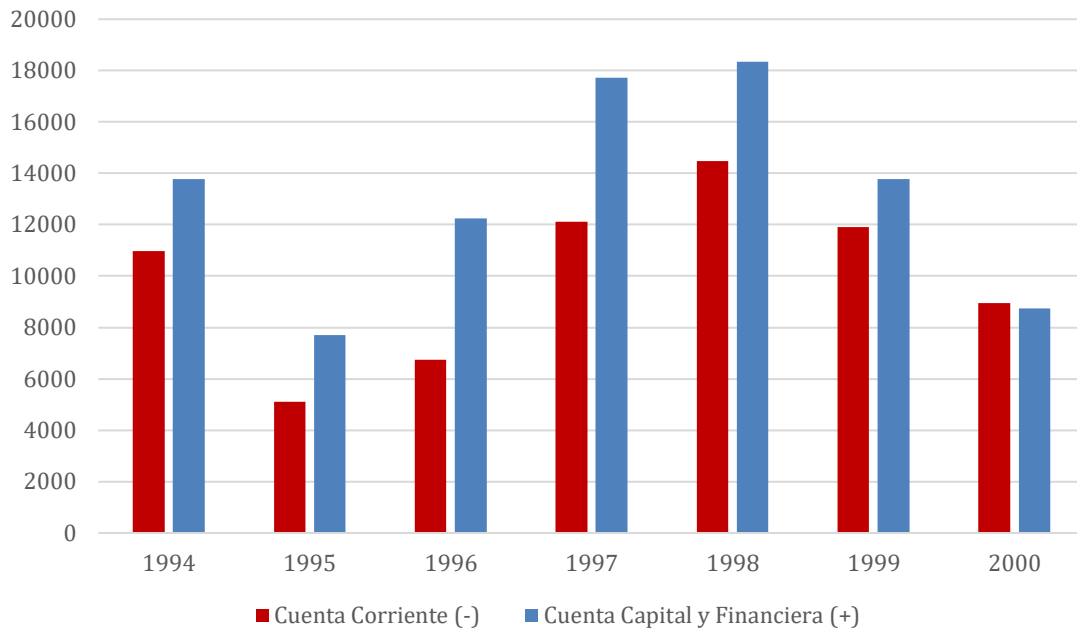
Elaboración propia a base de información del INDEC.

Las reformas introducidas a principios de los años '90 incluyeron también una apertura de la cuenta capital del balance de pagos, permitiendo la libre entrada y salida de inversiones directas y de cartera. Como surge del Gráfico VIII, esto permitió al país financiar su creciente déficit de cuenta corriente con ingreso de capitales, con creciente importancia de la deuda del Sector Público emitida en el exterior (ver Gráfico IX). Hacia el años 2000 la cuenta corriente seguía negativa y el país experimentaba mayores dificultades para financiarse.

En el año 2000 el superávit de la balanza comercial de bienes fue revertido por el saldo neto de exportaciones e importaciones de servicios (US\$ -4.284 millones), los pagos netos de intereses (US\$ -5.921 Millones) y el giro neto de utilidades y dividendos (US\$ -1.609 millones). Durante los años anteriores estos rubros exhibieron saldos similares.

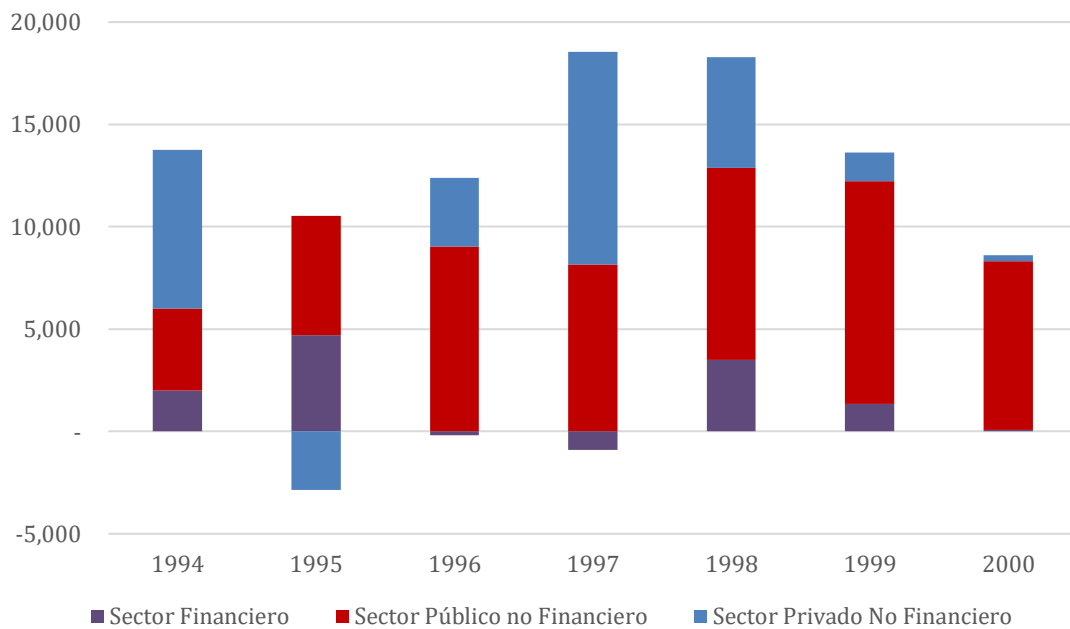
Puede observarse también como la crisis de Rusia y la devaluación de Brasil impusieron dificultades carecientes al sector privado para conseguir financiamiento. En el año 2000, sólo el Gobierno Nacional capturó en 86% de todos los fondos que ingresaron por la cuenta financiera del balance de pagos.

Gráfico VIII: Evolución de la Cuenta Corriente y la Cuenta Capital y Financiera



Elaboración propia a base de información del MECON.

Gráfico IX: Aumento de la participación del Sector Público en la Cuenta Financiera

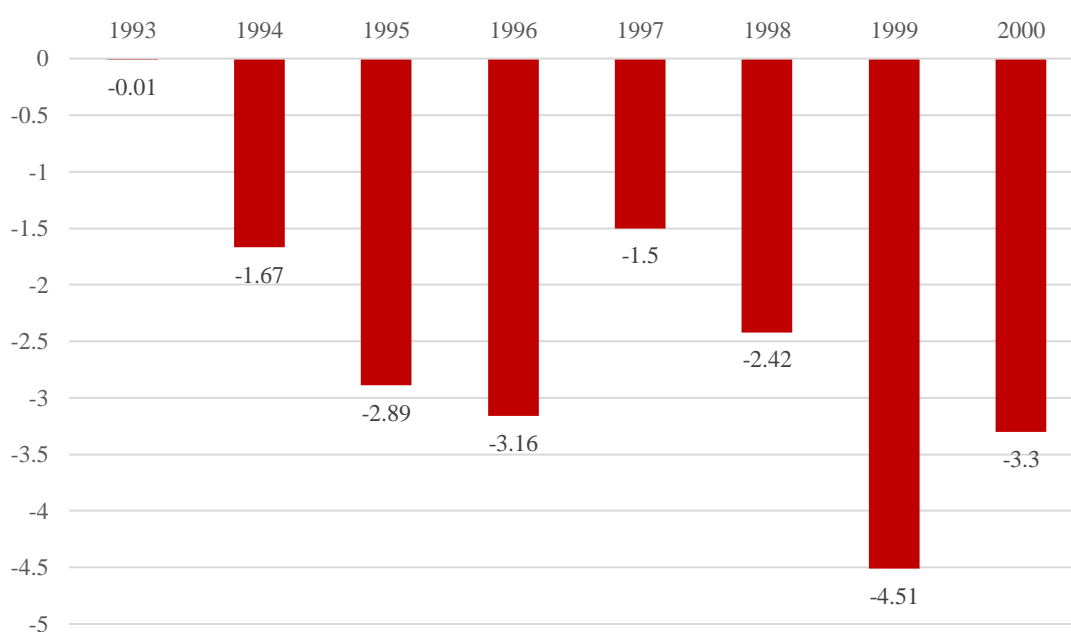


Elaboración propia a base de información del MECON.

Esto nos lleva a la tercer reforma que se encaró con el programa de convertibilidad, la del sector público, que redujo considerablemente su ámbito de desempeño. Entre las principales acciones se destacan: (i) la privatización de las principales empresas públicas, con la consecuente eliminación los subsidios a las empresas proveedoras de servicios; (ii) el aumento de los impuestos al consumo y a las ganancias; (iii) la eliminación gradual de impuestos distorsivos, como el impuesto a las exportaciones y (iv) el reemplazo del sistema público de jubilaciones basado en el régimen de reparto por un sistema mixto de transferencias públicas y capitalización privada.

A pesar de la magnitud de estas reformas, el déficit financiero del Gobierno nunca pudo revertirse (ver Gráfico X). En el año 1997 se produce una importante reducción del déficit impulsada por el aumento de ingresos tributarios que aumentaron 3.600 Millones de pesos/dólares en un año. A partir de allí la recaudación tributaria creció solamente 1.500 millones de pesos/dólares hasta fin del año 2000 al tiempo que la carga de los intereses aumentaron desde AR\$/US\$ 5.700 Millones a AR\$/US\$ 9.600 Millones de desde el año 1997 al año 2000, período durante el cual los gastos de consumo (incluyen las remuneraciones y los gastos en bienes y servicios) se redujeron de AR\$/US\$ 12.500 millones a AR\$/US\$ 11.600.

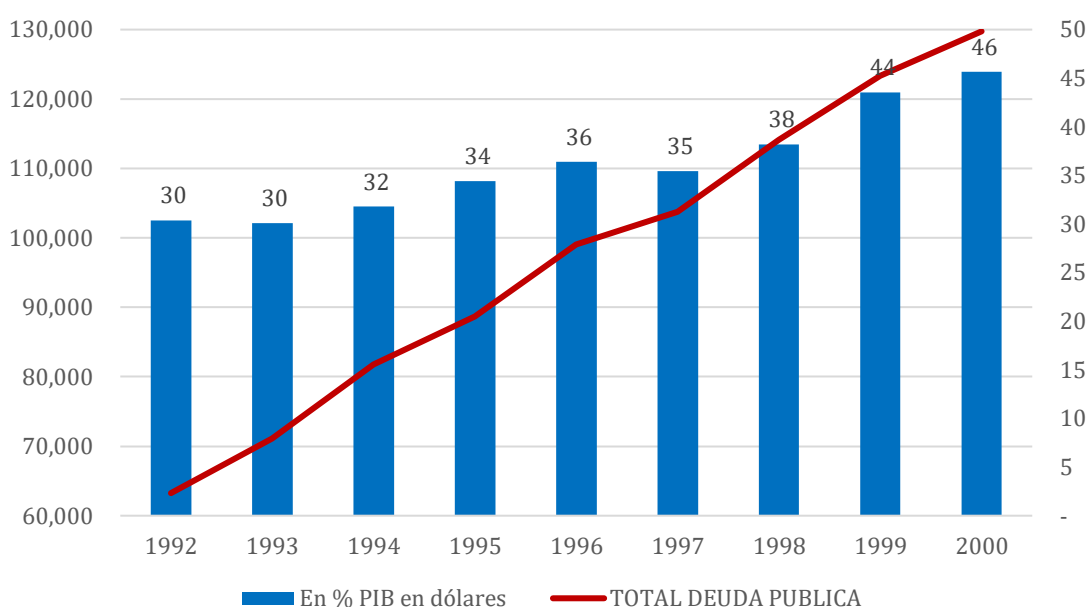
Gráfico X: Evolución del Resultado Financiero (% PBI)



Elaboración propia a base de información del MECON.

El aumento de la deuda pública comenzaba a generar un sendero de pago de interés no compatible con la capacidad de recaudación del gobierno (un sendero “no sustentable”) dejando como única opción el “rollover” de la misma con el aumento necesario para cubrir el déficit financiero de cada período. Esto llevó a un incremento sostenido de la deuda externa (ver Gráfico XI) que pasó de unos US\$ 63.000 Millones a fines de 1992 a unos US\$ 130.000 Millones a fines del 2000. El riesgo país medido a través del índice EMBI Argentina aumentó desde 538 bp en marzo de 2000 a 804 bp en diciembre de 2000.

Gráfico XI: Evolución de la Deuda Pública



Elaboración propia a base de información del MECON.

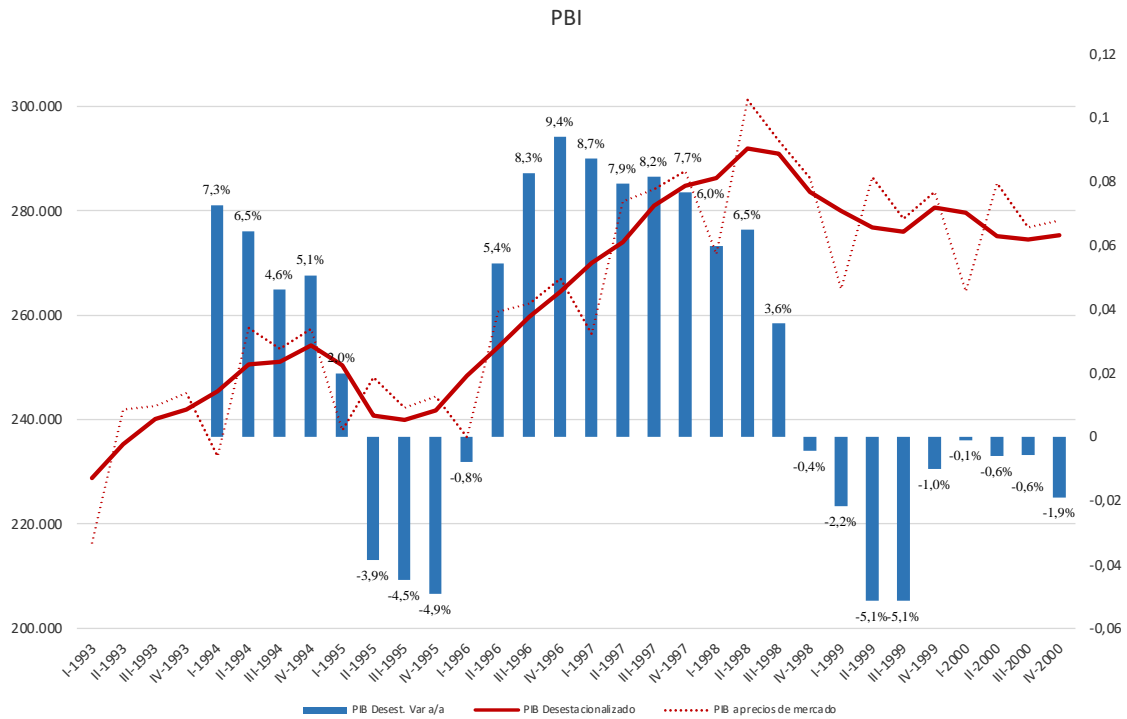
3.7.3 La recesión a partir del año 1998

El estancamiento en la recaudación se debió a un proceso recesivo en el que el país había entrado a partir de mediados de 1998. A fin del año 2000 el PBI había caído 5,7% desde el máximo que había experimentado en el segundo trimestre de 1998 y se registraban a esa altura 9 caídas trimestrales consecutivas del nivel de actividad económica (ver Gráfico XII).

De igual forma, la tasa de desocupación que había comenzado a caer desde el 20,2% alcanzado en mayo del año 1995 al 13,3% registrado en octubre del año 1999, revirtió su tendencia decreciente y alcanzó un nivel de 16% en mayo de 2000. Como puede

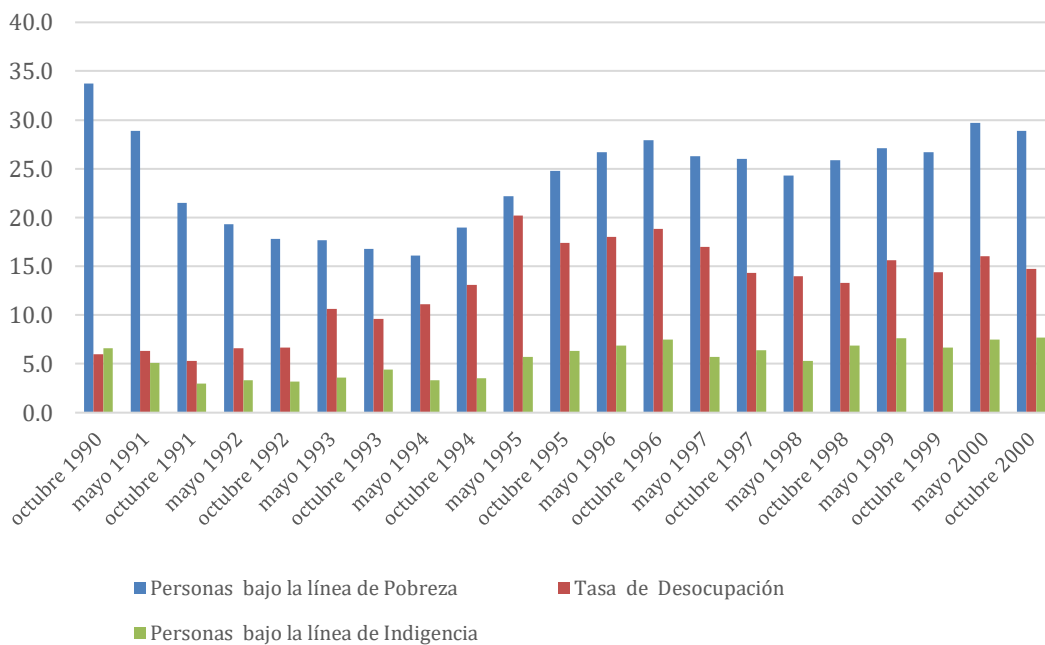
observarse en el Gráfico XII, los índices de pobreza e indigencia comenzaron a aumentar a partir del año 1998.

Gráfico XII: Evolución del PBI y de sus variaciones anuales



Elaboración propia a base de información del INDEC.

Gráfico XIII: Evolución de los Indicadores Sociales

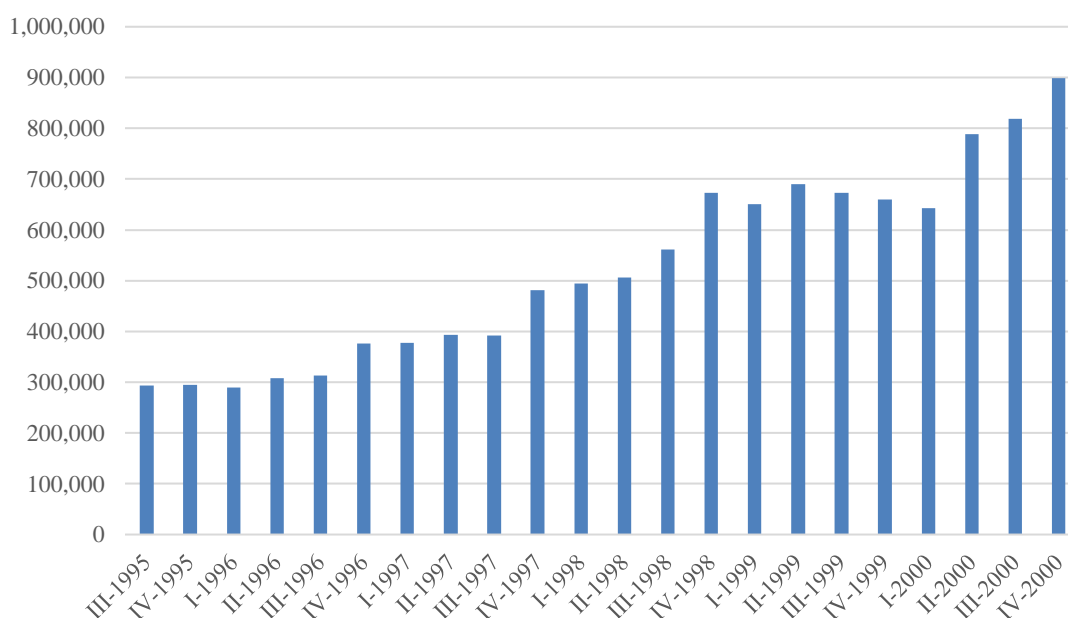


Elaboración propia a base de información del INDEC.

El sistema financiero siguió exhibiendo crecimiento en el stock depósitos totales (promedio mensual de saldos diarios) que crecieron de AR\$/US\$ 82.000 a AR\$/US\$ 85.500 millones durante el año 2000 (+ 4,3%) impulsado por los plazos fijos. El financiamiento al sector público se mantuvo relativamente inalterado (aumentó de AR\$/US\$ 28.300 millones en diciembre de 1999 a AR\$/US\$ 28.800 millones en diciembre de 2000) mientras que el total de préstamos al sector privado cayó de AR\$/US\$ 70.500 millones a AR\$/US\$ 70.000 millones y las disponibilidades de las entidades financieras en entidades del exterior aumentaron de US\$ 4.100 millones a US\$ 5.200 millones en igual período.

A partir del segundo trimestre del año 2000 la situación crediticia de las empresas se deterioró en línea con la situación económica y la cantidad de cheques rechazados por trimestre aumentó un 40% hasta fin de ese año.

Gráfico XIV: Evolución de la cantidad de cheques rechazados



Elaboración propia a base de información del BCRA.

Asimismo, entre diciembre del año 1999 y diciembre del año 2000, se observó un gradual deterioro de la calidad de la cartera de créditos del sistema financiero: El total de financiaciones en situación 1 y 2 pasó de 89,3% a 87,9% y las provisiones sobre el total de las financiaciones subieron de 6,5% a 7,5%. Los bancos comenzaron a requerir más garantías por lo que el porcentaje de financiaciones con garantía respecto del total aumentó de 32,3% a 45,2% en igual período y, como suele suceder en momentos de

expectativas inciertas respecto del impacto que pueda tener un eventual aumento del deterioro de la situación económica, comenzaron a disminuir las financiaciones otorgadas al sector comercial (del 62,1% al 60,2%).

Durante el año 2000 el sistema financiero continuó con el proceso de consolidación que había comenzado a consolidarse a partir de la crisis del Tequila, perdiendo 3 entidades financieras más (fueron dados de baja un banco público nacional, un banco público de provincia, un banco privado de capital nacional, una caja de crédito y se incorporó una compañía financiera) llevando el total de entidades financieras y cambiarias a 117.

3.7.4 El cambio de Gobierno

En difícil contexto en que se encontraba la economía argentina, y luego de ganar las elecciones del 24 de octubre de 1999 con el 48,37% de los votos contra el 38,28% del candidato del partido gobernante, el candidato de la alianza opositora, que durante la campaña electoral se había comprometido a mantener el programa de convertibilidad, asumió la Presidencia de la Nación el 10 de diciembre de ese año.

El 11 de febrero de 2000 el nuevo Gobierno anunció un acuerdo con la oposición para tratar una reforma laboral en el Congreso que incluía períodos de prueba de hasta seis meses y caída de los contratos laborales vigentes desde hacía 25 años. La CGT anunció una movilización en protesta a la reforma. El 21 de febrero de 2000 fracasó un intento de acuerdo del gobierno con la CGT y se generó una fractura en la GCT por disidencias respecto de la reforma que fue aprobada en Diputados el 24 de ese mes.

El 14 de febrero la Argentina remitió al FMI una nueva carta de intención que derivó en la aprobación, el 10 de marzo de 2000, de un acuerdo con el organismo por un crédito Stand By por US\$ 7.200 millones que incluía, entre otras condiciones, (i) un programa de ajuste gradual para lograr el equilibrio en las cuentas fiscales para llegar al equilibrio en el año 2003, (ii) una reforma destinada a flexibilizar la ley laboral y (iii) asegurar la independencia del banco central.

El 5 de mayo de 2000 la CGT disidente anunció el primer paro contra la reforma laboral y la política económica del gobierno. Comienzan a producirse manifestaciones por conflictos sociales que llevaron a un estallido social en Salta el 12 de mayo.

El 7 de octubre de 2000 renunció el Vicepresidente de la Nación por discrepar con las decisiones del Gobierno y por presuntos sobornos en el Senado, lo que llevó el riesgo país de 663 pb a 992pb en el transcurso de 30 días.

Como no pudo reestablecerse la confianza ni se logró el ingreso de capitales externos (las tasas exigidas al país para colocar deuda al exterior eran excepcionalmente elevadas), el 18 de diciembre del mismo año se anunció un nuevo acuerdo con el FMI (aprobado finalmente el 12 de enero de 2001) que, junto con otros aportes, conformaría el denominado el “blindaje financiero” con aportes oficiales y privados que se iban a desembolsar a lo largo de los años 2001 y 2002 por un monto total de 39.700 millones de dólares para aventar las expectativas crecientes respecto de un posible default de la deuda pública.

Los aportes comprometidos provenían de: (i) US\$ 13.700 millones de dólares del FMI, US\$ 2.500 millones del BID y US\$ 2.500 millones del Banco Mundial, todos estos US\$ 18.700 millones a ser desembolsados entre 2000 y 2001 a una tasa de 7,5% anual; (ii) US\$ 10.000 millones de bancos comerciales (que asumieron el compromiso de renovar los de Letras del Tesoro que vencían durante el 2001); (iii) US\$ 1.000 millones del Gobierno de España; (iv) US\$ 3.000 millones de inversores institucionales locales y (v) US\$ 7.000 millones de operaciones de mercado que proveerían fondos frescos para pagar la amortización de capital que se producía a lo largo del año. A cambio, el gobierno se comprometió a eliminar desincentivos impositivos para la inversión, crear un fondo para infraestructura, aumentar la inversión pública, reducir el desequilibrio de las cuentas públicas, desregular las obras sociales e implementar la reforma laboral aprobada por el Congreso en mayo del 2000.

Al 31 de diciembre de 2000, la deuda en bonos del Gobierno Nacional ascendía a 90.078 millones de dólares que generaban pagos por unos once mil millones dólares tanto en 2001 como en 2002.

3.8 2001, el año del desenlace

Mas allá del deterioro de las variables económicas que exhibía la Argentina hacia fines del año 2000, el programa de convertibilidad se mantenía a la espera de (i) un ajuste fiscal que generara un superávit financiero compatible con el nivel de deuda pública y

de las necesidades de financiamiento de infraestructura y bienes de capital que requería la economía y (ii) la reversión de una tendencia sostenida a la apreciación del peso en términos del tipo de cambio real multilateral que, desde principios del año 1997, se había apreciado un 18,5% hasta fines del año 2000.

3.8.1 La denuncia internacional sobre operaciones de lavada de dinero

El 5 de febrero de 2001 tomó estado público un informe del Subcomité de Investigaciones Permanente del Senado norteamericano (difundido sin mayores cambios el 28 de febrero en el informe sobre lavado de dinero del Senado norteamericano) en el que se incluía una lista de bancos locales que realizaban supuestas operaciones de lavado de dinero proveniente operaciones ilícitas. Según el informe, estas entidades habrían trabajado en triangulación con el Citibank de New York y dos bancos establecidos en el Caribe, el Federal Bank de las Bahamas y el M.A. Bank de las Islas Caimán. El informe recogía una denuncia de los diputados Elisa Carrió (UCR, Chaco) y Gustavo Gutiérrez (demócrata, Mendoza) por el presunto lavado de activos en una suma cercana a los US\$ 9.000 millones, quienes a partir del pre-informe de la Comisión Especial Investigadora sobre Hechos Ilícitos Vinculados con el Lavado de Dinero conformada en mayo del 2000, aguardaban documentación de los Estados Unidos para llevar su denuncia a la justicia.

El presidente del BCRA quedó envuelto en la denuncia y perdió apoyo político. El propio ministro del Interior manifestó que existían motivos suficientes para su alejamiento. El 14 de febrero de 2001 la alianza de gobierno anunció desde el Congreso la convocatoria en esa misma semana a una comisión parlamentaria especial para investigar al titular del BCRA respecto de supuestas maniobras sospechadas de haber servido al blanqueo de dinero proveniente de actividades ilícitas y su eventual remoción.

Desde que se anunció el blindaje, el riesgo país había comenzado a bajar hasta un mínimo de 654 pb a fin de enero de 2001, luego de su aprobación. Sin embargo, las denuncias sobre posible lavado de dinero que involucraban a bancos nacionales e internacionales así como al presidente del BCRA y la reaparición de dudas respecto de la posibilidad de que Argentina pudiera cumplir con las metas de gasto público y déficit fiscal comprometidas en el “Blindaje” (lo que pondría en riesgo los desembolsos

comprometidos por los organismos financieros internacionales) incrementaron las expectativas respecto de un eventual de Default y llevaron el riesgo país a 767 pb el 2 de marzo.

3.8.2 La renuncia de dos Ministros de Economía durante mazo de 2001

El 2 de marzo del 2001 renunció el Ministro de Economía y su sucesor anunció un programa de ajuste fiscal para el resto del año de 2.000 millones de pesos que, entre otros recortes, afectaba a los fondos para pago de sueldos de docentes y las universidades. El 10 de marzo, el FMI aprobó un nuevo crédito Stand By a 3 años por 7.200 millones de dólares que el país había solicitado de manera precautoria y se apoyaba en el significativo ajuste fiscal (con ahorros en los gastos en personal) y reformas estructurales como la modificación de la desregulación del mercado laboral y la coparticipación de impuestos.

Estas medidas generaron una gran movilización y la renuncia de varios miembros del Gabinete Nacional, todo lo cual acentuó los pronósticos negativos y terminó con la renuncia del recientemente asumido Ministro de Economía, 15 días después de su nombramiento. En su reemplazo fue designado, el 20 de marzo de 2001, el mismo Ministro de Economía que había puesto en marcha el programa de convertibilidad.

3.8.3 Los intentos por recuperar la competitividad económica y el “megacanje”³⁰

A fines de marzo el nuevo Ministro anunció un ambicioso plan de competitividad destinado a lograr un crecimiento sostenido sin abandonar el programa de convertibilidad y bajar los costos empresariales un 20% y una reversión a lo largo del segundo trimestre del desvío experimentado durante el primer trimestre de las metas comprometidas con el FMI, en un intento rehabilitar el “Blindaje” y que no se interrumpieran los desembolsos comprometidos.

Los anuncios incluían: (i) la creación de un impuesto al débito y crédito bancario, (ii) el aumento hasta un 35% de los aranceles de importación de bienes de consumo final, (iii) la disminución o eliminación de derechos de importación de bienes de capital, especialmente maquinarias y equipos, (iv) la eliminación de derechos de exportación en

³⁰ Ver Cavallo, D. F. (2002)

los casos en que todavía existían, (v) la eliminación de impuestos distorsivos que conspiraban contra la inversión (el IVA sobre bienes de capital, reducción de la tasa del 35% del impuesto a las ganancias para las empresas que, en lugar de distribuir utilidades, o las giran al exterior, las reinvirtieran en modernización o ampliación), (vi) la rebaja de los aportes patronales dirigida a empresas que sean fuertes empleadoras de mano de obra y atravesen dificultades, (vii) la rehabilitación de la cadena de pagos a través de un blanqueo para titulares de cuentas corrientes cerradas (en lugar del banco central sería cada banco el que establecerá en qué condiciones deberán cerrarse las cuentas corrientes), (viii) una nueva y amplia reforma del Estado (centralizar o descentralizar entes del Estado, sujetando al personal a normas de derecho privado) y (ix) afectar bienes del Estado como garantía de empréstitos.

Así, el 23 de Marzo, el Gobierno logró la sanción de la Ley 25.413 de Competitividad, que establecía un impuesto del 6 por mil sobre los créditos y débitos en cuentas corrientes bancarias a ser transferido al Fondo de Emergencia Pública con destino a la preservación del crédito público y a la recuperación de la competitividad de la economía otorgándole preferencia a la actividad de las pequeñas y medianas empresas. Este “impuesto al cheque” sería deducible de los impuestos al valor agregado, a las ganancias y el monotributo. La Ley también reducía de 10.000 pesos a 1.000 pesos el monto mínimo de las transacciones que debían realizarse obligatoriamente con cheque, eliminaba la base de datos de cuentacorrentistas inhabilitados del BCRA y establecía que éste "no podrá imponer sanción alguna a los cuentacorrentistas, en particular de inhabilitación por el libramiento de cheques sin fondo.

Con el blanqueo para titulares de cuentas corrientes comenzaba un proceso de adopción de medidas tendientes a “alivianar” la situación de los deudores bancarios, dejando de hacer pública la información que reflejara un deterioro de su calidad crediticia, generando así una mayor opacidad respecto de su verdadera voluntad/capacidad de pago de sus obligaciones, con el consecuente impacto en el mercado de crédito, alejándolo del modelo de información simétrica con un esquema de segmentación de tasas de interés activas al que convergió durante el programa de convertibilidad hacia un modelo de información asimétrica con barreras informativas, poder de mercado y una única tasa para ambos tipos de deudores igual a la que se cobraría a una mal deudor.

Por otro lado, dada la falta de apoyo del Congreso para aprobar las reformas estructurales comprometidas en el acuerdo con el FMI relacionadas con el Sistema Previsional y de Obras Sociales, se intentó reemplazarlas por otras reformas que fueran aceptables para los organismos multilaterales de crédito. Asimismo, debía demostrarse que el financiamiento para afrontar los pagos de Deuda Pública que vencían en los próximos años, especialmente el 2001, estaba asegurado. A estos fines, se solicitó al Congreso la delegación de facultades en el Poder Ejecutivo para que pueda adoptar todas las medidas necesarias. Así, el 29 de marzo de 2001, el Congreso sancionó mediante la Ley 25.414 la delegación del ejercicio de facultades legislativas y la emergencia pública.

Esta delegación de facultades tenía una limitación importante ya que no autorizaba a afectar la recaudación impositiva como garantía de la deuda pública, lo que dificultaba el canje de deuda pública provincial (mayoritariamente garantizada por los impuestos de la coparticipación federal) por bonos nacionales garantizados. Esto trabó el proceso de reestructuración de la deuda externa en el que el Gobierno estaba trabajando desde inicios de 2001 (el “megacanje”) y que tuvo que rediseñarse a través de una operación normal de canje voluntario a tasas de mercado que excluía a la deuda pública provincial. Aunque limitada, esta operación era considerada imprescindible para que el FMI considerara que el programa económico presentado para rehabilitar el Blindaje cerraba financieramente y habilitara los desembolsos comprometidos.

Los esfuerzos del Gobierno para avanzar, de todas formas y sin incluir las deudas provinciales, con el “megacanje” de deuda pública nacional orientada a reducir sus requerimientos financieros durante los próximos tres o cuatro años, lograron que FMI aprobara, el 21 de mayo de 2001, la tercera revisión del programa aprobado el 10 de marzo de 2000. El organismo valoró la reafirmación del compromiso con el programa de convertibilidad, la independencia del BCRA³¹ y los altos niveles de capital y liquidez que defendían al sistema bancario así como el hecho de que el impuesto las transacciones financieras y el aumento de las tarifas al comercio, a los que consideraba distorsivos, fueran transitorios. Asimismo, enfatizó la necesidad de concluir la

³¹ Tomando en cuenta los embates que a esa altura había sufrido su Ex-Presidente.

operación voluntaria de canje rápidamente, para reducir las incertidumbres y avanzar hacia una situación de financiamiento sustentable en el mediano plazo

Al 31 de marzo de 2001, la deuda en bonos que podía llevar al país a un default desordenado ascendía a US\$ 90.304 millones de los cuales unos siete mil millones vencían en los tres trimestres restantes de 2001. En los tres años siguientes (2002, 2003 y 2004) vencían unos diez mil millones de dólares por año. Además, en el primer trimestre del año 2001, el PBI había caído 5% respecto al del año anterior.

3.8.4 La ampliación del programa de convertibilidad y la pelea con el Presidente del BCRA

El 15 de abril de 2001 el Ministro de Economía anunció un plan para flexibilizar el programa de convertibilidad fijando la paridad del peso a un promedio simple entre la cotización del euro y el dólar, que no implicaría una devaluación ya que comenzaría a aplicarse cuando el dólar y el euro cotizaran uno a uno. El proyecto fue enviado al Congreso el 17 de abril.

Al día siguiente al anuncio, el 16 de abril de 2001, el Ministro de Economía comenzó una embestida contra el Presidente del BCRA y lo acusó públicamente de ser el responsable de la recesión por no haber aplicado en los últimos tres años políticas que permitieran expandir el crédito y descalificó el plan de dolarización que éste impulsaba. El congreso también cuestionaba al Presidente del BCRA que ya estaba siendo sometido a un proceso de investigación por la comisión parlamentaria especial, sospechado de haber servido al blanqueo de dinero proveniente de actividades ilícitas, que estaba a punto de aconsejar su remoción.

Como parte del programa de competitividad, el Ministro de Economía pretendía disminuir las tasas de interés de los préstamos a través de una reducción de los encajes (o requisitos mínimos de liquidez) por lo que, el 16 de abril, le solicitó al presidente del BCRA que parte de los requisitos mínimos de liquidez puedan integrarse con el nuevo Bono del Gobierno Nacional 9% vencimiento 2002 (por unos AR\$/US\$ 3.500 millones) que tenía la característica distintiva de poder aplicar los servicios de renta y amortización al pago de determinados impuestos. Esto permitía financiar al Gobierno al tiempo que se liberaban pesos encajados en el BCRA. En contrapunto, el Presidente del

BCRA hacía hincapié de la necesidad de que el sistema bancario contara con importantes niveles de recursos líquidos propios dada la limitada capacidad del BCRA para asistirlo en caso de una salida de depósitos de magnitud. El 19 de ese mes el BCRA comunicó que el nuevo bono podía ser elegible para la operatoria de pases activos con el BCRA y ser computable como integración de los requisitos de liquidez aunque con ciertos límites (18% del requisito mínimo de febrero de 2001).

Las discrepancias entre el Ministro de Economía y el Presidente del BCRA ya eran profundas y públicas por lo que el 25 de abril y previo dictamen de la comisión bicameral que investigaba la conducta del presidente del BCRA, se sanciona el Decreto 460/2001 mediante el cual el Gobierno lo removió de su cargo por mediar mala conducta.

El Anuncio de flexibilización de la convertibilidad y el enfrentamiento del Ministro de Economía con el Presidente del BCRA interrumpieron la recuperación de los depósitos privados que volvieron a caer unos AR\$/US\$ 1.600 millones de desde el 10 de abril (unos días antes de estos eventos) hasta el 26 de abril y revirtieron el descenso del riesgo país que aumentó desde 831 pb hasta 1076 pb en igual período. Los depósitos privados habían dejado de caer cuando el Congreso aprobó la delegación de facultades (el 29 de marzo) luego de una caída de unos AR\$/US\$ 3.600 millones desde la renuncia del Ministro de Economía el 2 de marzo.

La nueva caída de los depósitos privados y el aumento del riesgo país no se detuvieron hasta que, el 22 de abril, el Presidente de los EEUU anunció, en conferencia de prensa con el Presidente de Argentina a su lado, que tenía especial interés en que la Argentina se recupere y que los EEUU darían ayuda financiera al país en forma directa o a través de Organismos multilaterales de crédito.

El 1 de junio, en la licitación lanzada para el primer tramo limitado -sin provincias- del “megacanje”, se recibieron ofertas por un total de 33.300 millones de dólares (con la participación de inversores extranjeros por unos 8.000 millones de dólares) y dos días después el Gobierno aceptó el canje de 46 bonos en manos de los inversores por un monto total de unos 29.500 millones de dólares a cambio de cinco títulos públicos a mayores plazos y con un tasa de interés promedio creciente (desde el 10,30% hasta aproximadamente el 15%) por un monto total de unos 30.500 millones de dólares, lo

que permitiría estirar los plazos de vencimiento (se consiguió una reducción en los pagos hasta fin del 2002 de unos US\$ 7.800 millones y de unos US\$ 16.300 millones hasta fin del 2005). Los premios a los inversores que ingresaban tempranamente al canje que se pagaron con títulos públicos aumentaron el total de deuda en US\$ 2.255 millones.

El riesgo país cayó desde los 1.284 pb a los que había llegado el 23 de abril (cuando el presidente de los EEUU hizo público su apoyo a la Argentina) hasta 883 pb el 11 de junio (luego de cerrada la primer licitación del “megacanje”).

No obstante, durante la segunda quincena de junio y la primer semana de julio se produjeron una serie de eventos que generaron dudas respecto de la continuidad del programa de convertibilidad y aumentaban las expectativas de una devaluación que dificultaría al país el pago de las obligaciones externas en moneda extranjera:

1. El 15 junio de 2001 el Gobierno anunció, aun sin contar con la aprobación del proyecto de Ley de Convertibilidad Ampliada por parte del Senado (contaba con media sanción de la Cámara de Diputados desde el 2 de Mayo), la entrada en vigencia de un régimen transitorio de comercio exterior destinado a otorgar al régimen de exportaciones una mayor competitividad a través de la introducción del “factor de convergencia”, que equivalía a la diferencia entre el dólar y el promedio simple de un dólar y un euro para las operaciones de comercio exterior (Decreto 803/2011). La convertibilidad ampliada ya estaba vigente para las operaciones de comercio exterior y equivalía a una devaluación del peso: los exportadores pasaban a obtener y los importadores a pagar 1,08 pesos por cada dólar. Comenzó entonces un aumento sostenido del riesgo país.
2. El 25 de junio de 2001, el Senado sanciona finalmente la Ley 24.445 que establecía la ampliación de la convertibilidad, incorporando al euro como moneda de referencia, en promedio simple junto con el dólar, para determinar la cotización del peso, una vez que el euro llegara a la paridad con el dólar.
3. El 29 de junio el economista jefe del BID, Guillermo Calvo, puso en duda la capacidad del país de pagar su deuda, lo que generó una fuerte reacción del Ministro de Economía.

4. El 1 de julio del 2001, el Gobierno endurece su posición contra las Provincias que reclamaban más fondos, apoyadas por el partido opositor: Durante la primera semana de julio, varias provincias con importantes deudas con el sistema financiero, incluida la Provincia de Buenos Aires, manifestaron que requerirían apoyo financiero del Gobierno Nacional por no menos de US\$ 3.000 millones para enfrentar sus obligaciones financieras conjuntas del segundo semestre. A la semana siguiente, la licitación de Letras del Tesoro Nacional cortó a una tasa del 16% anual para plazos de 180 días. El crédito para la Nación y las Provincias volvía a escasear.

Esta serie de anuncios y hechos impactaron sensiblemente en el riesgo país: de los 883 pb a los que había caído el 11 de junio de 2001, luego de la primer licitación del “megacanje”, comenzó a aumentar de manera sostenida a partir del entrada en vigencia del factor de convergencia (15 de junio) hasta llegar a casi duplicarse en un mes (1.616 pb el 13 de julio). Los depósitos privados cayeron sistemáticamente unos AR\$/US\$ 8.700 millones desde el 4 de julio (luego de esta seguidilla de eventos) hasta el 23 de agosto (el 21 de Agosto se anunció un acuerdo con el FMI por US\$ 8.000 Millones adicionales).

3.8.5 El déficit cero y las elecciones legislativas de medio término

En un intento por tranquilizar a los mercados respecto de la capacidad del país (Nación y Provincias) para encuadrar su situación fiscal, el 30 de julio y a instancias del Gobierno Nacional se sancionó la Ley 25.453 de “Déficit Cero” cuyas principales disposiciones para llegar al equilibrio fiscal eran (i) el incremento de la tasa impositiva así como la eliminación de excepciones del impuesto a las transacciones bancarias, (ii) la suspensión de la rebaja del impuesto sobre los combustibles y del incremento de las deducciones al impuesto a las ganancias y (iii) la suspensión indefinida del plan de pasar a calcular el IVA en base caja en lugar de devengado. Adicionalmente, el gasto primario se disminuiría producto de una serie de medidas que incluían la reducción de sueldos y jubilaciones en un 13% (el recorte no afectaba los sueldos y jubilaciones inferiores a 1.000 pesos) y una disminución del 30% en el personal contratado.

La Ley de Déficit Cero introducía una nueva regla, instrumentada a través de la modificación del artículo 34 de la ley de administración financiera, que pasaba a restringir la ejecución del presupuesto (compromisos de gastos) a los recursos

efectivamente recaudados en cada período, obligando así al Gobierno a reducir las partidas en caso de una menor expectativa de recaudación. Como la Ley de Convertibilidad limitaba el financiamiento monetario del déficit, la regla de déficit cero implicaba que, desde su sanción en adelante, las necesidades de financiamiento del sector público se limitarían a las amortizaciones remanentes de la deuda pública.

No obstante y a pesar de la aprobación de la Ley de Competitividad, la de delegación del ejercicio de facultades legislativas y emergencia pública, la primer licitación del “megacanje”, la Ley de Déficit Cero y una mejora en el déficit fiscal del Sector Público Nacional (descendió de AR\$/US\$ 3.018 millones en el primer trimestre a AR\$/US\$ 2.192 millones en el segundo trimestre), a lo largo del mes de julio volvieron a aparecer las dudas sobre la capacidad de las provincias para afrontar los pagos de sus deudas, así como de la nación respecto de los pagos de la parte de su deuda aún no diferida. Durante los meses de mayo y junio el riesgo país se había mantenido relativamente estable (en un promedio de 970 pb) hasta que, luego de la serie de eventos de fines de junio/principios de julio, comenzó a escalar hasta los 1.604 bp el último día hábil del mes de julio (+56% en un mes).

Esta nueva crisis de confianza provocó una nueva negociación con el FMI para movilizar apoyos externos que permitieran frenar la salida de reservas del banco central y del sistema financiero. Esta negociación incluyó, además de la ley de déficit cero, una reestructuración completa de la deuda nacional y provincial que permitiera bajar la carga de intereses para el 2001 (unos US\$ 11.000 millones la Nación y unos US\$ 3.000 millones las Provincias) a la mitad (US\$ 5.500 millones la Nación y US\$ 1.500 millones las Provincias).

Finalmente, el 21 de agosto se anunció un acuerdo con el FMI por US\$ 8.000 Millones adicionales. El 30 de agosto el país presentó la correspondiente carta de intención y el 7 de setiembre, luego de la cuarta revisión, el FMI aprobó una reformulación del acuerdo del crédito Stand By originalmente acordado en marzo de 2000, incrementando el monto de la asistencia total a recibir por el país a US\$ 21.570 millones, a partir del compromiso de llegar rápidamente a un “déficit cero” asumido a partir de la sanción de la ley homónima. El 10 de setiembre se desembolsaron unos US\$ 5.000 millones para reforzar la liquidez del banco central y del sistema financiero y unos US\$ 3.000 millones que estaban previstos para ser desembolsados en 2002, podrían ser

desembolsados antes para apoyar el canje voluntario con el mercado que mejorara el perfil de la deuda pública.

El FMI consideraba que la consolidación de la situación fiscal era necesaria para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública y para generar una reducción de la prima de riesgo de Argentina y de las tasas de interés domésticas, creando así las condiciones para la recuperación de la actividad económica. Asimismo remarcaba la importancia de fortalecer la banca pública y flexibilizar el mercado laboral. Destacaba que tanto el programa de convertibilidad como la liquidez del sistema financiero eran pilares de la estrategia de económica del país y habían sido vitales para superar condiciones financieras turbulentas. Pronosticaba una ligera recuperación en el nivel de actividad económica para el último trimestre del año y un crecimiento del PBI de 2,5% para 2002.

El nuevo acuerdo consiguió revertir, transitoriamente, la salida de depósitos privados que crecieron unos AR\$/US\$ 1.500 millones desde su aprobación hasta la semana previa a las elecciones legislativas de medio término del 14 de octubre aunque el riesgo país no cedió y continuó aumentando desde los 1.427 pb una vez aprobado el acuerdo (el 23 de agosto) hasta los 1.832 el viernes previo a las elecciones.

El 29 de agosto, en un intento del Gobierno para eliminar el riesgo de que la corrida de depósitos volviera a dispararse, logra la sanción de la Ley 25.466 de Intangibilidad de los Depósitos: *“el Estado nacional en ningún caso, podrá alterar las condiciones pactadas entre el/los depositantes y la entidad financiera, esto significa la prohibición de canjearlos por títulos de la deuda pública nacional, u otro activo del Estado nacional, ni prorrogar el pago de los mismos, ni alterar las tasas pactadas, ni la moneda de origen, ni reestructurar los vencimientos, los que operarán en las fechas establecidas entre las partes”* (prácticamente un vaticinio).

El domingo 14 de octubre del año 2001 se celebraron elecciones legislativas que se caracterizaron por la gran cantidad de votos en blanco o anulados (23.97%) y la alta abstención (24.53%), por lo que solo el 51.50% del padrón electoral emitió votos afirmativos. La oposición logró el control de ambas cámaras (con una mayoría absoluta en la Cámara de Senadores y una mayoría simple en la Cámara de Diputados) lo que dificultaría la tarea del Gobierno.

El 24 de octubre, líderes importantes de los partidos que integran la alianza de Gobierno emitieron un duro documento reclamando cambios en el rumbo económico y social destacando que era peligrosa la combinación de “debilidad política y recesión económica”. Al día siguiente en una tumultuosa reunión con los gobernadores, el Ministro de Economía los acusó duramente (“a los gritos” según los diarios de la época) de ser responsables de las crisis en las Provincias por no haber bajado el gasto.

Para poder avanzar con la reestructuración total de la deuda pública era necesario contar con la autorización para afectar la recaudación impositiva federal como garantía de la deuda pública, lo que llevó al gobierno a emitir, el 1 de noviembre, el Decreto de Necesidad y Urgencia 1387/2001 a fin de poder llevar delante de inmediato el canje de la deuda pública nacional y provincial por préstamos y bonos garantizados por impuestos federales.

El Decreto autorizaba al canje de deuda pública nacional o provincial por préstamos garantizados o bonos nacionales garantizados, siempre que se obtuvieran menores tasas de interés. Las deudas provinciales que se canjearan por estos instrumentos serían asumidas por el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial con garantía recaudación impositiva federal que debían otorgarle las Provincias.

La conversión de bonos a préstamos garantizados permitía, además, eludir la norma del BCRA que obligaba a valorar los bonos en tenencia en cuentas de inversión a “finish” a su precio de mercado cuando este precio perforaba el -20% del valor técnico (valor compra más renta corrida) al que estaban contabilizados.

El 15 de diciembre de 2001 se completó el “megacanje” por un monto de US\$ 55.000 millones, a una tasa de interés no superior al 7 % anual y con plazos 3 años más largos que los originalmente pactados, lo que significó una reducción de más de US\$ 4.000 millones de intereses anuales (US\$ 2.000 millones la Nación y US\$ 2.000 millones las Provincias) y un corrimiento de todas las cuotas de amortización para después del año 2005. Quedaban pendientes de Canje US\$ 4.031 millones de bonos surgidos de la primer licitación -limitada- del “megacanje”. Los préstamos garantizados se regían por Ley Argentina.

3.8.6 El “corralito”

El resultado de las elecciones reinstaló un fuerte aumento en el riesgo país y una intensa caída en los depósitos privados que la finalización de la primer fase del “megacanje” no pudo revertir. El riesgo país aumentó desde los 1.686 pb el 17 de octubre de 2001 (luego de las elecciones) hasta los 3.071 el 19 de noviembre del mismo año (un mes después). La caída de depósitos privados fue muy intensa: AR\$/US\$ 5.177 millones desde el día previo a las elecciones hasta el 30 de noviembre. De éstos, AR\$/US\$ 1.831 de se fueron del sistema financiero solo en tres días (entre el 27 y el 30 de noviembre).

Las entidades financieras intentaron retener los depósitos privados a través de un aumento de la tasa de interés de plazos fijos (en pesos y en dólares) que llevó la tasa BADLAR³² en pesos de los bancos privados de una TNA promedio de 27,72% en octubre a una TNA promedio de 46,52% TNA en noviembre y la tasa BADLAR en dólares de los bancos privados de una TNA promedio de 15,10% en octubre a una TNA promedio de 22,54% en noviembre. El spread de tasas entre depósitos a plazo fijo en pesos y dólares había aumentado significativamente evidenciando una creciente desconfianza respecto del mantenimiento del programa de convertibilidad: entre enero y julio fue, en promedio, de 3,86 pb y llegó, entre agosto y noviembre, a una promedio de 12,89 pb. En este contexto de aumento de tasas, el BCRA dispuso, el 22 de noviembre de 2001, que los depósitos a plazo que superaran cierta tasa de interés (las primeras publicadas fueron de 13.75 % TNA en pesos 11.25 % TNA en dólares) pasarían a tener una exigencia de liquidez del 100%.

La corrida de depósitos se había vuelto extrema, lo que llevó al Gobierno a emitir, el 1 de diciembre de 2001, el Decreto 1570/2001 que dispuso, principalmente, restricciones al retiro en efectivo de depósitos bancarios prohibiendo la extracción de más de 250 pesos/dólares en efectivo por semana y por la totalidad de las cuentas que tenga cada titular o titulares con cuenta conjunta en cada entidad financiera, esquema conocido como el “corralito”.

Asimismo, el Decreto fijó un techo para las tasas de interés al disponer que los bancos “no podrán ofrecer tasas de interés superiores por los depósitos denominados en pesos,

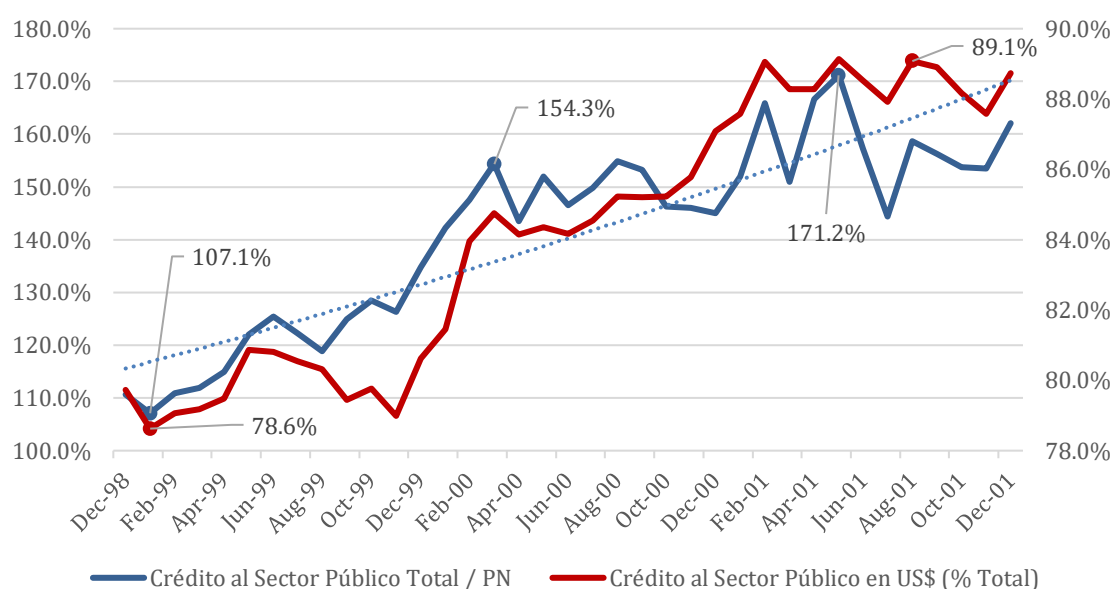
³² Tasa por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo y de más de un millón de pesos/dólares.

respecto a las que ofrezcan por los depósitos denominados en dólares estadounidenses”. En un intento dar señales respecto del compromiso del Gobierno con el programa de convertibilidad el Decreto prohibió a las entidades “realizar operaciones activas denominadas en pesos” y ofrecía la posibilidad de que “las operaciones vigentes podrán convertirse a moneda extranjera, a solicitud de sus titulares, a la relación prevista en la Ley de Convertibilidad”. Si la tasa de los depósitos en pesos no podía superar a la de los depósitos a plazo fijo en dólares y se los podía convertir con facilidad, los depositantes se volcaron rápidamente hacia éstos últimos (a fin del 2001 el 87% de los depósitos a plazo del sector privado estaban constituidos en dólares).

La implementación del “corralito” generó una dinámica que, muy probablemente, fue una de las principales causantes de la renuncia del Presidente, el posterior abandono del programa de convertibilidad y el repudio de la deuda externa.

Dentro de las causas que generaron la corrida de depósitos y más allá de los eventos puntuales que fueron marcando su dinámica, debe destacarse la creciente exposición al sector público por parte del sistema financiero.

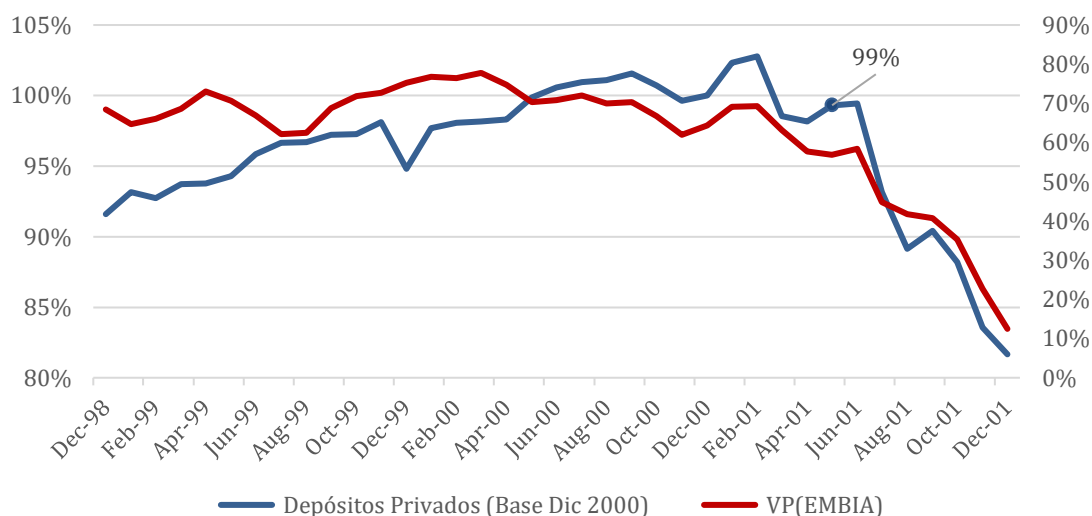
Gráfico XV: Exposición del sistema financiero al sector público



Elaboración propia a base de información del BCRA.

Como puede verse en el Gráfico XV, la máxima tenencia de activos del sector público en moneda extranjera respecto del patrimonio neto del sistema financiero se produce en el mes de mayo de 2001, cuando las financiaciones al sector público llegaron a representar 1,7 veces el patrimonio neto del sistema financiero. A partir de ese momento los depósitos privados comienzan a caer consistentemente en línea con la disminución del valor de la deuda del sector público (ver Gráfico XVI³³). Los depositantes percibían que sus depósitos estaban colocados principalmente en activos del sector público en un nivel que repentinamente consideraron excesivo y, ante la posibilidad de caída del valor presente de los Títulos Públicos (aumento del riesgo país) comenzaron a retirarlos.

Gráfico XVI: Correlación entre la evolución de los depósitos privados y el valor de la deuda pública



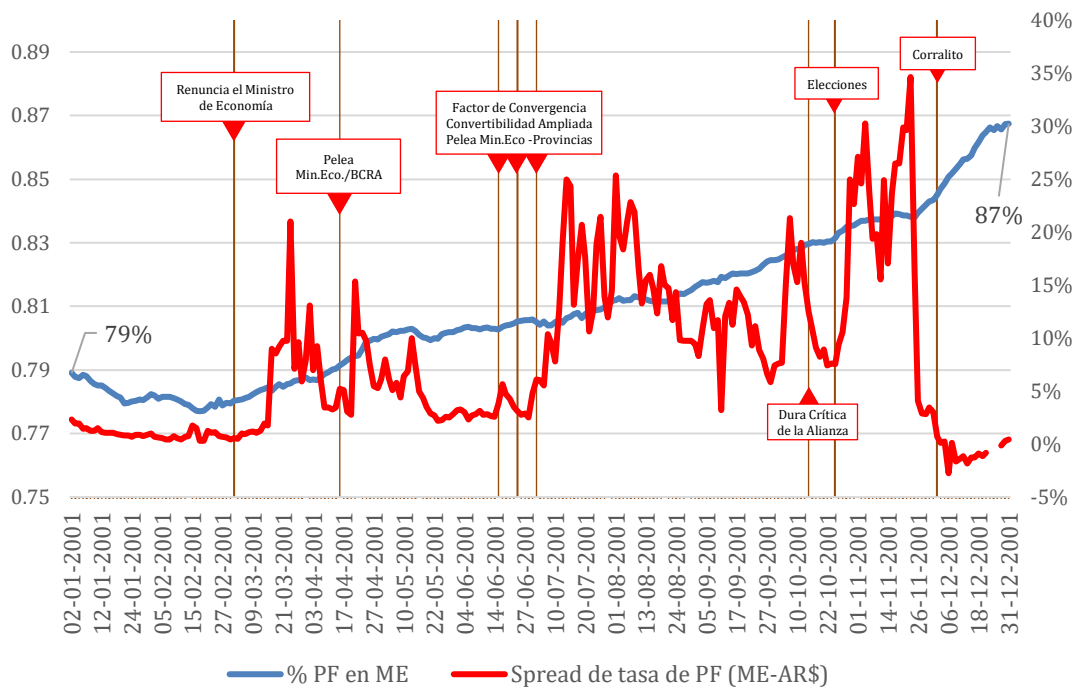
Elaboración propia a base de información del BCRA.

El “corralito” terminó de fijar las expectativas respecto de una eventual salida de la convertibilidad y sobre la falta de Reservas Internacional para satisfacer todas las obligaciones en dólares. Al momento de la implementación del “corralito”, las reservas internacionales del BCRA llegaban a unos US\$ 18.700 Millones mientras que los depósitos en moneda extranjera llegaban a los US\$ 47.500 millones y los nominados en pesos a los AR\$ 23.000 millones. Como puede observarse en el Gráfico XVII, los depositantes argentinos revelaron su fuerte preferencia por los plazos fijos en dólares: a

³³ A fin de expresar la evolución del valor de la deuda pública utilizo el valor presente de un bono “bullet” a 10 años con una tasa de cupón del 5% descontado a una tasa de interés igual al riesgo país de Argentina: VP(EMBIA).

pesar de los aumentos del spread entre la tasa en pesos y la tasa en dólares que, en noviembre de 2001 y hasta el día previo al tope de tasas en pesos que dispuso el BCRA, promedió el 24,9 pb, el porcentaje de plazos fijos en dólares aumentó consistentemente durante 2001 (desde el 79% hasta el 87%). Las disposiciones del “corralito” tendientes a facilitar la conversión de plazos fijos en pesos a plazos fijos en dólares exacerbaron esta tendencia.

Gráfico XVII: Preferencia por los plazos fijos en dólares

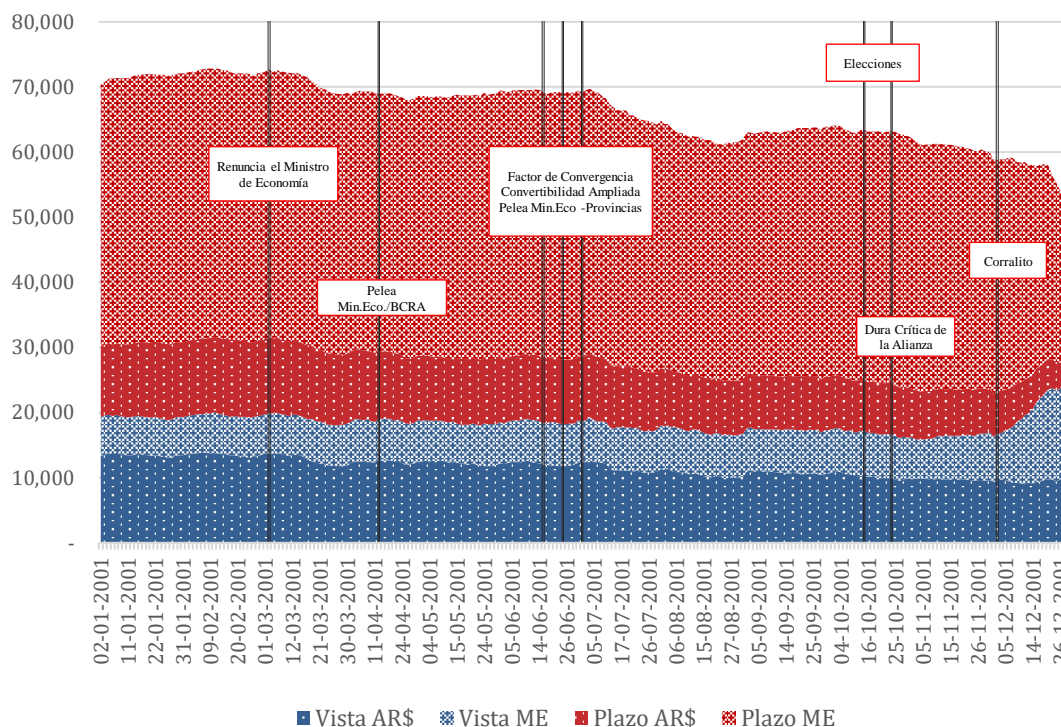


Elaboración propia a base de información del BCRA.

Los depositantes dolarizaban sus plazos fijos y, en la medida que iban venciendo, dejaban los fondos a la vista en dólares (ver Gráfico XVIII) a fin de poder retirarlos a través de los mecanismos permitidos. Para ello, reactivaron cuentas que tenían en otros bancos y que no utilizaban a fin de maximizar la cantidad de fondos que podían retirar en efectivo por semana (hasta que el BCRA limitó esta posibilidad). Esta salida de fondos (conocida luego como el “leakage” del “corralito”) tenía una magnitud suficiente como para comprometer el nivel de reservas internacionales netas en unos pocos meses. Esto aumentaba aún más la vocación de los depositantes de salir a cualquier costo del “corralito” y hacerse de dólares. El racionamiento anunciado no hizo más que

consolidar la corrida bancaria. El programa de convertibilidad ya estaba comprometido de forma definitiva.

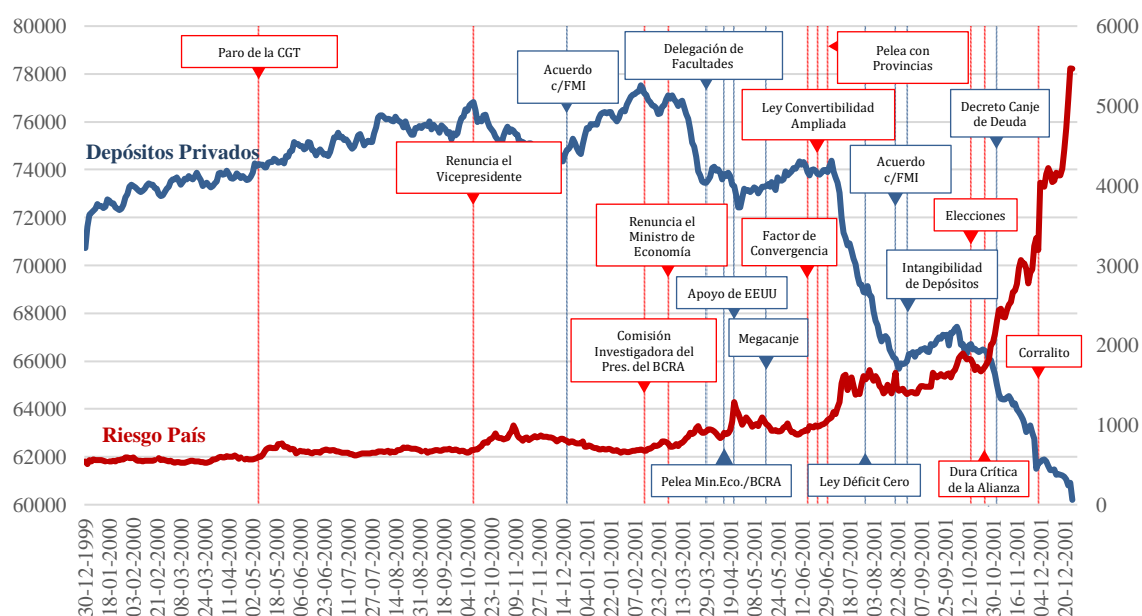
Gráfico XVIII: Evolución de los Depósitos Privados



Elaboración propia a base de información del BCRA.

Desde mediados de febrero, luego de que la alianza de gobierno anunciara desde el Congreso la convocatoria a una comisión parlamentaria especial para llevar adelante una investigación y eventual remoción del titular del BCRA por supuestas maniobras sospechadas de haber servido al blanqueo de dinero proveniente de actividades ilícitas, y hasta mediados de agosto de 2001, antes de que se anunciara un nuevo acuerdo con el FMI, unos AR\$/US\$ 12.000 millones de depósitos privados fueron retirados del sistema financiero (-15%) (ver Gráfico XIX). Si bien el nuevo acuerdo con el FMI interrumpió temporariamente la corrida, el resultado de las elecciones de mediados de octubre la volvieron irreversible, aún con las restricciones del “corralito”. Así, hacia fin de 2001, la salida de depósitos desde su máximo en febrero de 2001 alcanzó los AR\$/US\$ 17.500 millones de (-22,5% en 10 meses).

Gráfico XIX: Eventos que afectaron los depósitos privados y/o el riesgo país



Elaboración propia a base de información del BCRA y JP Morgan.

En apretada síntesis, los eventos posteriores a la entrada en vigencia del “corralito” fueron:

1. El 6 diciembre, el FMI anunció que no giraría US\$ 1.260 Millones dando a entender que no apoya el nuevo programa.
2. El 8 diciembre el Ministro de Economía comienza una nueva negociación con el FMI para lograr los desembolsos pendientes del “Blindaje” y los US\$ 3.000 millones que habían sido aprobados en agosto para apoyar la reestructuración de la deuda. El FMI exigía la presentación al Senado de un proyecto de ley de Coparticipación Federal de Impuestos a discutir durante el año 2002 y un ajuste al presupuesto 2002 de unos AR\$/US\$ 4.000 millones.
3. El 11 de diciembre se frenan las aperturas de cuentas en los bancos. A fin de evadir la restricción de AR\$/US\$ 250 por cuenta, había comenzado un proceso de reactivación de viejas cuentas y apertura de nuevas en otros bancos que permitió a los titulares de cuentas maximizar la capacidad extracciones en efectiva lo que generó un drenaje constante de reservas (conocido como el “leakage” del “corralito”)
4. El 12 de diciembre se atrasa el pago de jubilaciones.

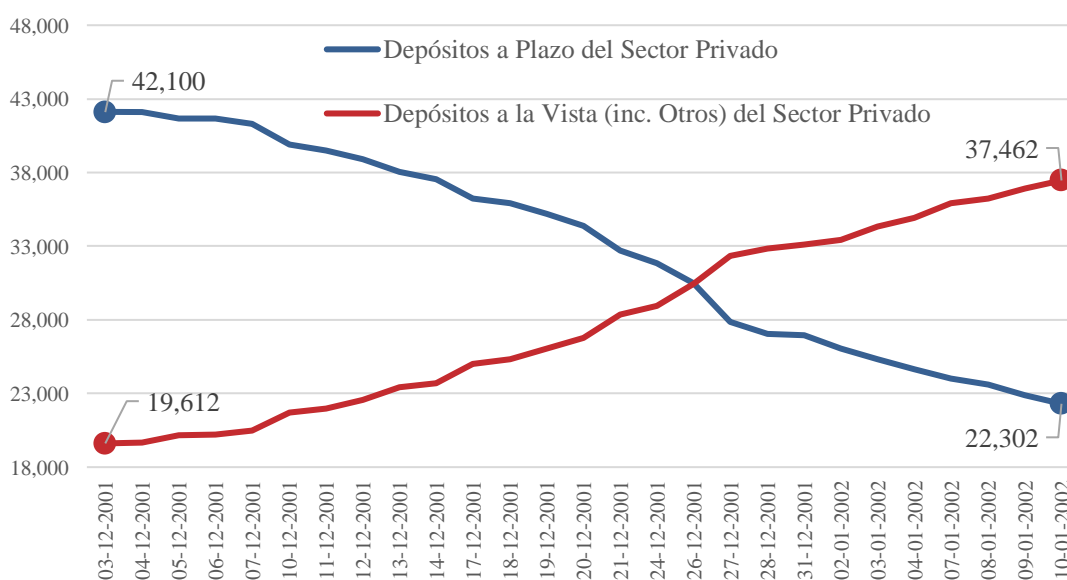
5. El 13 de diciembre todos los gremios realizan un paro en protesta contra el plan con un alto nivel de acatamiento y se suma un fenómeno nuevo: personas de la clase media manifiestan su disconformidad a través de “cacerolazos”.
6. El 16 de diciembre trasciende un plan para dolarizar la economía si no se logra un acuerdo con la oposición para el nuevo ajuste requerido por el FMI (negado al día siguiente así como la posibilidad de una devaluación)
7. El 18 de diciembre el Gobierno remite a Diputados el presupuesto con un recorte de unos AR\$/US\$ 6.000 millones y la inclusión de una partida de AR\$/US\$ 5.500 millones para intereses (exactamente la mitad de lo presupuestado para el 2001) en línea con los resultados que se esperaba obtener del programa integral de reestructuración de deuda (la implementación de la fase 2 y el canje de los 40.000 millones de dólares en bonos que no habían entrado en la fase 1).
8. El 19 de diciembre el país amanece con noticias de saqueos y desmanes a comercios, shoppings y supermercados en los puntos más importantes del país. A la noche renuncia el Ministro de Economía junto con el resto de los miembros del gabinete que pusieron sus renuncias a disposición del Presidente quien, a la vez, anuncia el establecimiento del estado de sitio, provocando la salida a la calle de decenas de miles de personas en todo el país para manifestar su descontento con el gobierno y los representantes políticos que se extendió toda la noche y el día siguiente, cuando se impartió la orden de reprimir a los manifestantes, 39 de los cuales fueron muertos.
9. El 20 de diciembre renuncia el Presidente de la Nación.

La renuncia del Presidente de la Nación no logró detener la crisis. En la misma noche del 20 de diciembre asumió el cargo el Presidente de la Cámara de Senadores, miembro del partido de la oposición, quién convocó a la Asamblea Legislativa para elegir un nuevo presidente. El 23 de diciembre la asamblea designa un nuevo Presidente, también del partido de la oposición que dispuso la suspensión del pago de la deuda externa y renunció a los 7 días, el 30 de diciembre de 2001 alegando falta de apoyo político. Ante la imposibilidad de encontrar al Presidente de la Cámara de Senadores debió hacerse cargo del Poder Ejecutivo el Presidente de la Cámara de Diputados, quien procedió a convocar otra vez a la Asamblea Legislativa para elegir un nuevo presidente.

Finalmente, el 1 de enero de 2002 la Asamblea Legislativa designa como Presidente al exgobernador de la Provincia de Buenos Aires que había perdido las elecciones presidenciales de 1999. En su discurso de asunción, prometió que todos los depósitos serían devueltos y que “el que depositó dólares, recibirá dólares”. A los pocos días, el 6 de enero de 2002, decidió dar fin a la Ley de Convertibilidad que había estado en vigor durante diez años a través de la sanción de la Ley 25.561.

El “corralito” estuvo vigente durante 23 días hábiles bancarios durante los cuales, a pesar de las restricciones que se introducía, experimentó una salida (“leakage”) de 2.100 millones de pesos/dólares de depósitos privados (-3,5% en un mes). La medida, que extrañamente no congeló los depósitos a plazo sino que los transaccionales (a la vista), indujo a los depositantes a dejar a la vista los fondos de los depósitos a plazo fijo que vencían (ver Gráfico XX) lo que generó una presión insostenible sobre las restricciones dispuestas. Había sido impuesto transitoriamente por 90 días con la intención de llegar a perfeccionar el “megacanje” con la esperanza de que este hecho averse las dudas sobre la sostenibilidad de la convertibilidad pero terminó consolidando de forma irreversible la corrida bancaria y cambiaria condenado de manera definitiva el programa que estaba destinado a salvar.

Gráfico XX: Depósitos privados a la vista y a plazo



Elaboración propia a base de información del BCRA.

3.8.7 Los eventos relevantes que marcaron el período 2000-2001

Una serie de eventos fueron impactando (positiva o negativamente) sobre el riesgo país y el nivel de los depósitos privados durante los años 2000 y 2001 (ver GRAFICO XX) . Con el fin de determinar aquellos que mayor impacto tuvieron, analizo la correlación entre ambas series para un período de 30 días posteriores a un momento determinado. Si la correlación se vuelve robustamente negativa dentro de los 30 días previos a un evento, estaría reflejando, por ejemplo, un fuerte impacto negativo (caída de depósitos privados y aumento del riesgo país). De esta forma surgen aquellos eventos o grupos de eventos cercanos que generaron un impacto negativo en ambas variables con alto nivel de correlación; superior, en valor absoluto, a 0,7:

- El 5 de mayo de 2000 la CGT disidente anuncia el primer paro contra la reforma laboral y la política económica del gobierno. (Coef.Corr. = 0,78)
- El 7 de octubre de 2000 renuncia el Vicepresidente de la Nación. (Coef.Corr. = 0,78)
- El 14 de febrero de 2001 la alianza de gobierno convoca a una comisión parlamentaria especial para investigar al titular del BCRA y el 2 de marzo del 2001 renuncia el Ministro de Economía. (Coef.Corr. = 0,90)
- El 16 de abril el nuevo Ministro de Economía embiste públicamente contra el presidente del BCRA, le exige que parte de los requisitos mínimos de liquidez puedan integrarse con un nuevo Bono y el 25 de abril es removido de su cargo. (Coef.Corr. = 0,70)
- El 15 junio de 2001 entra en vigencia el “factor de convergencia”, el 25 de junio de 2001, se sanciona la ley que establece la ampliación de la convertibilidad incorporando al euro y el 1 de julio del 2001, el Gobierno endurece su posición contra las Provincias que reclamaban más fondos apoyadas por el partido opositor. (Coef.Corr. = 0,93)
- El 14 de octubre del año 2001 la oposición gana las elecciones legislativas y logra el control de ambas cámaras y el 24 de octubre líderes importantes la alianza de Gobierno emiten un duro documento en contra del rumbo económico. (Coef.Corr. = 0,97)

- El 1 de diciembre de 2001 se instala el “corralito”³⁴. (a pesar de las restricciones, los depósitos caen unos 2.000 millones de pesos/dólares desde su creación hasta el 10 de enero de 2001 luego del fin de la convertibilidad y el riesgo país aumenta de 3.196 a 4.484 en igual período)

El coeficiente de correlación entre el nivel de depósitos privados y el riesgo país desde un momento determinado hasta fin del 2001 es de - 0,89 desde el inicio de 2000 y llega a - 0,96 hacia fin de nov-2002 sugiriendo una correlación robusta y negativa de ambas variables.

Por otro lado, el coeficiente de correlación entre el nivel de depósitos privados y el riesgo país desde el inicio de 2000 hasta un momento determinado se mantuvo positivo y por encima de 0,7 durante el segundo semestre de 2000, sugiriendo que los depositantes confiaban en el sistema financiero con independencia del riesgo país, pero éste comienza a decrecer a partir de la renuncia del Vicepresidente, acelera su caída a partir de la renuncia del Ministro de Economía, se vuelve negativa a partir de la ampliación de la convertibilidad y llega a valores negativos robustos (-0,8) a partir de las elecciones de medio término.

³⁴ la pesificación y reprogramación de depósitos luego del abandono de la convertibilidad el 6 de enero de 2002 distorsiona la serie de depósitos e impide calcular la correlación.

3.9 Conclusiones al Capítulo II

El programa de convertibilidad estuvo vigente entre el 27 de marzo de 1991 y el 6 de enero de 2002 y fue implementado luego de dos hiperinflaciones en 1998 (4.923%) y 1990 (1.344%) y un canje compulsivo de los depósitos a plazo fijo por títulos públicos denominados Bonex 89 conocido como el plan Bonex. El programa que disponía la libre conversión de pesos a dólares (y viceversa) a una paridad de un peso por dólar y contenía reglas muy claras y estrictas respecto de la emisión monetaria (la base monetaria no podía superar el nivel de las reservas de libre disponibilidad) y el financiamiento al Gobierno por parte del BCRA (sólo a través de la compra, a precios de mercado, de títulos negociables emitidos por la Tesorería y sin que estas tenencias pudieran superar -a precios de mercado- un tercio de las reservas de libre disponibilidad o que crezcan más del 10% en el año).

El programa fue complementado con una serie de reformas en el sistema financiero y el sector público, incluidas varias privatizaciones de las principales empresas públicas con la consecuente eliminación de los subsidios y el reemplazo del sistema público de jubilaciones basado en el régimen de reparto por un sistema mixto de transferencias públicas y capitalización privada. Asimismo, se liberaron el comercio exterior y la cuenta capital (se liberaron los ingresos y egresos de fondos para inversiones directas y de cartera) y se eliminaron los impuestos a las exportaciones y las restricciones a las importaciones.

El régimen de convertibilidad contenía ciertas debilidades intrínsecas derivadas de la incapacidad del BCRA para (i) asistir con liquidez a los bancos en caso de una corrida de depósitos más allá del monto de sus reservas excedentes, (ii) compensar a través de la política monetaria los efectos de shocks externos sobre la cuenta corriente y (iii) compensar los efectos de la apreciación del dólar, al que el peso estaba atado, cuando ésta moneda se apreciaba frente a la de otras áreas económicas o países.

La vulnerabilidad intrínseca de la convertibilidad a través del sistema financiero llevó al BCRA a implementar una normativa prudencial orientada a fomentar la competencia entre los bancos y promover la solvencia y liquidez de cada banco en particular y del sistema bancario en general. La difusión de información fue incorporada como un objetivo de primer orden para el BCRA que comenzó a publicar información sobre los

estados contables y sobre el cumplimiento de varias regulaciones prudenciales por parte de las entidades financieras, así como información en línea sobre cuentacorrentistas inhabilitados, cheques rechazados y situación y monto de deuda de los deudores del sistema financiero. Esto llevó a que el mercado de crédito en Argentina convergiera hacia un modelo de información simétrica con un esquema de segmentación de tasas de interés activas en el cual los buenos deudores obtendrían mejores tasas que los malos deudores.

En 1995 la crisis del Tequila trajo la primera prueba a la capacidad del BCRA para asistir con liquidez a un sistema financiero que perdió el 19% de los depósitos privados en cinco meses. Se reformó la Ley de Entidades Financieras para permitir al BCRA la transferencia de activos de buena calidad y pasivos (principalmente depósitos y obligaciones con otras entidades financieras locales) de bancos con problemas hacia bancos viables. Comenzó así un proceso de consolidación de la banca que se mantuvo hasta el presente. En 1997 la crisis del Sudeste Asiático volvió a poner a prueba al régimen de convertibilidad a través del canal más frágil que tenía, el sistema bancario, pero el instrumental desarrollado por el BCRA para lidiar con problemas de liquidez y la rápida resolución de entidades con problemas logró que la crisis no generara una corrida de depósitos. Dos nuevas crisis externas, la crisis de Rusia en 1998 y la devaluación de Brasil en 1999 se concatenaron para conformar una nueva amenaza al régimen de convertibilidad que, nuevamente, fue administrada con éxito por el BCRA.

La estabilidad que trajo la convertibilidad, la existencia de una moneda de “largo plazo” que permitía otorgar préstamos a mediano y largo plazo a firmas y familias en la moneda local sin ajustar la tasa o el capital a través de alguna variable, el nuevo marco normativo en el que debían desenvolverse las entidades financieras, la política de difusión de información pública sobre la situación de las entidades financieras, sus deudores y sus cuentacorrentistas y el shock de credibilidad que trajo el programa, impulsaron un importante crecimiento de los mercados de crédito al sector privado y de depósitos del sector privado desde el inicio de la convertibilidad: El stock de préstamos al sector privado pasó de AR\$/US\$ 30 mil Millones en enero de 1993 al máximo de AR\$/US\$ 67 mil Millones en diciembre de 1998 (+ 123%) mientras que los depósitos del sector privado pasaron de AR\$/US\$ 22,4 mil Millones en enero de 1993 al máximo de AR\$/US\$ 75,7 mil Millones en febrero de 2001 (+ 238%). En términos del PBI los

préstamos al sector privado alcanzaron su máximo de 20,6% en el cuarto trimestre de 1999 mientras que los depósitos privados lo hicieron en el primer trimestre de 2001 cuando llegaron al 23,6%.

Sin embargo, otra debilidad de la convertibilidad derivada de la incapacidad del BCRA de aplicar políticas monetarias que contuvieran el impacto de las shocks externos y de la apreciación a nivel global del dólar, generaron un período de apreciación del peso en términos del tipo de cambio multilateral de 42,8% entre abril de 1991 y junio de 1993, seguido luego de otro período de apreciación de 23,8% entre agosto de 1996 y marzo de 2001, con un interregno en el cual el peso se depreció un 15,3%. Desde agosto de 1996 a diciembre de 2000, el dólar se había apreciado 43% con respecto al Euro con el consecuente impacto en la competitividad del peso. La fuerte devaluación (70%) de la moneda brasileña en enero de 1999 generó una mayor apreciación del peso en términos reales (de 10.2% durante 1999). Así, la apreciación del peso y el impacto de las crisis externas comenzaron a afectar el nivel de actividad del país hacia mediados de 1998.

El 11 de febrero de 2000 un nuevo Gobierno conformado por una alianza opositora debe lidiar con los crecientes problemas derivados de la caída del nivel de actividad - aumento del desempleo, pobreza e indigencia- así como el aumento del costo de la deuda pública que seguía en aumento. En abril de 2001 y luego de la renuncia de dos ministros anteriores, asume como Ministro de Economía el mismo ministro que había puesto en marcha el programa de convertibilidad y que debe enfrentar una situación adversa (contracción económica, aumento del desempleo y la pobreza y una incipiente caída de los depósitos privados). Enfocado en promover planes de competitividad y disminuir los requisitos mínimos de liquidez para abaratar el crédito, el Ministro colisiona con el Presidente del BCRA que termina siendo destituido de su cargo.

En vez de reforzar y complementar el esquema de reglas que buscaban proteger a la convertibilidad, muchas de las acciones de Gobierno que se llevaron adelante durante la crisis terminaron incluyendo ciertos grados de discreción sobre las reglas básicas del programa. Esta nueva claudicación de la Argentina a someterse a un esquema de reglas en el momento en que éstas comienzan a resultar restrictivas (e impopulares) generó una corrida cambiaria y bancaria que terminó derribando el régimen de convertibilidad. Asimismo, algunas medidas tendientes a “alivianar” la situación de los deudores bancarios dejando de hacer pública la información que reflejaba el deterioro creciente

de su calidad crediticia por los problemas derivados de la recesión, instalaron un importante problema de información que fue generando opacidad respecto de su verdadera voluntad/capacidad de pago de sus obligaciones.

Una serie de eventos, entre los que se destacan (i) el anuncio de la CGT disidente del primer paro contra la reforma laboral y la política económica del gobierno, (ii) la renuncia del Vicepresidente de la Nación, (iii) la convocatoria a una comisión parlamentaria especial para investigar al titular del BCRA y renuncia de dos Ministros de Economía, (iv) la embestida del nuevo Ministro de Economía contra el presidente del BCRA para que parte de los requisitos mínimos de liquidez puedan integrarse con un nuevo Bono y su posterior remoción, (v) la entrada en vigencia el “factor de convergencia” junto con la sanción de la ley de ampliación de la convertibilidad y el reclamo de fondos por parte de las Provincias apoyadas por el partido opositor, (vi) las elecciones legislativas que gana la posición obteniendo el control de ambas cámaras y la publicación un duro documento de los líderes de la alianza de Gobierno en contra del rumbo económico y, finalmente, la instalación del “corralito”; terminan consolidando un proceso de corrida de depósitos y aumento del riesgo país inmanejable que termina con el gobierno y con el programa de convertibilidad.

4. Capítulo III: La salida de la convertibilidad como un evento que muestra cómo la destrucción de información agrava y hace más persistente una crisis del crédito

4.1 Introducción

En este capítulo analizaré el impacto de fuertes crisis económicas en el mercado de crédito, especialmente cuando los gobiernos establecen esquemas mandatorios de relajamiento en el pago de las obligaciones bancarias (“vail out”) por parte de las firmas (en particular) o las familias, o cuando la profundidad de las crisis lleva a las propias firmas, más allá de su carácter, a enfrentar situaciones tan extremas que imposibilitan el normal pago de sus compromisos bancarios o cuando se establecen relajamientos en la información pública de la situación de los clientes bancarios. Para ello me concentraré en la crisis económica que sufrió Argentina hacia finales del programa de convertibilidad y luego de su abandono. Resumiré los principales eventos que se sucedieron desde la aplicación del programa de la convertibilidad con especial énfasis en el mercado de crédito y los problemas de información que generaron diversas medidas que se fueron adoptando y que afectaron de alguna manera la información sobre la voluntad de cumplimiento de los clientes bancarios.

En vez de reforzar y complementar el esquema de reglas de la convertibilidad, muchas de las acciones de Gobierno que se llevaron adelante durante la crisis terminaron incluyendo ciertos grados de discreción sobre las reglas básicas del programa. Esta nueva claudicación de la Argentina a someterse a un esquema de reglas en el momento en que éstas comienzan a resultar restrictivas (e impopulares) generó una corrida cambiaria y bancaria que terminó derribando el régimen de convertibilidad.

La propia crisis del 2000 (fines de la convertibilidad), así como las políticas económicas adoptadas para intentar contenerla y, posteriormente (2001 y 2002) para administrar los desajustes derivados de abandonar la regla de conversión cambiaria, tuvieron profundos impactos macroeconómicos y financieros. Asimismo algunas medidas tendientes a alivianar la situación de los deudores bancarios dejando de hacer pública la información pública que reflejaba el deterioro creciente de su calidad crediticia por problemas

macroeconómicos mayúsculos instalaron un importante problema de información que fue generando opacidad respecto de su verdadera voluntad/capacidad de pago de sus obligaciones.

La dinámica de la propia crisis, algunas políticas económicas adoptadas para mitigar sus efectos y los problemas de información crediticia, se combinaron para afectar sensiblemente el crédito al sector privado por magnitudes y períodos más importantes que los de otras variables. El “capital informativo” que los bancos acumularon durante años fue destruido por la recesión generalizada, el impedimento de firmas y familias de poder acceder a sus ahorros o a nuevos créditos y la opacidad informativa que generaron varias medidas de gobierno orientadas a “proteger a los deudores”. El tiempo requerido para reconstruirlo generó un fuerte atraso en la recuperación del crédito al sector privado, lo que pudo observarse comparando la recuperación de diversas variables económico-financieras y sociales a partir del final de la Crisis 2001-2002 hasta fin del año 2007 con el importante rezago que experimentó la del crédito al sector privado.

La recesión generalizada, el aumento del desempleo y la pobreza, la imposibilidad de los deudores bancarios de acceder a sus ahorros o a nuevos créditos, la pesificación asimétrica de préstamos y depósitos y los mecanismos adoptados para favorecer la cancelación de deudas bancarias con depósitos reprogramados y con bonos del tesoro, tuvieron un fuerte impacto en el capital informativo de las entidades financieras. Asimismo, los problemas de información asimétrica respecto de la situación de solvencia y liquidez de la contraparte, generaron una importante segmentación en el mercado de crédito interbancario durante la crisis 2001-2002.

Comparando el rezago que experimentó la recuperación del crédito al sector privado como consecuencia de la crisis financiera 2001-2002 respecto de lo que sucedió luego de las hiperinflaciones de 1989 y 1990 y la implementación del plan Bonex, surgen diferencias respecto de si la crisis es monetaria o económica.

4.2 Los primeros años del programa de convertibilidad

El régimen de convertibilidad fue implementado en marzo de 1991, luego de que la Argentina experimentara dos picos hiperinflacionarios durante 1989 y 1990 y contenía reglas muy claras y estrictas respecto de la emisión monetaria (la base monetaria no podía superar el nivel de las reservas de libre disponibilidad) y el financiamiento al Gobierno por parte del BCRA (sólo a través de la compra, a precios de mercado, de títulos negociables emitidos por la Tesorería y sin que estas tenencias pudieran superar, también a precios de mercado, un tercio de las reservas de libre disponibilidad o que crecieran más del 10% en el año).

Teniendo en cuenta una de las limitaciones de la convertibilidad vinculada con la acotada capacidad del BCRA para asistir con liquidez al sistema financiero, éste llevó adelante una profunda reorganización normativa que tenía en cuenta la importancia de la solvencia y liquidez de las entidades financieras: Se adoptaron las normas de Basilea para capitales mínimos y se dictaron normas de clasificación y provisionamiento de deudores, se implementó una política de difusión pública impulsada desde el BCRA que incluía información sobre la calidad crediticia de los deudores (su endeudamiento en distintos bancos, la clasificación de deuda en cada uno y otras variables que caracterizaban al deudor o a su deuda que se fueron incorporando progresivamente), los cheques rechazados y los cuentacorrentistas inhabilitados y se incluyó una exigencia de liquidez adicional. De esta forma, el BCRA encaminaba el mercado de crédito hacia un esquema de información simétrica con segmentación de tasas de interés activas en el cual los buenos deudores obtendrían mejores tasas que malos deudores. Asimismo, se implementó un nuevo esquema de supervisión que adoptaba el sistema CAMEL de la FED. Todos estos factores llevaron a que el sistema financiero generara una cartera de créditos sana y solvente.

La estabilidad que trajo la convertibilidad, la existencia de una moneda de “largo plazo” que permitía otorgar préstamos a mediano y largo plazo a firmas y familias en la moneda local sin ajustar la tasa o el capital a través de alguna variable, el nuevo marco normativo en el que debían desenvolverse las entidades financieras, la política de altos niveles liquidez sistémica para aislar el riesgo de corridas de depósitos extremas, la política de difusión de información pública sobre la situación de las entidades

financieras, sus deudores y sus cuentacorrentistas y el shock de credibilidad que trajo el programa, impulsaron un importante crecimiento del mercado de crédito al sector privado desde el inicio de la convertibilidad: El stock de préstamos al sector privado pasó de AR\$/US\$ 30 mil millones en enero de 1993 al máximo de AR\$/US\$ 67 mil millones en diciembre de 1998 (+ 123%).

El país pudo transitar exitosamente por varias crisis (la del Tequila a fines de 1994, la del Sudeste Asiático en julio de 1997, la de Rusia en agosto de 1998 y la de Brasil en enero de 1999) sin una caída significativa de depósitos privados. Durante el período 1991-1994 el PIB creció a una tasa promedio anual de 8% hasta el T4 de 1994 cuando, por los efectos de la crisis del Tequila, se contrajo un 5,6% hasta el T3 de 1995, para comenzar a crecer nuevamente de manera sostenida. El ingreso neto de capitales privados entre 1992 y 1994 totalizó US\$ 21.500 millones lo que provocó que el tipo de cambio real multilateral se apreciara 42,8% entre abril de 1991 y junio de 1993.

4.3 El impacto de la recesión de 1998 y el cambio de Gobierno a fines de 1999

A pesar de que Argentina había podido sortear la crisis del Tequila, las devaluaciones del Sudeste Asiático y las de Rusia y Brasil, sin abandonar la convertibilidad, los efectos combinados de estas últimas (Sudeste Asiático, Rusia y Brasil) comenzaron a afectar su economía a partir de mediados de 1998: (i) desde julio de 1998, mes previo al de la devaluación de Rusia, el EMAE (tendencia ciclo) cayó, o no creció, durante todos los meses hasta julio de 1999, acumulando una contracción del 5%; (ii) el PBI (desestacionalizado) cayó 5,4% entre el T2 de 1998 (cuando registró su máximo nivel de la convertibilidad) y el T3 de 1999; (iii) la tasa de desocupación recuperó la tendencia a la suba a partir de 1999 y llegó a 13,8% en octubre de 1999 (en octubre de 1991 -antes de implementarse la convertibilidad- era 6,0%). En este contexto, el crédito al sector privado, que había alcanzado su máximo de AR\$/US\$ 67 mil millones durante la convertibilidad en diciembre de 1998, comenzó a disminuir para cerrar el año 1999 en AR\$/US\$ 65 mil Millones (ver Gráfico II).

El 10 de diciembre de 1999 asume un nuevo gobierno conformado por una alianza opositora que debe enfrentar una situación económico financiera adversa: (i) luego de una incipiente recuperación del PBI en el T4 de 1999 (+1,7%) que interrumpió el ciclo

contractivo, éste siguió cayendo en los trimestres posteriores; (ii) el desempleo se mantuvo alto (14.5% en la medición de agosto de 1999) y (iv) las personas bajo la línea de pobreza llegaron a 26,7% en octubre de 1999.

Era necesario implementar una serie de medidas (reforma laboral y superávit fiscal sostenible, entre otras) que reforzaran el marco de reglas claras que sostenían al régimen de convertibilidad. Estas reformas fueron incluidas en una carta de intención remitida el 14 de febrero de 2000 al FMI y generaron las primeras protestas por parte de la CGT y manifestaciones en contra. La situación política se complicaba y el Vicepresidente de la Nación, líder de uno de los partidos de la alianza de gobierno, renunció el 7 de Octubre de 2000 por discrepar con las decisiones del Gobierno y por presuntos sobornos en el Senado lo que llevó al riesgo país de 663 pb a 992 pb en el transcurso de 30 días.

En un intento por restaurar la confianza, el Gobierno anunció, hacia mediados de diciembre de 2000, un nuevo y ambicioso acuerdo con el FMI que incluía, entre otros aspectos, un “blindaje financiero” para aventar las expectativas crecientes respecto de un posible default de la deuda pública.

El estancamiento económico y el aumento del desempleo se mantuvieron durante el año 2000 y siguieron deteriorando la capacidad de firmas e individuos de cumplir con sus obligaciones crediticias: (i) En el último trimestre de 2000 la cantidad de cheques rechazados casi duplicaba (+ 92%) al promedio de los 4 trimestres previos al de la devaluación rusa; (ii) en diciembre de 2000 la Cartera de Financiaciones en Situación Irregular o Irrecuperable llegaba al 18,2% del total. El stock de préstamos al sector privado siguió cayendo hasta AR\$/US\$ 62 mil millones a fin del año 2000 acumulando una caída de unos AR\$/US\$ 5 mil millones desde su máximo dos años antes. Medido en términos del PBI, el stock de préstamos al sector privado se había contraído hasta 19,7% en un año desde su máximo de 20,6% a fines de 1999, (ver Gráficos II y III). De forma preventiva, los bancos comenzaron a requerir más garantías llevando el porcentaje de financiaciones con garantía desde el 32,3% a fines de 1999 hasta 45,2% a fines de 2000.

El 2 de marzo de 2001 renuncia el Ministro de Economía y su sucesor anuncia fuerte ajuste fiscal que generó una gran resistencia y movilizaciones en contra, lo que lo llevó a renunciar a los 15 días de haber asumido. En su reemplazo es designado, el 20 de

marzo de 2001, el Ministro de Economía que había puesto en marcha el programa de convertibilidad, que debe hacer frente al problema del déficit fiscal, las dificultades crecientes para financiarlo, el contexto recesivo, las quejas por el atraso cambiario que habría generado la convertibilidad y la falta de crédito a tasas accesibles para empresas e individuos que era atribuida a un alto nivel de encajes impuesto por el BCRA.

El nuevo Ministro de Economía enfrentaba una situación adversa. El PBI desestacionalizado acumulaba 10 trimestres consecutivos con caídas interanuales (desde el T4 de 1998 hasta el T1 de 2001) y la cantidad de personas bajo la línea de pobreza seguía aumentando (cerraría mayo en 32,7%) al igual que el desempleo (cerraría mayo en 16,4%). Los depósitos privados cayeron unos AR\$/US\$ 4 mil millones desde el máximo durante la convertibilidad (el 12 febrero de 2001 unos días antes de la renuncia del Ministro de Economía que había asumido con el Gobierno) desde AR\$/US\$ 77,5 mil millones hasta AR\$/US\$ 73,5 mil millones a fin de marzo (ver Gráfico I).

En este contexto, el crédito privado se contrajo otros AR\$/US\$ 4 mil Millones en el trimestre para llegar a los AR\$/US\$ 58,3 mil millones en marzo de 2001 (ver Gráfico II). Las dificultades para financiar el déficit con deuda externa produjeron un aumento sostenido del financiamiento al Sector Público que pasó del 3,6% del PBI en el T1 de 1998 a 10,1% del PBI en el T2 de 2001 (ver Gráfico VIII).

4.4 La denuncia por lavado de dinero y las políticas y anuncios de 2001 orientados a recuperar el crecimiento económico y la competitividad

El 5 de febrero de 2001 tomó estado público un informe del Subcomité de Investigaciones Permanente del Senado norteamericano en el que, recogiendo una denuncia de los diputados Elisa Carrió y Gustavo Gutiérrez, se incluía una lista de bancos locales que realizaban supuestas operaciones de lavado de dinero proveniente operaciones ilícitas en triangulación con el Citibank de New York y dos bancos establecidos en el Caribe, el Federal Bank de las Bahamas y el M.A. Bank de las Islas Caimán. El presidente del BCRA quedó envuelto en la denuncia y, en esa misma semana, se convoca a una comisión parlamentaria especial para investigarlo.

A fines de marzo de 2001, el nuevo Ministro de Economía anunció un ambicioso plan de competitividad destinado a reactivar y crear empleo sin abandonar el programa de convertibilidad y avanza rápidamente en la firma de convenios con los sectores de la economía que se encontraban en emergencia (fabricantes de máquinas, autopartes, calzado, telas, ropa y papel, entre otros) a los que ofrece una baja de impuestos, reducción de aportes patronales y créditos blandos para que puedan bajar sus costos (hasta un 20%) a cambio de que los industriales se comprometieran a aumentar la producción y tomar nuevos empleados. El plan incluyó la creación del impuesto a los débitos y créditos bancarios y la obligación de bancarizar todos los pagos superiores a 1.000.

4.5 La relajación en el esquema de difusión de información sobre los clientes bancarios que se introdujeron con el Plan de Competitividad

El plan incluyó dos medidas que comenzaron a afectar la información sobre los deudores bancarios que había sido un pilar de las reformas implementadas por el BCRA:

- Se lanzó un blanqueo para titulares de cuentas corrientes cerradas a fin de la rehabilitar la cadena de pagos que disponía que el BCRA *“no podrá [mas] establecer sanción alguna a los cuentacorrentistas, en particular de inhabilitación, por el libramiento de cheques comunes o de pago diferido sin fondos, así como por la falta de registración de cheques de pago diferido”* y que *“la Base de Datos de Cuentacorrentistas Inhabilitados que administra actualmente el Banco Central de la República Argentina queda sin efecto a partir de la vigencia de la presente ley, por lo que las inhabilitaciones allí registradas a la fecha, caducarán en forma automática y no tendrán efecto alguno a partir de la vigencia de la presente ley”*. Esto llevó al BCRA a reglamentar (el 30 de marzo de 2001) un nuevo esquema de inhabilitación de cuentacorrentistas por el cual en lugar del ser el propio banco central sería cada banco el que establezca las condiciones para el cierre de las cuentas corrientes por libramiento de cheques sin fondos, dando la posibilidad a los bancos de rehabilitar aquellos casos que consideren pertinentes y dispone la caducidad

automática de las inhabilitaciones registradas en la base de datos de cuentacorrentistas inhabilitados así como las multas que regían para los distintos tipos de rechazos.

- Se implementó un régimen de refinanciación de deudas para empresas comprendidas en los "convenios para mejorar la competitividad y la generación de empleo" (comunicado el 15 de junio de 2001), de aplicación opcional para las entidades, que permitía que las deudas de las empresas comprendidas en dichos convenios que se encontraran en las categorías 3, 4 y 5 fueran refinanciadas en categorías superiores en función del porcentaje de deuda cancelada o del plazo transcurrido. El 10% del cambio en las previsiones por la reclasificación podría liberarse de inmediato y el 90% restante, en 25 meses; más una liberación adicional en función de las garantías preferidas adicionales ofrecidas. Los clientes clasificados en la categoría 2, podían ser reclasificados de forma inmediata a la categoría 1 si la entidad así lo consideraba en función las nuevas condiciones que enfrentaría el deudor a partir de los planes de competitividad. Asimismo, se ampliaron los márgenes en materia de financiaciones adicionales, que se previsionarían aplicando el porcentaje fijado para los deudores clasificados en categoría 1. Finalmente, se reducirían un 20% de las exigencias de capital aplicables a estas refinanciaciones, en la medida que la tasa de interés pactada no superase determinado nivel.

4.6 La delegación de facultades y el inicio limitado del “megacanje”

El Gobierno gestionó una Ley de Delegación de Facultades, sancionada el 29 de marzo de 2000, destinada a poder implementar las reformas estructurales comprometidas con el FMI. Aunque esta delegación no incluía la posibilidad de afectar la recaudación impositiva como garantía de la deuda pública, lo que dificultaba el canje de deuda pública provincial, el Gobierno decidió avanzar, de todas formas, con un “megacanje” de deuda pública limitado (sin deudas provinciales a ser garantizadas con coparticipación de impuestos federales).

Las medidas adoptadas no lograron reactivar el crédito al sector privado que siguió experimentando una tendencia a la baja que lo llevó de AR\$/US\$ 58,3 mil millones en marzo de 2001 a AR\$/US\$ 57,3 mil millones a fin de mayo de 2001 (ver Gráfico II).

Como parte del programa de competitividad, el Ministro de Economía pretendía disminuir las tasas de interés de los préstamos a través de una reducción de los encajes (o requisitos mínimos de liquidez) por lo que, el 16 de abril, le solicitó al presidente del BCRA que parte de los requisitos mínimos de liquidez pudieran integrarse con el nuevo Bono del Gobierno Nacional 9% vencimiento 2002 (por unos AR\$/US\$ 3.500 millones) que tenía la característica distintiva de poder aplicar los servicios de renta y amortización al pago de determinados impuestos. Esto permitía financiar al Gobierno al tiempo que se liberaban pesos encajados en el BCRA. En contrapunto, el Presidente del BCRA hacía hincapié en la necesidad de que el sistema bancario contara con importantes niveles de recursos líquidos propios dada la limitada capacidad del BCRA para asistirlo en caso de una salida de depósitos de magnitud. Finalmente, el 19 de ese mes el BCRA comunicó que el nuevo bono podía ser elegible para la operatoria de pasivos activos con el BCRA y ser computable como integración de los requisitos de liquidez aunque con ciertos límites (18% del requisito mínimo de febrero de 2001).

4.7 La convertibilidad ampliada y la pelea con el Presidente del BCRA

El 15 de abril de 2001 se hace público un plan del Ministerio de Economía para flexibilizar el programa de convertibilidad fijando la paridad del peso en un promedio simple entre la cotización del euro y el dólar, una vez que la paridad de ambos se igualara.

Al día siguiente, el Ministro comenzó una embestida contra el Presidente del BCRA acusándolo de ser el responsable de la recesión por no haber aplicado, en los últimos tres años, políticas que permitieran expandir el crédito y descalificó el plan de dolarización que éste impulsaba. El congreso también cuestionaba al Presidente del BCRA que ya estaba siendo investigado en la comisión parlamentaria especial recientemente convocada que estaba a punto de aconsejar su remoción

Las discrepancias entre el Ministro de Economía y el Presidente del BCRA ya eran profundas y públicas por lo que el 25 de abril y previo dictamen de la comisión bicameral que investigaba la conducta del presidente del BCRA, se sanciona el Decreto 460/2001 mediante el cual el Gobierno lo removió de su cargo por mediar mala conducta.

Una serie de anuncios lograron revertir transitoriamente la caída de depósitos privados que había comenzado con la renuncia del Ministro anterior:

- El 22 de abril, el Presidente de los EEUU anunció que su país daría ayuda financiera a la Argentina en forma directa o a través de Organismos multilaterales de crédito
- El 16 de mayo se da inició al “megacanje” de la Deuda Pública que, una vez instrumentado durante junio, permitiría postergar pagos por US\$ 7.820 millones de los US\$ 19.700 millones que debía enfrentar el Gobierno hasta fines del año 2002 a cambio de un aumento en la tasa de interés promedio desde el 10,30% hasta aproximadamente el 15% . Como consecuencia de ello el riesgo país cayó desde los 1.284 pb el 23 de abril hasta 883 pb el 11 de junio.
- El alivio financiero del “megacanje” constituyó uno de los elementos que permitieron al FMI aprobar, el 21 de mayo de 2001, la tercera revisión del programa aprobado el 10 de marzo de 2000.

Sin embargo, una serie de anuncios posteriores alinearon las expectativas respecto de un posible abandono del programa de convertibilidad y de una posterior devaluación, reactivando la salida de depósitos privados y el aumento del riesgo país:

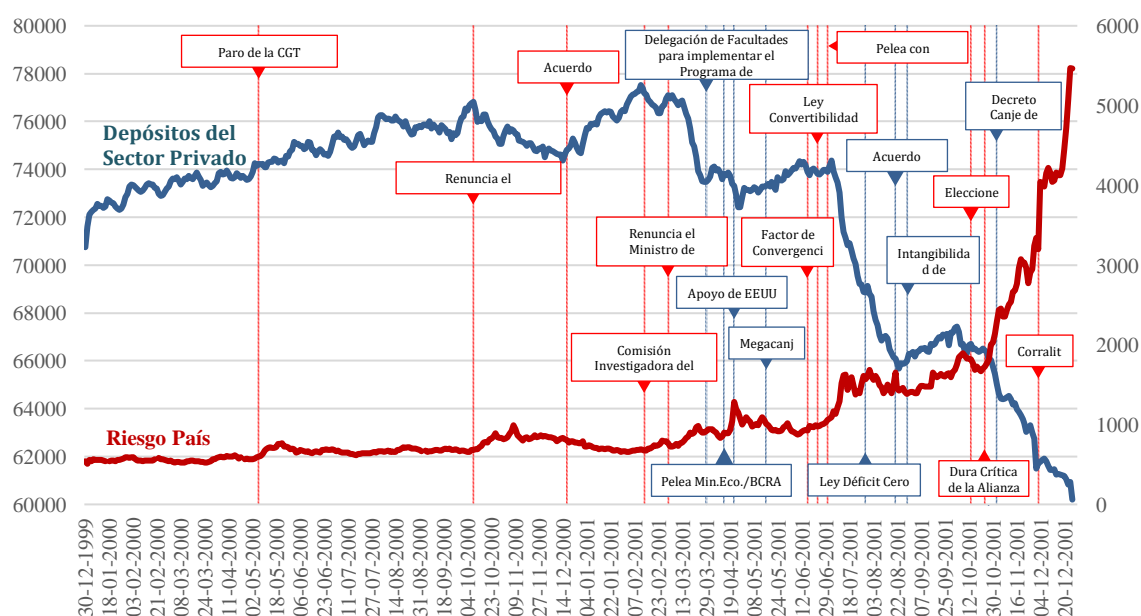
- El 15 junio de 2001 el Gobierno introdujo el “factor de convergencia” (promedio simple de un dólar y un euro = 1,08 pesos por cada dólar) para las operaciones de comercio exterior.
- El 25 de junio de 2001 el Senado sanciona la Ley 24.445 de Convertibilidad Ampliada.
- El 1 de julio del 2001, las Provincias reclaman al Gobierno Nacional, apoyadas por el partido opositor, unos US\$ 3.000 millones para enfrentar sus obligaciones del segundo semestre, en un contexto de severa situación fiscal y dificultad para financiar sus déficits.

Esta serie de anuncios y hechos, combinados con todas las medidas tomadas durante abril que debilitaron la regla cambiara y el marco regulatorio del sistema financiero en el que operaba la convertibilidad, además de consolidar las expectativas respecto de una

eventual salida del programa de convertibilidad, impactaron profundamente en el sistema financiero y la capacidad de financiamiento del Gobierno:

- El riesgo país, que había caído a los 883 pb el 11 de junio luego del “megacanje”, comenzó a aumentar de manera sostenida a partir del entrada en vigencia del factor de convergencia hasta llegar a casi duplicarse en un mes (1.616 pb el 13 de julio).
- Los depósitos privados volvieron a caer unos AR\$/US\$ 8.700 millones desde el 4 de julio (luego de la seguidilla de anuncios y eventos vinculados con la formalización de la convertibilidad Ampliada y el reclamo de fondos por parte de las Provincias al Gobierno Nacional) hasta el 23 de agosto (el 21 de agosto se anunció un acuerdo con el FMI por US\$ 8.000 millones adicionales) (ver Gráfico I).
- El préstamo al sector privado siguió cayendo y en solo dos meses, desde fin de junio de 2001 (luego de la seguidilla de anuncios y eventos vinculados con la formalización de la convertibilidad ampliada y el reclamo de fondos por parte de las Provincias al Gobierno Nacional) hasta fin de agosto de 2001, se contrajo otros AR\$/US\$ 3.200 millones (ver Gráfico II).

Gráfico I: Evolución diaria de los Depósitos del Sector Privado y del Riesgo País



Elaboración propia a base de información del BCRA y JPMorgan.

La capacidad del sector público (Nacional y Provincial) de refinanciar su deuda pública en los mercados internacionales siguió deteriorándose y en julio de 2001 se perdió finalmente el acceso a esos mercados, al tiempo que las tasas pagadas por el sector público en el mercado doméstico para poder colocar títulos de deuda de corto plazo se hicieron prohibitivas y la posibilidad de repago de esa deuda se volvía cada vez más difícil.

Sin capacidad de financiar su déficit, la Provincia de Buenos Aires sanciona, el 21 de julio, la Ley 12.727 que aprueba la emisión de Letras de Tesorería para Cancelación de Obligaciones, las que se denominarían "Patacón", la primer cuasi-moneda de las varias que comenzaron a emitir las Provincias (y la Nación) a fin de financiar su déficit.

4.8 El déficit cero

En un intento por tranquilizar a los mercados respecto de la capacidad del país (Nación y Provincias) para encuadrar su situación fiscal, el 30 de julio el Gobierno Nacional logra la sanción de la Ley 25.453 de Déficit Cero con el objetivo de llegar al equilibrio fiscal a través de un aumento de tasas impositivas, reducción de sueldos y jubilaciones superiores a AR\$ 1.000 y la introducción de una regla que restringía la ejecución del presupuesto (compromisos de gastos) a los recursos efectivamente recaudados en cada período.

Este intento de restaurar la confianza no tuvo éxito lo que llevó al Gobierno a firmar, el 30 de agosto de 2001, una nueva carta de intención con el Fondo Monetario Internacional mediante la cual el organismo otorgaba un préstamo de US\$ 8.000 millones, de los cuales US\$ 4.000 millones que estaban destinados a reforzar las reservas del banco central se desembolsaron a mediados de septiembre. A su vez, el BCRA ejecutó el Programa de Pases Contingentes que había contratado con una serie de bancos del exterior y consiguió reservas adicionales por US\$ 1.270 millones. Asimismo, el 29 de agosto, se sancionó la Ley 25.466 de Intangibilidad de los Depósitos. Estos anuncios, particularmente el nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, lograron revertir transitoriamente la salida de depósitos privados, no así el aumento del riesgo país (ver Gráfico I).

Sin embargo, luego de que el Gobierno perdiera las elecciones del 14 de octubre de 2001, la salida de depósitos privados volvió a instalarse con intensidad y éstos cayeron AR\$/US\$ 5.900 millones (-9%) en prácticamente dos meses (desde los AR\$/US\$ 67,4 mil millones a los que habían llegado el 3 de octubre de 2001 hasta AR\$/US\$ 61,5 mil millones a fin de noviembre de 2001). La caída de depósitos acumulaba unos AR\$/US\$ 16 mil millones (-21%) desde su máximo a mediados de febrero de 2001 hasta fines de noviembre de ese año (ver Gráfico I). La crisis del Tequila había provocado una reducción de 19% (unos AR\$/US\$ 6.000 millones) de los depósitos privados en un periodo de cinco meses.

4.9 El anuncio de nuevas medidas tendientes a relajar el esquema de difusión de información sobre los clientes bancarios

Con el objetivo de “*disminuir las trabas que dificultaban el acceso al crédito ... y teniendo en cuenta características del contexto económico*”, el 29 de septiembre de 2001 el BCRA vuelve a anunciar una medida que afectaría la información sobre los deudores bancarios a través de una serie de modificaciones en las normas sobre "Clasificación de deudores" y "Previsiones mínimas por riesgo de incobrabilidad".

- Se atenuó el efecto "arrastre" que se produce por la obligatoriedad de una entidad financiera de recategorizar a un deudor cuando existe una discrepancia de más de un nivel entre la clasificación dada por dicha entidad financiera y la informada por otras entidades en la Central de deudores del sistema financiero, hasta el nivel inmediato inferior al de la peor calificación publicada por una entidad “representativa”. Hasta ese momento la recategorización se realizaba hasta el nivel inmediato inferior al de la peor calificación informada por otra entidad financiera, *cuyas acreencias representen como mínimo el 10% del total informado* por todas las entidades. La modificación lleva la reclasificación hasta el nivel inmediato inferior al de la peor calificación informada por *al menos otras dos entidades cuyas acreencias representen el 40% o más del total informado* por todas las entidades.
- Se flexibilizan algunas pautas para la reclasificación de los deudores hacia una categoría superior, estableciéndose una dinámica de ascenso a niveles superiores de los clientes comerciales que, partiendo de distintas categorías, accediesen a

refinanciaciones hasta llegar a la situación normal en función de determinados porcentajes de cancelación de deuda (dependiendo del nivel de origen) menores a los anteriormente vigentes.

- Se admitió la posibilidad de retrasar la reclasificación de deudores de la cartera comercial hacia la categoría 2 (con problemas). La categoría 2 se dividió en dos subcategorías: 2a “en observación y cumplimiento inadecuado” (con igual nivel previsiones que la categoría 2 original) y 2b “en negociación o con acuerdos de refinanciación (con la mitad del nivel de previsiones que la categoría 3). En la categoría 2b podrían incluirse aquellos deudores que, *si bien experimentan algunas dificultades en el cumplimiento de sus obligaciones*, (i) estuvieran en condiciones de acceder a una refinanciación consensuada de sus deudas (con el el acuerdo concertando dentro de los 90 días si intervinieran hasta dos entidades o 180 días si intervinieran más de dos entidades) sin que ello implique un desmejoramiento de su clasificación y (ii) tuvieran la posibilidad de acceder en un corto periodo a la categoría 1.

Se consolidaba así una política de hacer más restrictiva y menos transparente la información pública sobre el cumplimiento de los deudores bancarios respecto de sus obligaciones crediticias, con el objetivo de “*alivianar*” la situación de los deudores bancarios y “*disminuir las trabas que dificultaban el acceso al crédito teniendo en cuenta características del contexto económico*”, que fue generando opacidad respecto de la verdadera voluntad/capacidad de pago de sus obligaciones, con el consecuente impacto en el mercado de crédito, alejándolo del modelo de información simétrica con un esquema de segmentación de tasas de interés activas al que convergió durante el programa de convertibilidad, hacia un modelo de información asimétrica con barreras informativas, poder de mercado y una única tasa para ambos tipos de deudores igual a la que los bancos cobrarían a un mal deudor.

Las medidas que se tomaron con la intención de reactivar la economía (planes de competitividad, reducción de encajes, blanqueo de cuentacorrentistas inhabilitados, reducción de exigencia de capitales mínimos para préstamos, relajación de las normas sobre la clasificación y provisionamiento de deudores, etc.) no sólo no surtieron efecto buscado (el PBI cayó 4,6% durante el 3T de 2.001) sino que generaron un problema serio en el sistema financiero que venía operando sin mayores problemas durante la

convertibilidad (había logrado superar varias crisis externas y el mercado de crédito aumentaba sostenidamente). Además de la mencionada caída de AR\$/US\$ 16 mil millones de los depósitos privados desde su máximo de febrero de 2001 hasta fines de noviembre del mismo año, el préstamo al sector privado se contrajo otros AR\$/US\$ 11 mil millones en igual período (el nuevo Ministro había asumido en marzo), acumulando así una contracción de AR\$/US\$ 16 mil millones (-24%) desde su máximo de AR\$/US\$ 67.000 millones en diciembre de 1998 (ver Gráfico II).

A pesar de los esfuerzos por mantener la confianza en el sistema financiero, la salida de depósitos que se precipitó luego de que el Gobierno perdiera las elecciones del 14 de octubre llegó a una situación crítica hacia fines del mes de noviembre, cuando el sistema financiero perdió AR\$/US\$ 1.800 millones (-2,6%) de los depósitos privados en solo tres días (ver Gráfico I), de los cuales, US\$ 1.100 millones (el 61%) provenían de imposiciones en dólares. Frente a la imposibilidad de frenar el drenaje de fondos del sistema financiero el Gobierno decidió imponer restricciones al retiro de efectivo, permitiendo sin embargo el uso del dinero bancario para transacciones.

4.10 El “corralito”

La intensidad de la corrida de depósitos privados y las limitaciones del régimen de convertibilidad para asistir con liquidez a los bancos (mermada por la suscripción del Bono computable para la integración de los requisitos mínimos de liquidez), llevaron a que el Gobierno impusiera, el 1 de diciembre de 2001, restricciones al retiro en efectivo de depósitos bancarios (Decreto 1570/2001), prohibiendo la extracción de más de 250 pesos/dólares en efectivo por la totalidad de las cuentas que tuviera cada titular o titulares con cuenta conjunta en cada entidad financiera, esquema conocido como el “corralito”.

Al momento de la implementación del “corralito”, las reservas internacionales del sistema financiero habían caído unos US\$ 12,4 mil millones desde el 2 de julio de 2001 (luego de la seguidilla de anuncios y eventos vinculados con la formalización de la convertibilidad ampliada y el reclamo de fondos por parte de las Provincias al Gobierno Nacional) hasta unos US\$ 15 mil millones, mientras que la base monetaria ascendía en ese momento a unos AR\$/US\$ 11,3 mil millones, dejando un excedente de reservas de algo menos de US\$ 4 mil millones que resultaban insuficientes para financiar la salida

de depósitos y la conversión de pesos a dólares aún con las restricciones que impuso el “corralito”. Los depósitos privados ascendían a unos AR\$/US\$ 61,7 mil millones (el 73% en moneda extranjera) y el B.C.R.A. había estimado que el “leakage” derivado de las alternativas para extraer fondos en efectivo del “corralito” estaría entre los AR\$/US\$ 3.000 y AR\$/US\$ 3.500 por mes. El pilar fundamental de la convertibilidad, la regla cambiaria, se había tornado insostenible a partir de la dinámica que habían tomado la salida de depósitos y la compra de divisas, lo que consolidó aún más las expectativas de una salida inminente del programa.

La escasez de efectivo que generó el “corralito” llevó a una interrupción de la cadena de pagos. En diciembre de 2001, el stock de billetes y monedas se ubicó, en promedio, 11% por debajo de su nivel de septiembre (ó 5% por debajo aún si se considera la emisión de "Patacones"), a pesar del aumento estacional de la demanda por de circulante en poder del público de diciembre. Esta falta de dinero impactó negativamente en el nivel de actividad económica formal (el PBI se contrajo 5,7% en el T4 de 2001 acumulando una caída de 10,5% en el año 2001) e informal.

La falta de liquidez por la salida de depósitos y la profunda contracción del nivel de actividad llevaron a los bancos a restringir aún más el crédito. El stock de préstamos al sector privado cayó unos AR\$/US\$ 7,2 mil millones desde fines de mayo de 2001 (último dato mensual antes de la seguidilla de anuncios y eventos vinculados con la formalización de la convertibilidad ampliada y el reclamo de fondos por parte de las Provincias al Gobierno Nacional) hasta diciembre de 2001, totalizando una contracción de unos AR\$/US\$ 12 mil millones (-19%) durante 2001 y de unos AR\$/US\$ 17 mil millones (-25%) desde su máximo en diciembre de 1998 (ver Gráfico II). En términos del PBI, el Stock de préstamos al sector privado cayó, desde su máximo de 20,6% dos años antes (en el 4T 1999) a 17,1% en el 4T de 2001. (ver Gráficos III)

La preferencia de activos en dólares que históricamente caracterizó al ahorrista argentino se agudizó durante 2001 y la proporción de depósitos a plazo en dólares cerró el año en 87% (el promedio durante el primer semestre de 2000 había sido 76,3%). Asimismo, los depositantes dejaban vencer los plazos fijos y dejaban los fondos en cuantas a la vista a fin de maximizar las posibilidades de extraer sus fondos del “corralito” lo que llevó la proporción de depósitos privados en cuentas a la vista a 63%

cuando se dio fin a la convertibilidad (el promedio de saldos mensuales del año 2000 había sido 29,5%).

4.11 El fin de la convertibilidad

En un entorno económico fuertemente deteriorado y de profundo malestar social, las restricciones y consecuencias del “corralito” desencadenaron en una crisis institucional que llevó a la dimisión del Presidente y a la asunción de un mandatario interino que al momento de asumir, el 23 de diciembre, declaró la suspensión del pago de la deuda externa. Finalmente, el 1 de enero de 2002 la Asamblea Legislativa designó como Presidente al exgobernador de la Provincia de Buenos Aires que en su discurso de asunción prometió que todos los depósitos serían devueltos y que “el que depositó dólares, recibirá dólares”. A los pocos días, el 6 de enero de 2002, decidió dar fin a la convertibilidad mediante la sanción de la Ley de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario que habilitó al Gobierno a disponer una serie de medidas discrecionales para tratar las obligaciones y créditos en pesos y en moneda extranjera.

4.11.1 La pesificación asimétrica las de obligaciones en moneda extranjera.

Mientras que las obligaciones en moneda extranjera entre particulares y algunas de las deudas con las entidades financieras³⁵ se pesificaron a razón de un peso por dólar, los depósitos lo hacían a 1,40 pesos por dólar, lo que generó un quebranto para el sistema financiero de unos AR\$15.000 millones que fue compensado a través de la entrega de BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN PESOS 3% 2007³⁶. Los préstamos y depósitos pesificados ajustarían por el CER³⁷.

³⁵ Préstamos hipotecarios para la vivienda de hasta US\$ 100.000 en origen, préstamos prendarios para adquisición de automóviles y vehículos utilitarios livianos de hasta US\$ 15.000 en origen o para transporte por hasta US\$ 100.000 en origen, préstamos personales de hasta US\$ 10.000 en origen y préstamos a MIPyMEs de hasta US\$ 100.000 en origen.

³⁶ Para recomponer la posición en moneda extranjera original de las entidades, éstas podrían canjear parte del bono en pesos que compensaba el quebranto por "BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES ESTADOUNIDENSES LIBOR 2012".

³⁷ Coeficiente de Estabilización de Referencia que refleja la evolución del Índice de Precios al Consumidor.

4.11.2 La reprogramación de Depósitos.

Con el fin de liberar al sistema financiero de la presión por liquidez que generaba la salida de depósitos, se extendió el perfil de vencimientos de las obligaciones bancarias a través de la reprogramación de los depósitos bancarios mediante la entrega de Certificados de Depósitos Reprogramados (CEDROs) según el esquema expuesto en el Cuadro I que revirtió gran parte de transferencia de fondos de plazos fijos a cuentas a la vista.

Cuadro I

REPROGRAMACION DE DEPOSITOS		
	Devolución desde	Cantidad de Cuotas
<i>MONEDA ORIGINAL US\$ (Cuentas Corrientes, Cajas de Ahorro y Plazos Fijos)</i>		
De AR\$ 1.200 a AR\$ 7.000	enero 2003	12
De AR \$7.000 a AR\$ 14.000	marzo 2003	12
De AR \$14.00 a AR\$ 42.000	junio 2003	18
Más de AR\$ 42.000	septiembre 2003	24
<i>MONEDA ORIGINAL AR\$ (sólo Plazos Fijos)</i>		
De AR\$ 400 a AR\$ 10.000	marzo 2002	4
De AR\$ 10.001 a AR\$ 30.000	agosto 2002	12
Más de AR\$ 30.000	diciembre 2002	24

- Los depósitos reprogramados provenientes de depósitos en AR\$ devengarían una TNA del 7% sobre saldos.
- Los CEDROs provenientes de depósitos en US\$ ajustarían el saldo de capital por el CER y devengarían una TNA mínima del 2% -o mayor que se pacte- sobre saldos.
- Elaboración Propia a Base de Información del MECON y el BCRA.

La reprogramación revirtió gran parte de la distorsión que generó el “corralito” que había impulsado a los depositantes (que ya habían dolarizado sus depósitos a lo largo del año) a transferir los fondos de los plazos fijos que iban venciendo, a cuentas a la vista a fin de poder retirarlos en el marco de las restricciones cuantitativas semanales y mensuales. Así, los plazos fijos del sector privado pasaron de representar el 68% del total al momento de instalarse el “corralito” a representar solamente el 33% al momento de la reprogramación mientras que las cuentas a la vista se movieron en sentido inverso.

Los CEDROs eran transferibles por endoso y, para alivianar el malestar de los depositantes que no podrían acceder a sus fondos ahora reprogramados, se permitió (i)

pasar a cuentas a la vista de libre disponibilidad (en pesos a razón de 1,40 pesos por dólar) parte de los CEDROs provenientes de depósitos en moneda extranjera; (ii) utilizarlos para la cancelación total o parcial de financiaciones otorgadas por la entidad financiera que los emitió, aunque los clientes no fueran los titulares de los depósitos reprogramados, (iii) utilizarlos para la compra de autos, casas o embarcaciones pudiendo los vendedores recibir los fondos en cuentas de libre disponibilidad y (iii) su desprogramación para atender casos de salud o para personas mayores a los 75 años.

Así, una importante cantidad de fondos que ya habían sido reprogramados volvieron a pasar a cuentas de libre disponibilidad (pudiendo retirarse en efectivo en el marco de las restricciones vigentes), revirtiéndose parte del efecto monetario y cambiario buscado al reprogramar los depósitos, lo que aumentó la presión sobre la liquidez de las entidades que demandaban más asistencia y divisas al BCRA, repercutiendo directamente sobre el nivel de reservas y el tipo de cambio de intervención. Se generó un mercado de CEDROs en el que éstos se compraban en efectivo a descuento para cancelar obligaciones bancarias.

Se ampliaron los márgenes de extracción del “corralito” a AR\$ 300 semanales y AR\$ 1.200 mensuales y las extracciones en moneda extranjera se fijaron en US\$ 500 mensuales.

4.11.3 El Canje I de CEDROs por Bonos.

Para mitigar el efecto de las desprogramaciones aprobadas, extender aún más los plazos de vencimiento de las obligaciones bancarias y permitir a los ahorristas que pudieran recuperar los dólares que tenían depositados en el sistema financiero (como había prometido el presidente al asumir), el Gobierno Nacional lanzó, a mediados de marzo de 2001, el primer canje³⁸ opcional (podía ejercerse hasta de mediados de julio) de CEDROs por Bonos del Tesoro mediante el cual:

- Los titulares de depósitos constituidos originalmente en pesos o en dólares pesificados y reprogramados, podían optar por BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN PESOS 2% 2007.

³⁸ En sustitución total o parcial de dichos depósitos.

- Los titulares de depósitos constituidos originalmente en dólares pesificados y reprogramados podían optar por BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES ESTADOUNIDENSES LIBOR 2012³⁹ y, hasta los primeros AR\$ 10.000, podían optar por "BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES ESTADOUNIDENSES LIBOR 2005".
- Los titulares de depósitos, cualquiera fuera su moneda de origen, que fueran personas físicas de 75 años o más de edad o que los hubieran recibido indemnizaciones, o atravesen situaciones en las que estuvieran en riesgo su vida, su salud o su integridad física (que serán consideradas individualmente) tendrían la opción de recibir BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES ESTADOUNIDENSES LIBOR 2005³⁹.

Nuevamente se otorgaron mecanismos de excepción para aliviar el malestar de los depositantes que ingresaran al canje permitiéndoles acceder a sus fondos reprogramados para utilizarlos en (i) la compra de autos 0 Km, nuevos inmuebles o embarcaciones pudiendo los vendedores recibir los fondos en cuentas de libre disponibilidad, (ii) el pago de impuestos nacionales y (iii) la cancelación total o parcial, mandatorio para las entidades financiera, de préstamos hipotecarios para la vivienda única y familiar y préstamos personales con o sin garantía⁴⁰ y (iv) la cancelación total o parcial, opcional para las entidades financieras, de aquellos préstamos de personas jurídicas y de aquellas personas físicas que no quedaran comprendidas en el punto anterior.

El importe de depósitos reprogramados canjeados por bonos del Estado Nacional en el Canje I que finalizó a mediados de julio de 2002 ascendió a unos AR\$ 6.750 Millones, lo que representaba una aceptación del 24,5%. Sin embargo, la salida de fondos por las extracciones semanales de efectivo permitidas⁴¹, junto con las diversas opciones de cancelación en efectivo para la compra de autos y la construcción de viviendas y demás beneficios para hacer líquidos los Bonos, así como el incremento de los amparos,

³⁹ A razón de US\$ 100 VN por cada AR\$ 140 de depósito reprogramado.

⁴⁰ A una paridad igual al valor de mercado del título con más un 50% de la diferencia entre dicho valor y el valor técnico del título, siempre que éste fuera menor

⁴¹ El Programa Monetario del BCRA contemplaba un "goteo" mensual (excluyendo amparos) de aproximadamente AR\$ 3.000 millones por mes hasta fines de septiembre y un ingreso neto de fondos desde entonces hasta fin de año, de forma tal que finalmente la salida de fondos por goteo para el período junio / diciembre se estimaba cercana a los \$11.000 millones.

seguían poniendo en riesgo la implementación del esquema monetario que el BCRA intentaba llevar adelante.

4.11.4 Los Amparos Judiciales

Una gran cantidad de titulares de depósitos pesificados y reprogramados iniciaron acciones judiciales que derivaban, en una importante proporción, en acciones de amparo que imponían a la entidad financiera correspondiente el pago de los depósitos en la moneda de origen o en pesos al tipo de cambio libre. Esto último generaba un quebranto patrimonial ya que los depósitos que provenían de imposiciones en dólares estaban contabilizados en pesos (a 1,40 pesos por dólar + CER) y eran pagados al tipo de cambio libre. La aceptación por parte de la Justicia de estos reclamos (se destaca el caso de la Provincia del Chaco en la que la caída de depósitos por amparos llegó al 84% del total de Plazos fijos que existían a diciembre de 2001 en la provincia) impulsó a más depositantes a iniciar este tipo de medidas.

Las entidades fenecieras se encontraban en un estado de extrema iliquidez, por lo que la salida de fondos por amparos debía ser financiada por el BCRA a través de asistencia financiera a las entidades, con el consecuente efecto monetario expansivo que se trataba de controlar. Cuando el amparo debía ser liquidado en dólares, la asistencia financiera en pesos no tenía efecto monetario ya que era utilizada para la compra de divisas, afectando sí, negativamente, las escasas reservas internacionales del BCRA. Durante 2002 se requirieron unos AR\$ 11.600 Millones en todo el sistema financiero (43% de los depósitos reprogramados existentes en marzo de 2002) para atender las demandas judiciales

Lo anterior llevó a impulsar la sanción de Leyes y Decretos tendientes a suspender el cumplimiento de medidas cautelares y la ejecución de las sentencias pero, en los hechos, se obtuvieron pocos resultados. Esto llevó a que, a mediados de septiembre, se lanzara una nueva opción de canje (o Canje II) que podía ejercerse hasta fin de octubre y se regiría por condiciones y características muy similares a las del anterior salvo algunas diferencias.

4.11.5 El Canje II de CEDROs por Bonos.

Ante la imposibilidad de moderar el impacto monetario y cambiario de los amparos y a fin de extender el vencimiento de las obligaciones reprogramadas e incentivar a más tenedores de depósitos reprogramados a no realizar amparos judiciales resultaba “*imprescindible continuar con las medidas voluntarias alineadas con el bien común, y el respeto al estado de derecho y destinadas a reconstituir los saldos transaccionales a un nivel compatible con el programa monetario*”, por lo cual el Gobierno Nacional lanzó, a mediados de septiembre de 2001, el segundo canje⁴² opcional (podía ejercerse hasta fin de octubre de 2001) de CEDROs por Bonos del Tesoro o Letras emitidas por la entidad financiera correspondiente mediante el cual:

- Los titulares de CEDRO’s provenientes de depósitos constituidos originalmente en moneda extranjera que no hubieran entrado al primer canje, así como los que participaron de él y por el saldo no canjeado, podrían optar por BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES ESTADOUNIDENSES 2013 junto con una *Opción de Venta de Cupones* a ser otorgada por la entidad financiera, por el valor nominal en pesos del cupón⁴³ que circularía en forma independiente del bono y tendrían oferta pública.
- Alternativamente, podían transformar el saldo reprogramado en Letras de Plazo Fijo en Pesos emitidas por cada entidad financiera (con vencimiento el 30-Abr-2013, saldo ajustable por CER y TNA de 2%) junto con una *Opción de Conversión a moneda de origen* emitida por el ESTADO NACIONAL que circularía en forma independiente de las Letras y tendría oferta pública.
- Los titulares de CEDRO’s (pesos y dólares) podían optar por liquidar en efectivo hasta AR\$ 7.000 (obligatorio para la entidad) o hasta AR\$ 10.000 (a opción de la entidad y en la medida que para ello no requirieran asistencia del BCRA).
- Las entidades financieras podrían ofrecer a los titulares de CEDRO’s que hubieran iniciado acciones judiciales que aún se encontraran pendientes, la cancelación total o parcial de sus depósitos, mediante la dación en pago de

⁴² En sustitución total o parcial de dichos depósitos.

⁴³ Tomando un tipo de cambio de 1,40 pesos por dólar y el ajuste por CER.

'BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES ESTADOUNIDENSES LIBOR 2006' junto con la *Opción de Venta de Cupones* a ser otorgada por la entidad financiera.

La sostenida salida de fondos por amparos conspiró contra el éxito del Canje II que terminó con una baja adhesión (menos del 5%; unos AR\$ 1.200 millones) a la fecha de vencimiento prevista (30 de Octubre de 2002), por lo que ésta fue prorrogada por 30 días hábiles bancarios a fines de octubre y por otros 90 días adicionales, hasta mediados de diciembre.

4.11.6 El anuncio de nuevas medidas tendientes a relajar el esquema de difusión de información sobre los clientes bancarios

Las medidas mencionadas previamente y otras que enumero a continuación, contenían particularidades que afectaban la información crediticia sobre los deudores bancarios ya que les permitían cancelar sus deudas con mayor facilidad y/o con penalidades relajadas.

- La pesificación inicial de algunas deudas con el sistema financiero a una paridad de 1 peso por dólar facilitó la posibilidad de pagarlas en función de los depósitos o de las tenencias en moneda extranjera que hubieran tenido los deudores de (i) Hipotecarios para Vivienda cuyo importe en origen no fuese superior a US\$ 100.000 (o 30.000 US\$ si el crédito fue para la refacción y/o ampliación); (ii) Prendarios para adquisición de automóviles y vehículos utilitarios livianos de por hasta US\$ 15.000 en origen o para adquisición de automotores destinados al transporte de cargas y pasajeros por hasta US\$ 100.000 en origen; (iii) Créditos personales destinados al consumo por hasta US\$ 10.000 en origen y (iv) Créditos a MIPyMEs por hasta US\$ 100.000 en origen.
- Adicionalmente, se terminó exceptuando del ajuste CER a determinados préstamos otorgados originalmente en dólares a personas físicas, que pasarían a ser ajustados según la evolución del CVS⁴⁴: (i) Hipotecarios para la vivienda única, familiar y de ocupación permanente; (ii) Personales originariamente

⁴⁴ Coeficiente de Variación Salarial que refleja la evolución del Nivel General del Salario.

convenidos hasta la suma US\$ 12.000 y (iii) Prendarios originariamente convenidos hasta la suma de US\$ 30.000.

- Se autorizó la transferencia de CEDROs por endoso y su utilización para la cancelación total o parcial de préstamos otorgados por la misma entidad que los emitió aunque los clientes no fueran los titulares de los depósitos reprogramados. Esto generó un mercado de CEDROs en el que éstos instrumentos podían ser comprados con un importante descuento para la cancelación de préstamos por el 100% de su valor nominal.
- Se sancionó una Ley de Concursos y Quiebras que afectaría directamente la solvencia y liquidez al sistema financiero y el comportamiento de los deudores ya que suspendía durante 180 días corridos la ejecución judicial o extrajudicial de deudores morosos, plazo que fue prorrogado el 15 de mayo por 180 días y el 10 de septiembre por 90 días adicionales.
- Los Bonos provenientes de los Canjes podían ser utilizados para cancelar préstamos que tuvieran como garantía hipotecaria de la vivienda única y familiar y préstamos personales con o sin garantía en cualquier entidad y sin límite de monto⁴⁵. Asimismo el MECON rescataría los bonos a su valor técnico en la medida que fueran aplicados a, entre otros, la construcción de inmuebles nuevos y la compra de vehículos automotores 0KM, incluidas las maquinas agrícolas, viales e industriales.

Estas medidas fueron alejando al mercado de crédito en Argentina del modelo de información simétrica con un esquema de segmentación de tasas de interés activas al que convergió durante el programa de convertibilidad gracias a la política activa del BCRA de hacer pública la información sobre el cumplimiento de los deudores bancarios respecto de sus obligaciones crediticias, hacia un modelo de información asimétrica con barreras informativas, poder de mercado y una única tasa para ambos tipos de deudores igual a la que los bancos cobrarían a un mal deudor.

⁴⁵ A una paridad igual al valor de mercado del título con más un 50% de la diferencia entre dicho valor y el valor técnico del título.

4.12 El comienzo de la normalización y el fin del “corralito”

En marzo de 2002 el BCRA que, con la deuda pública en default, no contaba con Títulos Públicos para poder realizar operaciones de mercado abierto, creó sus propias letras (LEBAC) con el objetivo de que los bancos trasladen una parte sustancial de la tasa de estas letras a la tasa de los plazos fijos, incentivando así a los depositantes a que dejen sus fondos en el sistema financiero, invirtiendo las entidades en LEBAC la liquidez captada. El BCRA llegó a convalidar una TEA de 186% (107% de TNA) a principios de mayo.

Complementando la medida destinada a aumentar las tasas en pesos y a fin de poder recomponer reservas, a fines de mayo el BCRA dispuso la obligatoriedad de que gran parte de las divisas por exportaciones fueran liquidadas y cedidas al BCRA.

A mediados de julio de 2002, la finalización con resultados relativamente auspiciosos del Canje I y el anuncio del lanzamiento del Canje II, crearon el contexto propicio para que el BCRA intentara estabilizar las expectativas devaluatorias estabilizando el tipo de cambio e induciendo altas tasas de interés de plazos fijos en pesos. Para ello inició un nuevo ciclo de suba de tasas de corte de las LEBAC⁴⁶ que llegaron hasta un máximo de 254% de TEA (130% de TNA) hacia mediados de julio, e incrementó el nivel de intervención en el mercado cambiario a fin de estabilizar el tipo de cambio. Las medidas produjeron el cambio de expectativas buscado y, desde julio de 2001, comenzó a consolidarse un cambio generalizado en las principales variables.

- El tipo de cambio que había subido sostenidamente desde la salida de la convertibilidad a pesar de las ventas del BCRA, terminó junio en un promedio mensual 3,62 pesos por dólar y, en julio, el peso comenzó a exhibir una tendencia a la apreciación lo que llevó al BCRA a comenzar a comprar divisas a fin de mantenerlo estable. Durante todo el segundo semestre el BCRA terminó comprando divisas por un total de US\$ 2.200 Millones a pesar de lo cual no pudo evitar cierta apreciación nominal del peso que concluyó diciembre en un promedio mensual de 3,49 pesos por dólar.

⁴⁶ A principios de mayo había llegado a tasas de corte de 186% de TEA (107% de TNA) para luego volver a bajarlas hasta mediados de junio cuando llegó a un mínimo de 71% de TEA (54% de TNA).

- Las Reservas Internacionales del BCRA que habían terminado el 2001 en unos US\$ 15 mil millones cayeron sistemáticamente hasta los US\$ 8,8 mil millones (-40%) hasta el 8 de agosto de 2002, día a partir del cual comenzaron a recomponerse para concluir el año en unos US\$ 10,5 mil millones.
- A partir de agosto de 2002 comenzó una recuperación de los depósitos del sector privado en pesos que aumentaron unos AR\$ 4,7 mil millones (+7,2%) entre junio y diciembre de ese año, liderada por el crecimiento los depósitos a plazo fijo en pesos, que aumentaron unos AR\$ 9,8 mil millones (+32,5%) impulsados por las altas tasas de interés, aunque estas fueron disminuyendo sostenidamente durante el resto del año. Los aumentos en la mayoría de las líneas de depósito, especialmente los plazos fijos, provinieron de las desafectaciones de CEDRO, por unos AR\$ 6.500 millones, derivadas de la salida a través de recursos de amparo, las alternativas de pasar a cuentas a la vista el producido por las ventas de casas y autos, gastos de salud, etc. y de la aceptación de las opciones de pasar hasta un monto a cuentas de libre disponibilidad contenidas en el Canje II.
- La prima por liquidez por salir del “corralito” cayó de niveles cercanos al 12% de principios del año 2002 a un 2% a inicios del último trimestre del año.
- Durante el segundo semestre, la salida de depósitos por amparos (unos AR\$ 11.600 Millones en todo 2002) fue inferior a la del primero y el monto del amparo promedio fue disminuyendo consistentemente durante el año a punto tal de que, a partir de agosto de 2002, la caída originada por amparos fue más que compensada por el aumento de los depósitos.
- El aumento de los depósitos a partir de agosto junto con la cancelación neta de préstamos generó un aumento de la liquidez del sistema financiero que se reflejó en un aumento sostenido de los saldos de los bancos en sus cuentas corrientes en el BCRA que habían caído desde AR\$ 8,4 mil millones a inicios de marzo⁴⁷ (aproximadamente el 12% del total de depósitos del sector privado) hasta AR\$ 4,8 mil millones a mediados de junio (aproximadamente el 8% del total de depósitos del sector privado), para comenzar a crecer sostenidamente y terminar

⁴⁷ A fin de febrero finaliza la pesificación de los saldos en Cuentas Corrientes en Otras Monedas.

el año en AR\$ 10,3 mil millones (aproximadamente el 16% del total de depósitos del sector privado).

- La asistencia por iliquidez transitoria que otorgó el BCRA (AR\$ 15,5 mil Millones en todo el año) tuvo su máximo de AR\$ 3,6 mil Millones en el mes de mayo, para caer a menos de la mitad en el mes de julio (AR\$ 1,3 mil Millones). A partir de octubre el BCRA dejó de otorgar asistencia.

La evolución positiva de todas estas variables y la mejora de las expectativas permitieron que, finalmente, el 25 de noviembre de 2002, se liberara el “corralito” y, a partir del 2 de diciembre, todas las cuentas a la vista pasaron a ser de libre disponibilidad. Esto implicó la liberación de unos AR\$ 25.000 millones, es decir casi 41% de los depósitos privados en pesos, que tuvo efecto neutro en términos monetarios y de liquidez ya que se mantuvieron dentro del sistema financiero.

El BCRA⁴⁸ realizó un análisis de las principales fuentes de fondeo utilizadas por las entidades financieras para hacer frente a los retiros de los depósitos privados que incluyó principalmente, además de las variaciones de saldos de los mismos, el ajuste debido a la diferencia por tipo de cambio (depósitos en dólares al tipo de cambio de mercado menos depósitos en dólares al tipo de cambio^{1,4} AR\$/US\$ más CER) derivado del retiro de depósitos por acciones de amparo. El análisis arrojó que entre fin de enero (luego de la pesificación y reprogramación de depósitos) y fin de julio, la necesidad de liquidez derivada de la caída de depósitos privados y el efecto de tipo de cambio de los amparos ascendió a unos AR\$ 22,9 mil millones para luego mantenerse en este nivel hasta fin de año. La insuficiencia de liquidez que esto generó en el sistema financiero fue financiada principalmente a través de tres fuentes:

- El uso de los fondos de las entidades financieras depositados en sus cuentas corrientes en el BCRA cubrió el 16% del total de la caída de depósitos entre fines de enero y fines de julio y terminaron el año sin usarla luego de recomponerlos.

⁴⁸ Boletín Monetario y Financiero 2002 y Presentación del BCRA a las Asociaciones Bancarias el 9 de agosto de 2002.

- El otorgamiento de asistencia por parte del BCRA llegó a cubrir el 33% de la caída de depósitos entre fines de enero y fines de julio y terminó representando el 34% de la caída de depósitos acumulada entre fines de enero y fines de diciembre de 2002.
- La cancelación de préstamos al sector privado resultó la principal fuente de fondos, llegando a cubrir el 45,5% de la caída de depósitos entre fines de enero y fines de julio y finalizó el año con una contribución cercana al 66%.

La utilización del financiamiento de la caída de depósitos con la cancelación de préstamos tuvo dos componentes: (i) el uso de depósitos reprogramados (y luego bonos) para cancelar financiaciones y (ii) la presión de las entidades financieras para que sus clientes cancelaran sus préstamos (muchos eran de corto plazo) en efectivo a fin de hacerse de liquidez.

La contracción del stock de préstamos al sector privado derivada de la cancelación de éstos con depósitos reprogramados o bonos, sumada a la presión de los bancos por hacerse de liquidez no renovando aquellos préstamos que vencían y la merma en la calidad de la información pública que sobre la calidad crediticia de los clientes bancarios llevaron a que el mercado de crédito al sector privado no detuviera la caída que comenzó en diciembre de 1998 (ver gráfico XX): entre diciembre de 1998 y diciembre de 2000 se contrajo en unos AR\$ 5.000 millones (-7,4%) y entre diciembre de 2000 y diciembre de 2002, unos AR\$ 28.000 millones (-45,5%). En términos del PBI, el crédito al sector privado se contrajo desde su máximo durante la convertibilidad de 20,6% en el T4 de 1999 al 19% el T4 de 2002.

4.13 La Recuperación luego de la crisis 2001-2002

Analizaremos la recuperación de varias variables económico-financieras y sociales a partir del final de la crisis 2001-2002 hasta fin del año 2007, a fin de compararlas con la evolución del crédito al sector privado en igual período.

4.13.1 El deterioro que había dejado la crisis en las variables económico-financieras y sociales

A pesar de la estabilización que se logró en el segundo semestre de 2002, el PBI terminó experimentando una caída de 10,9% interanual en el último trimestre de ese año, volviendo a los valores de 1993; las inversiones colapsaron (se contrajeron 36% en el año) y la inflación creció abruptamente. Las consecuencias más graves de la crisis fueron de carácter social:

- Entre 1998 y 2002 el desempleo aumentó del 12,9% al 20,4%,
- En 2002 los salarios reales disminuyeron el 24%,
- El índice de pobreza creció del promedio de 23,8% que exhibió durante la convertibilidad al 54,3% en el segundo semestre de 2002.
- La población bajo la línea de indigencia creció del promedio de 5,8% que exhibió durante la convertibilidad al 26,5% en el primer semestre de 2003.
- El desempleo trepó hasta el 21,5% en el primer semestre de 2001 (concluyó el 2002 en 19,1%) desde el 12,4% que había registrado en el segundo semestre de 1998.

Como veremos, las distintas variables económicas y sociales se fueron recuperando con relativa rapidez a partir del año 2003. El principal motor de la rápida recuperación económica fue el efecto que tuvo la devaluación tanto en los salarios (incluido su impacto en el gasto público) como en la balanza comercial. El alto nivel de “output gap” permitió al BCRA sostener tasas de interés reales negativas sin un fuerte impacto en el nivel de precios durante un período prolongado. Asimismo, debe considerarse el alivio financiero que generó el canje de deuda perfeccionado en 2005 (el 23 de diciembre de 2002 se había dispuesto la suspensión del pago de la deuda externa) y la mejora en los términos de intercambio que comenzaba a experimentar el país.

Analizaré la evolución de distintas variables durante el período 2003-2007 así como las definiciones de algunos aspectos informativos que podrían haber mantenido cierta incertidumbre en el sistema financiero con el fin de analizar la evolución del mercado crédito en este contexto.

4.13.2 La recuperación del nivel de actividad

Desde el primer trimestre de 2003 hasta el cuarto trimestre de 2007, el PBI creció a una tasa promedio interanual de 8,8%, superando en tres trimestres consecutivos el 10%, por lo que logró alcanzar el nivel al que había llegado en el segundo trimestre de 1998 (cuando comenzó a caer) en el primer trimestre de 2005. Las estimaciones anuales de crecimiento del PBI siempre subestimaron la tasa de crecimiento que terminó verificándose.

4.13.3 La disminución del desempleo

Las mejoras en el nivel de actividad económica que comenzaron a exteriorizarse sistemáticamente a partir de 2003 impulsaron una baja sostenida del nivel de desempleo que alcanzó el 12,6% (por debajo del 14,4% promedio de la convertibilidad) hacia fines de 2004. A fin de 2007, el desempleo había descendido a una tasa del 9%. Había que remontarse doce años, hasta fines de 1992, para encontrar una tasa inferior (7%).

4.13.4 La disminución de la pobreza y la indigencia

La crisis del 2001-2002 llevó al índice de pobreza a 54,3% (contra un promedio de 23,8% durante la convertibilidad) hacia el segundo semestre de 2002 y al índice de indigencia a 26,5% (contra un promedio de 5,8% durante la convertibilidad) hacia el primer semestre de 2003. La mitad de los argentinos era considerado pobre y un cuarto, indigente. A partir del 2003 tanto la pobreza como la indigencia comienzan a caer de manera sistemática y, a fines de 2007, llegaron a niveles iguales (en el caso de la indigencia) o inferiores (en el caso de la pobreza) a los promedios que exhibieron durante la convertibilidad para, luego, seguir cayendo.

4.13.5 La disminución de la cantidad de cheques rechazados

Desde enero de 2000 hasta diciembre de 2001 se rechazaron, en promedio, unos 409 mil cheques por mes, llegándose a un máximo de 1,12 Millones a la salida de la convertibilidad en enero de 2002. En el primer semestre de 2003 la cantidad de cheques rechazados promedio mensual cae a la cuarta parte, unos 107 mil.

4.13.6 La mejora del Índice de Confianza del Consumidor⁴⁹

El Índice General refleja el inicio de un ciclo de mayor confianza desde inicios del 2003 hasta el 2007 (52,5), manteniéndose, en promedio, casi unos 20 puntos (+ 53%) por encima del promedio que exhibió desde marzo de 2001 hasta diciembre de 2002 (34,4). La componente “Situación Macro” se mantuvo inicialmente en niveles más altos que las componentes “Situación Personal” y “Compras de Bienes Durables e Inmuebles”. A partir de principios de 2007 tanto el índice general como todas sus componentes comienzan a caer lo que podría sugerir que partir de fines de 2006 se inició un “cambio de ciclo”.

4.13.7 La inflación real terminando por debajo de las expectativas

Las expectativas de inflación a 12 meses, si bien eran levemente crecientes, se mantuvieron en niveles relativamente bajos para el país hasta diciembre de 2004 (6,6%), mes a partir del cual comienzan a subir consistentemente hasta alcanzar el 12,6% en enero de 2007. A partir de allí, vuelven a caer para terminar en diciembre de 2007 en el 10,2%.

Si consideramos los promedios⁵⁰ de la expectativa de inflación a diciembre (a/a) respecto de los datos reales finalmente publicados, salvo en 2005, las expectativas fueron más altas que el valor real finalmente publicado

- 2004: 7,0% (est.) / 6,1% (real)
- 2005: 10,0% (est.) / 12,3% (real)
- 2006: 11,2% (est.) / 9,8% (real)
- 2007: 9,3% (est.) / 8,5% (real)

Durante el año 2006 se observa un cambio en las expectativas de inflación anual que venían creciendo hasta febrero de ese año, mes a partir del cual comenzaron a caer, seguramente por una serie de anuncios realizados entre febrero y marzo sobre el comienzo de la implementación de controles de precios.

⁴⁹ Publicado por la Universidad Torcuato Di Tella desde marzo de 2001.

⁵⁰ De todas las predicciones realizadas durante el año.

4.13.8 La recuperación de los depósitos

A partir del año 2003, los depósitos del Sector Privado que habían cerrado el 2002 en unos AR\$ 65,6 mil Millones, siguieron creciendo consistentemente hasta alcanzar un nivel de unos AR\$ 152,6 mil Millones a fin del 2007, lo que implica un aumento nominal de AR\$ 87 mil Millones (133% en cinco años). Los depósitos del Sector Público exhibieron un crecimiento nominal más fuerte: 392% de crecimiento en cinco años.

Como puede observarse en el Gráfico III, los depósitos privados en términos del PBI que habían alcanzado su máximo durante la convertibilidad (23,6%) en el T1-2001, cayeron hasta 17% en el T2-2003. Luego, durante el período 2003-2007 se mantuvieron estables en torno de un promedio de 16,9% (SD: +/- 0,3%). Los depósitos totales como porcentaje del PBI, impulsados por crecimiento de los depósitos del sector público, pasaron del mínimo de 19,7% que experimentaron en el T1-2003 a un promedio para el período 2003-2007 de 22,3% (SD: +/- 1,2%).

4.13.9 La convalidación de la pesificación de los depósitos

A fines de octubre 2004, a Corte Suprema de Justicia de la Nación convalidó la pesificación de los depósitos bancarios con los argumentos, entre otros, de que las normas dictadas con posterioridad (canje por bonos, entre otras) atemperaron las consecuencias de las primeras medidas y que todos los sectores de la sociedad habían soportado los sacrificios impuestos para superar la crisis por lo que los depositantes también debían contribuir con un aporte para superar la crisis. Esta decisión eliminaba cualquier incertidumbre respecto de medidas judiciales que pudieran revertir la pesificación y reprogramación, en un momento en que el Gobierno Nacional se preparaba para lanzar su oferta de canje de deudas por unos 81.200 millones de dólares más intereses (la mayor suspensión de pagos de la historia) que estaban en mora desde finales de 2001.

4.13.10 El rescate de cuasimonedas

A fin de marzo de 2003 se crea el Programa de Unificación Monetaria a fin de rescatar y canjear por pesos los bonos provinciales y Nacionales (las LECOP) conocidos como “Cuasimonedas”. Dado que el efecto monetario se había dado al momento de la

emisión de las mismas (por un total de unos AR\$ 7 mil millones), la sustitución por pesos no se generaría un efecto monetario importante.

4.13.11 La cancelación de la asistencia financiera

Hacia mediados de 2007, se produce la tácita cancelación de la deuda de asistencia por parte de las entidades financieras (había llegado a unos AR\$ 29 mil millones a diciembre de 2002) mediante un esquema implementado a mediados 2003 denominado “Matching”⁵¹, por el cual las entidades con asistencia por iliquidez procederían a su devolución según un esquema de amortización de capital e interés calzado con el perfil de vencimientos de los bonos que tenían en cartera (con un máximo de 70 cuotas de amortización y tasa de interés de 3,5% anual sobre saldos ajustados por CER), efectivizándose la primera en marzo de 2004. De esta forma se eliminó cualquier incertidumbre de que el BCRA pudiera cambiar el esquema y, especialmente, puso fin a las limitaciones que el BCRA fijaba a las entidades endeudadas como, entre otras, no participar de las licitaciones de LEBACs ni incrementar sus activos salvo sólo por el aumento en las financiaciones a clientes del sector privado no financiero según un porcentaje vinculado con la relación entre el incremento crecimiento de los depósitos privados y la asistencia recibida.

4.14 El Mercado del Crédito durante la recuperación

Como vimos, a partir del 2003 la mayoría de las variables económicas y sociales se recuperan de manera rápida y sostenida hasta volver a los niveles previos a los de la crisis e, incluso, superarlos. Esta recuperación sin embargo, no se verificó en el mercado de crédito al sector privado.

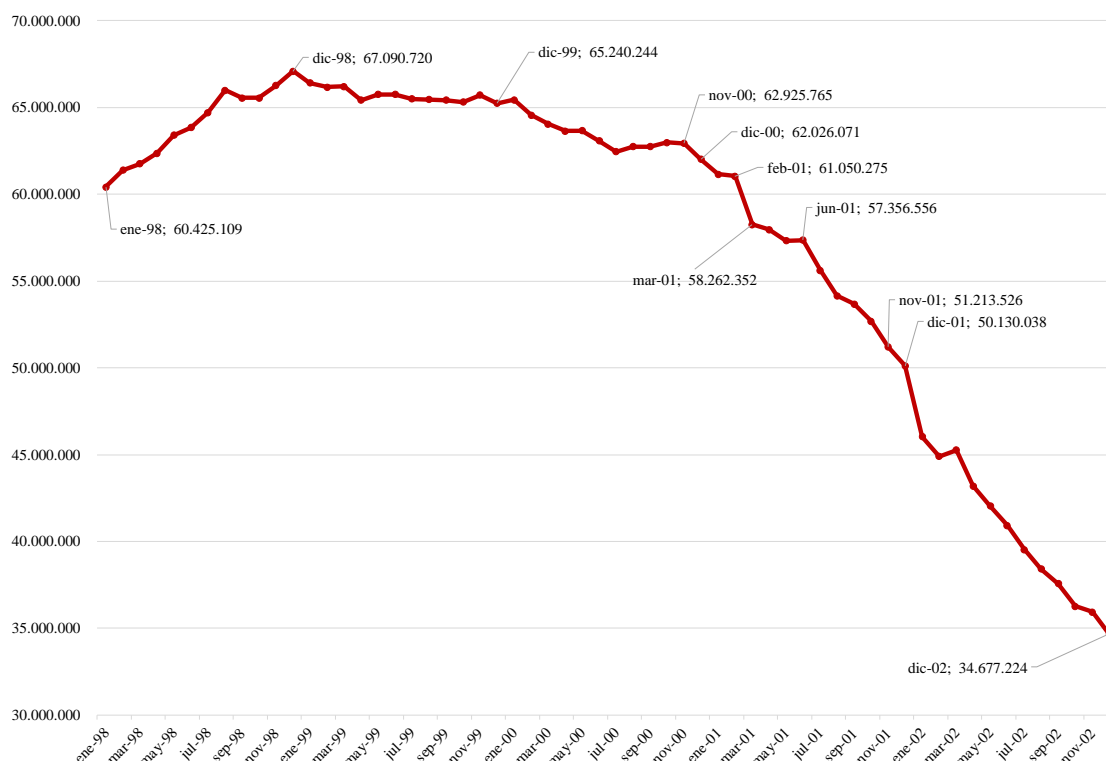
La necesidad de preservar la liquidez durante la crisis llevó a las entidades financieras a dejar de renovar gran parte de los préstamos que vencían, al tiempo que muchos deudores cancelaron sus deudas con CEDROs o Bonos que adquirirían en el mercado secundario a descuento⁵². Así, como vimos, la cancelación de préstamos al sector privado resultó la principal fuente de financiamiento, llegando a cubrir el 66% de las

⁵¹ En detrimento del esquema de “Netting” que propiciaba la cancelación mediante la entrega en pago de bonos a su valor técnico por parte de las entidades al BCRA.

⁵² La pesificación asimétrica amplificó (en 40%) el efecto “neteo” de préstamos con depósitos reprogramados del mismo deudor (eventualmente canjeados por Bonos).

necesidades de fondeo por la salida depósitos entre fines de enero y fines de diciembre de 2002. Esto llevó a que el stock de préstamos al sector privado cayera unos AR\$ 15.000 millones durante 2002 y llegara casi a la mitad del nivel máximo que había alcanzado en diciembre de 1998 (ver Gráfico II).

Gráfico II: Evolución del préstamo al sector privado



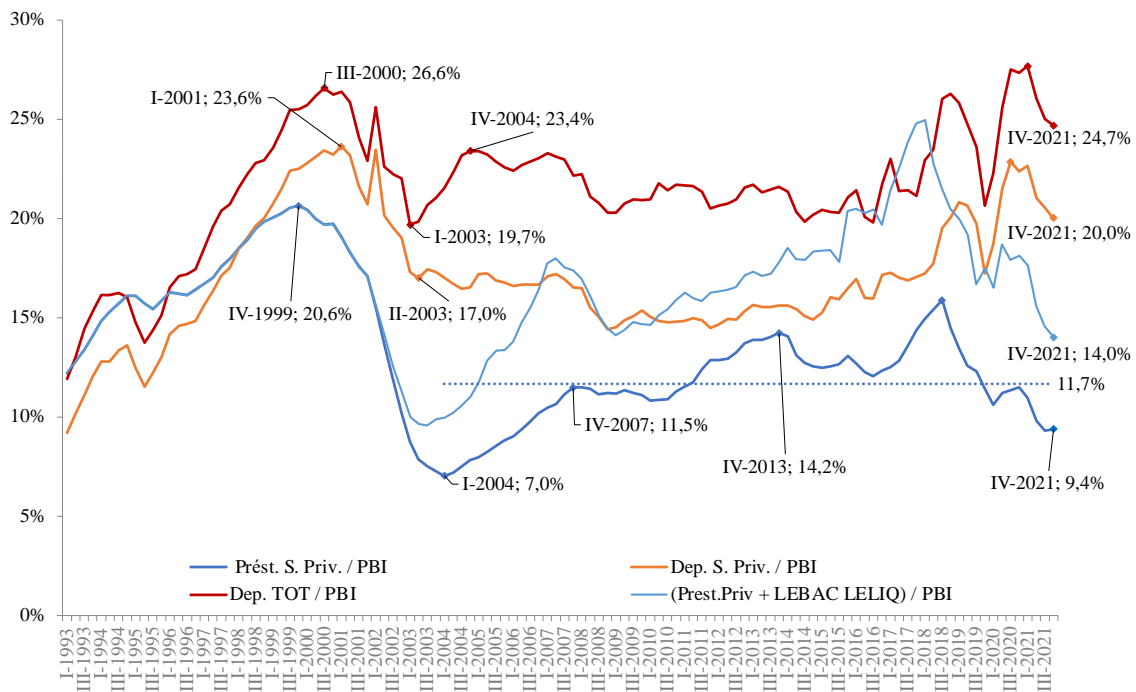
Fuente y Elaboración Propia en base a datos del BCRA.

Medida en términos del PBI (ver Gráfico III), la contracción crediticia llevó el mercado de préstamos privados desde el máximo de 20,6% del PBI al que había llegado en el T4 de 1999 hasta el mínimo de 7% del PBI al que llegó en el T1 de 2004. A partir de allí y luego de una recuperación inicial hasta alcanzar el 11,5% del PBI en el T4 de 2007, se mantuvo relativamente estable alrededor de un nivel promedio de 11,6% del PBI (56% del máximo de la convertibilidad).

Los depósitos privados tuvieron una contracción inicial y cayeron desde el máximo de 23,6% del PBI al que había llegado en el T1 de 2001 hasta un mínimo de 17% del PBI en el T2 de 2003 para luego mantenerse relativamente estables alrededor de un promedio del 15,8% del PBI hasta el T3 de 2016 cuando comienzan un período de recuperación hasta niveles similares (96%) al máximo de la convertibilidad.

Los depósitos del sector público comenzaron a recomponerse con intensidad a partir del T1 de 2003 impulsando el total de depósitos desde el mínimo de 19,7% del PBI al que habían llegado en dicho trimestre hasta el 23,4% del PBI en el T4 de 2004, no muy alejado del máximo de 26,6% del PBI del T3 del 2000. A partir de allí exhibieron una estabilidad relativa alrededor de un promedio de 21,5% del PBI hasta el T3 de 2016 cuando comenzaron a crecer y, eventualmente, llegaron a superar el máximo de la convertibilidad.

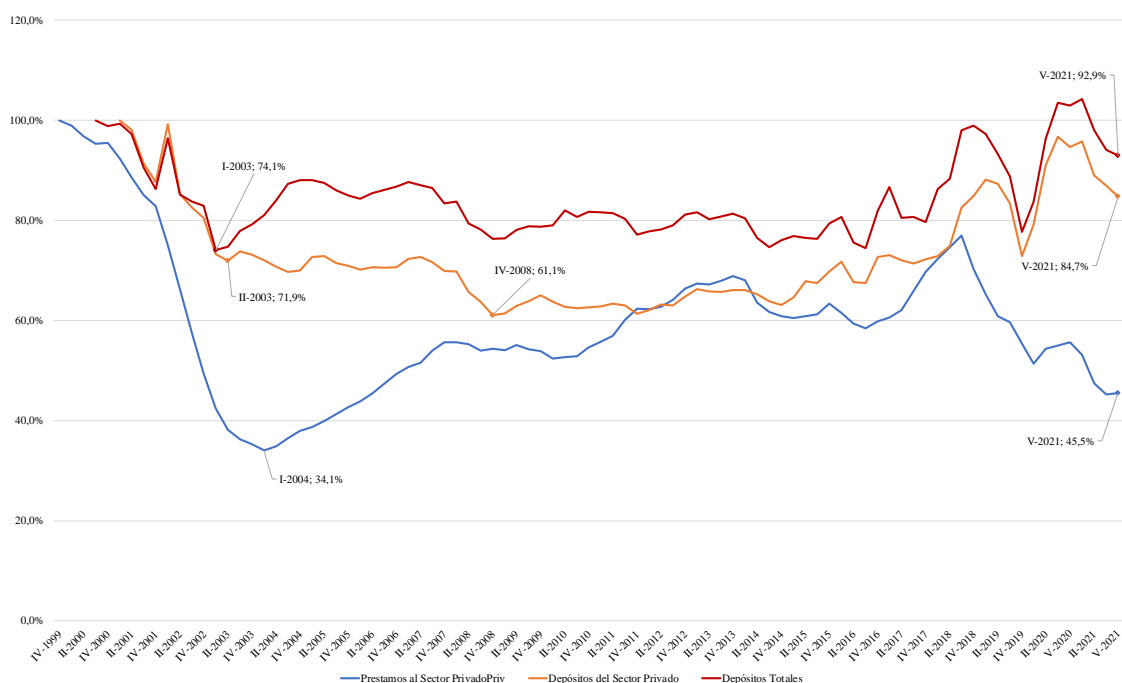
Gráfico III: Préstamos y depósitos como % del PBI



Fuente y Elaboración Propia en base a datos del BCRA.

La contracción del mercado de crédito privado respecto de la que experimentó el mercado de depósitos fue mucho más intensa (el crédito privado cayó inicialmente un 66% mientras que los depósitos totales cayeron un 26%) y persistente (el crédito privado se mantuvo durante años en un nivel promedio del 56% del máximo que experimentó durante la convertibilidad mientras que los depósitos totales lo hicieron a un nivel promedio del 83%) (Ver Gráfico IV).

Gráfico IV: Impacto y persistencia del crédito (como % del máximo)



Elaboración Propia a Base de Información del BCRA Y el MECON.

4.14.1 El rezago en la recuperación del crédito al sector privado respecto a las otras variables económicas, financieras y sociales

El rezago que, como vimos, experimentó el mercado de crédito privado respecto del de depósitos, se verificó también respecto de la recuperación que experimentaron otras variables. En el Cuadro II resumimos la evolución de distintas variables durante el período de recuperación (2003 a 2007) respecto de cierto valor de referencia (al que es deseable alcanzar) para cada variable y asignamos colores en función del segmento al que pertenecía el dato de cada variable en un determinado trimestre⁵³.

Todas las variables, salvo el nivel de préstamos al sector privado, experimentan una recuperación durante el período, más allá de algún deterioro posterior en algunos casos como el de los cheques rechazados (derivado de la modificación en los criterios de inhabilitación que generó cambios importantes) y las expectativas de inflación a 12 meses.

⁵³ Se determinaron cinco segmentos para la distribución de datos disponible para cada variable y se asignó el colorado para el peor, pasando luego por el naranja, amarillo, verde claro y verde oscuro para el mejor segmento (cuando se alcanza el valor de referencia buscado).

Cuadro II: Velocidad en la recuperación de las variables económicas y sociales

	Desempleo	Indigencia	Pobreza	Cheques Rechazados	ICC	Expectativas de IPC a 12 meses	Depósitos del Sector Privado	Depósitos Totales / PBI	Préstamos al Sector Privado	
Referencia	Promedio 1990-1992	Promedio Convertibilidad	Promedio Convertibilidad	Promedio 2003-2005 (*)	Promedio IIT-2006 a IT 2007	Techo acordado con el FMI para 2006	Máximo durante la Convertibilidad	Máximo durante la Convertibilidad	Máximo durante la Convertibilidad	
V.Ref.	7,0%	5,8%	23,8%	123	58,0	5,5%	23,6%	26,6%	20,6%	
2003	T1	18,5%	25,6%	53,3%	1.428	38,4	7,2%	17,3%	19,7%	8,8%
	T2	19,1%	26,5%	52,3%	1.156	46,4	7,5%	17,0%	19,8%	7,9%
	T3	17,3%	22,7%	49,3%	1.034	53,0	7,4%	17,4%	20,7%	7,5%
	T4	15,4%	18,9%	46,2%	1.159	50,0	6,9%	17,3%	21,0%	7,3%
2004	T1	15,0%	17,1%	44,5%	1.105	58,1	7,5%	17,0%	21,5%	7,0%
	T2	14,6%	15,2%	42,7%	1.078	50,6	8,6%	16,7%	22,3%	7,2%
	T3	13,6%	14,6%	40,2%	1.096	47,7	9,5%	16,5%	23,2%	7,5%
	T4	12,6%	14,0%	37,7%	1.338	51,9	11,3%	16,5%	23,4%	7,8%
2005	T1	12,6%	13,4%	37,9%	1.355	57,1	12,4%	17,2%	23,4%	8,0%
	T2	12,5%	12,8%	38,0%	1.325	50,6	11,9%	17,2%	23,2%	8,2%
	T3	11,6%	11,6%	34,5%	1.288	50,8	10,7%	16,9%	22,8%	8,5%
	T4	10,6%	10,3%	30,9%	1.441	51,5	10,2%	16,8%	22,6%	8,8%
2006	T1	10,8%	10,3%	30,2%	1.474	57,7	10,2%	16,6%	22,4%	9,0%
	T2	10,9%	10,3%	29,4%	1.542	56,4	9,9%	16,7%	22,7%	9,4%
	T3	10,2%	9,2%	27,5%	1.494	57,5	10,3%	16,7%	22,9%	9,8%
	T4	9,5%	8,0%	25,5%	1.782	58,1	10,4%	16,7%	23,0%	10,2%
2007	T1	9,4%	8,1%	23,7%	1.718	59,8	10,2%	17,1%	23,3%	10,5%
	T2	9,2%	8,2%	21,8%	1.791	52,3	9,9%	17,2%	23,1%	10,7%
	T3	9,1%	7,0%	21,2%	1.703	48,7	10,3%	16,9%	23,0%	11,1%
	T4	9,0%	5,8%	20,6%	1.846	50,3	10,4%	16,5%	22,1%	11,5%

Elaboración Propia a Base de Información del BCRA Y el MECON e INEC.

(*) Los cambios en los criterios para inhabilitación de cuentacorrentistas dispuestos en la Ley de Competitividad generaron una importante caída en la cantidad de rechazos: El promedio trimestral 1997/1998 = 484.782 rechazos bajó hasta un promedio trimestral de 119.440 rechazos en 2003.

4.15 La pérdida del Capital informativo durante una crisis económica

El rezago en el recupero del crédito al sector privado puede explicarse a partir de la desaparición del capital informativo que los bancos acumularon a lo largo del tiempo respecto de sus deudores, especialmente el de las empresas de mayor tamaño (cartea comercial), luego de una crisis económica intensa. Este capital informativo que los bancos acumularon respecto a los buenos deudores de su cartera se formó a partir de las inversiones que realizaron durante años (i) para atraerlos y mantenerlos como clientes (nuevas empresas o empresas clientes de otro banco) y (ii) generando pérdidas por otorgar créditos a malos deudores. Estas inversiones reducen la probabilidad de financiar a un mal deudor y de dejar de financiar a un buen deudor.

Las inversiones para recabar información sobre los deudores se justifican cuando el costo de obtenerla supera los beneficios esperados. Es por este motivo que los bancos se concentran en el análisis detallado de sus grandes deudores corporativos (cartera comercial) y tienden a simplificar y automatizar el análisis para el otorgamiento de crédito a familias y PyMEs.

Ocasionalmente se producen crisis económicas que impactan a las familias y las firmas de manera extrema para el normal pago de sus compromisos financieros. En estos casos o bien el propio gobierno establece esquemas de relajamiento en el pago de las obligaciones mandatorias para los bancos (“bail out” de las familias y firmas) o los propios deudores, más allá de su carácter e imposibilitados de acceder a sus ahorros o de acceder al crédito, dejan de cumplir con sus obligaciones bancarias. El pago generalizado de las obligaciones en el marco de las facilidades otorgadas por el gobierno (que no coinciden con las obligaciones contractuales originales) o, directamente, la falta de pago generalizado derivado del fuerte impacto de la crisis, no permite distinguir los buenos de los malos deudores.

La falta de información que permita evaluar el riesgo de insolvencia de los clientes (“opacidad”) genera un problema de información asimétrica⁵⁴: Los prestamistas tienen incentivos para invertir en recabar y revelar voluntariamente información sobre su posible clientela a un costo que es compensado por la reducción en la probabilidad de otorgar un crédito a un deudor malo, o de rechazar a un deudor bueno, y por la posibilidad de reusar la información, proveyendo servicios financieros a un mismo cliente en repetidas ocasiones. Cuanto mayor sea la asimetría en la información, más segmentados serán los mercados de crédito o cuanto mayor sea la movilidad de los clientes, menor va a ser la disposición a compartir la información.

La evidencia empírica parece sugerir que, durante crisis económicas extremas, los buenos deudores tratan de cumplir, pero preservando su supervivencia patrimonial y, ante la falta de crédito, no tienen más alternativas que incumplir con sus obligaciones bancarias contractuales originales ya sea haciendo uso de los diversos mecanismos de “bail out” que generó el Gobierno o, directamente, no pagando. Debido a la restricción de su riqueza, una firma no puede tener un consumo negativo por pagar a sus acreedores más de lo que tiene.

4.15.1 El caso de la crisis 2001-2002

Los mecanismos de alivio financiero o de relajamiento de la información sobre los deudores dispuestas por el Gobierno y el BCRA durante la crisis 2001-2002 que mencionamos a lo largo de las Secciones II,B, II.C y II.E, generaron el efecto esperado

⁵⁴ Ver Balzarotti, V. & Anastasi A. (2013).

de destrucción de capital informativo. Por ejemplo: ¿un buen deudor pagaría sus obligaciones en dólares (según el compromiso original) cuando éstas fueron pesificadas?, o ¿dejaría de usar la opción de comprar depósitos reprogramados de un tercero con un importante descuento o de usar los propios que tenían un 40% más de poder cancelatorio debido a la pesificación asimétrica, para cancelar sus obligaciones bancarias? Claramente estos mecanismos de ayuda a los deudores bancarios tienen como efecto que los buenos deudores, racionalmente, utilicen los mismos instrumentos que los malos deudores para cancelar sus obligaciones bancarias.

Además, (i) el abandono de un criterio unificado y claro para la inhabilitación de cuentacorrentistas por cantidad de cheques rechazados junto con el blanqueo para titulares de cuentas corrientes cerradas (ii) la suspensión durante 270 días corridos de la ejecución judicial o extrajudicial de deudores morosos y (iii) el relajamiento de las pautas para la reclasificación de los deudores en una categoría superior junto con la posibilidad de retrasar la recalcificación de deudores de la cartera comercial en categoría 2 (con problemas), entre otros, generaron opacidad en la información que los bancos debían hacer pública.

Así, al hacerse más opaca la información del empeoramiento de situación crediticia de firmas y personas que debía hacerse pública a través de la Central de Deudores y la Central de Cuentacorrentistas Inhabilitados del BCRA, se generaban incentivos para que los bancos “enmascararan” a los malos deudores mientras renegociaban su deuda, evitando así el castigo patrimonial de su previsión y aumentando la probabilidad de que otro banco le otorgara un préstamo a ser destinado a cancelar el préstamo impago.

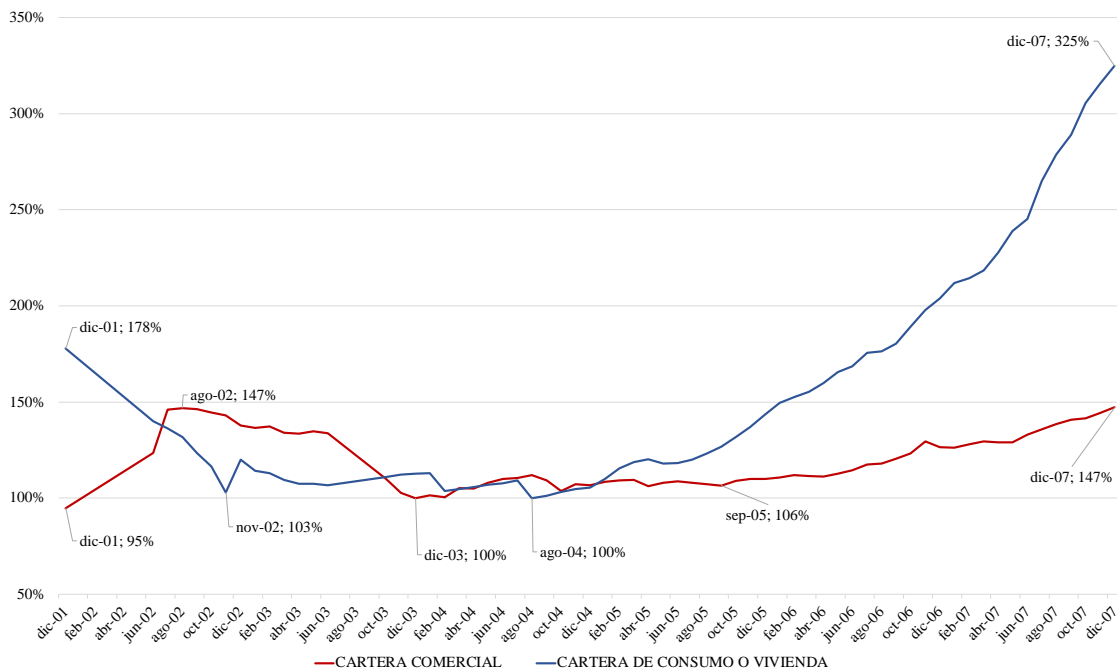
4.15.2 El impacto en la cartera comercial (grandes firmas)

Durante la crisis las entidades financieras tenían una fuerte necesidad de recomponer su liquidez lo que las llevaba a restringir las renovaciones de los préstamos que vencían y a restringir las nuevas financiaciones que implicaran el uso de fondos líquidos. Esta retracción de la oferta afectó especialmente a las financiaciones otorgadas a la cartera de consumo (individuos) que perdió participación en el total de financiaciones (cayó del 33,5% en diciembre de 2000 hasta el 15,9% en noviembre de 2002) en favor de la cartera comercial (subió del 60,2% en diciembre de 2000 hasta el 78,9% en noviembre de 2002).

La mayor inversión previa que tuvieron que hacer los bancos para detectar y atraer buenas empresas (cartera comercial) los llevó a utilizar la información acumulada para priorizar a sus buenos deudores corporativos en el acceso a nuevas financiaciones y renovaciones para tratar de retenerlas durante la crisis, en detrimento de la cartera de consumo que había sido adquirida por esquemas automatizados de análisis y selección y a partir de campañas masivas de promoción.

Este fenómeno puede observarse con claridad en el Gráfico V, del que surge que, a partir de diciembre de 2001, los bancos comienzan a priorizar la cartera comercial que aumentó un 55% hasta agosto de 2002, en detrimento de la cartera de consumo que cayó un 42% hasta noviembre de 2002. Sin embargo, a partir de la destrucción del capital informativo que los bancos tenían sobre sus grandes deudores (especialmente las firmas), comienza, desde junio de 2003, un proceso de retracción de la oferta de crédito a la cartera comercial hasta su valor mínimo en diciembre de ese año. La cartera de consumo se mantuvo en niveles bajos y alcanzó su mínimo en agosto de 2004.

Gráfico V: Financiaciones por tipo de cartera (% respecto del mínimo de c/u)



Elaboración Propia a Base de Información del BCRA.

El crédito comercial comienza a recomponerse muy lentamente a partir de septiembre de 2005 para llegar a fin del 2007 al 147% de su mínimo, mientras que el crédito al

consumo comienza a crecer antes (a partir de agosto de 2004) y a tasas más altas, para llegar a fin del 2007 al 325% de su mínimo. Este rezago en la recomposición del crédito comercial respecto del de consumo puede explicarse por el proceso de reconstrucción del stock de capital informativo sobre sus grandes clientes corporativos que perdió durante la crisis y en el que los bancos debieron invertir tiempo y dinero (aprendiendo nuevamente quienes eran los nuevos buenos y malos deudores).

Un caso reciente y en otro contexto, la caída del Silicon Valley Bank (SVB), agrega más evidencia respecto de la acumulación de capital informativo según un artículo del 17 de marzo de 2023 en el Harvard Business Review. En este caso, el SVB se concentró en operar con clientes del mercado de las “startups” lo que le permitió *“construir décadas de conocimiento embebido en las personas, los asuntos y las necesidades de evolución de la industria”*... *“que no podrá ser completamente replicado en otros bancos”* ... [ya que] ... *“mientras que los productos y servicios pueden ser replicados en instituciones financieras más grandes, mucho del conocimiento táctico del SVB estaba embebido en las personas y redes que había formado”*... [SVB, por ello] ... *“las ‘startups’ van a sufrir”* ... [ya que] ... *“el financiamiento de deuda, que muchas ‘startups’ utilizaban para financiar desarrollos de tecnologías limpias, ciencia de la salud y otras tecnologías de punta, será más difícil de obtener y más costosa”*. En definitiva, el capital informativo que SVB acumuló a largo de varios años sobre los deudores de la industria de las “startups” se destruyó con la caída del banco no pudiendo ser transferido a otro banco salvo que éste compre el SVB en su totalidad o, al menos, gran parte de su personal y áreas de negocios.

4.16 El Efecto de la Información Asimétrica en el Mercado

Interbancario durante la crisis

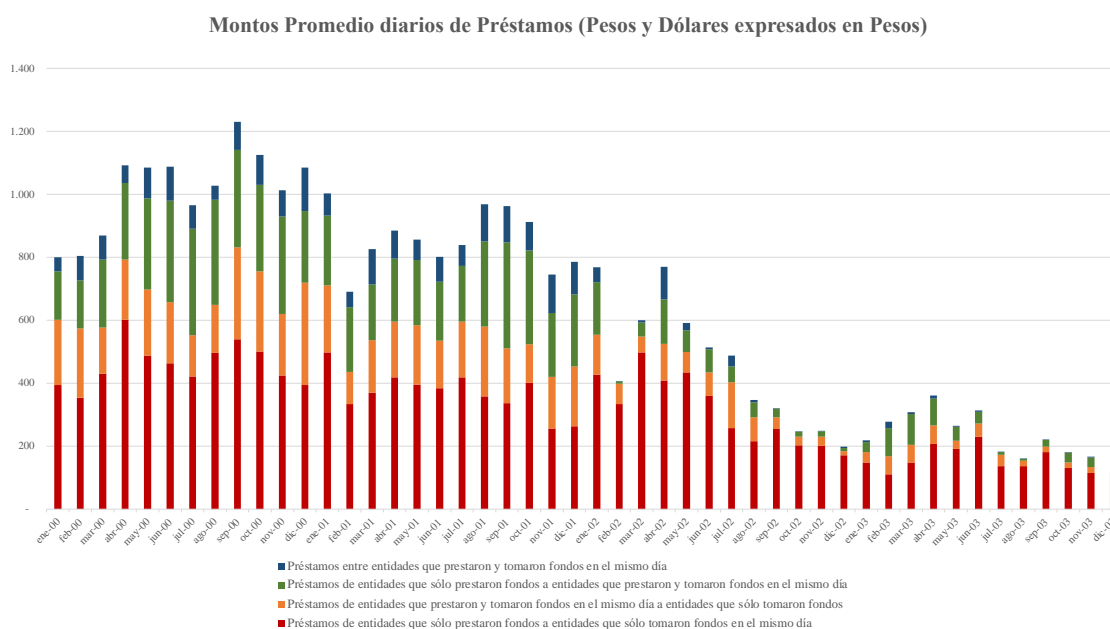
Durante gran parte del año 2001 el mercado interbancario funcionó como un buen instrumento de redistribución de liquidez ante la salida de depósitos que había comenzado en febrero, aunque con un fuerte incremento de la tasa en pesos que pasó de un promedio de 9,3% en mayo hasta un promedio de 47,8% en julio (mes posterior a los anuncios de la ampliación de la convertibilidad).

A partir de octubre de 2001 (mes en el que el Gobierno pierde las elecciones) y ante el riesgo de una posible salida de la convertibilidad que devaluaría los préstamos

interbancario en pesos, las entidades financieras comienzan una drástica reducción del volumen de préstamos interbancarios en pesos que pasaron de un promedio diario de AR\$/US\$ 515 millones en octubre de 2001 a uno de AR\$ 65 millones en enero de 2002 (durante diciembre de 2001, mes en que se instaló el “corralito”, el segmento en pesos no operó) acompañado con una fuerte dolarización de los mismos.

El proceso de reducción de volumen se revirtió transitoriamente desde de febrero hasta abril de 2002 (ver Gráfico VI), mes a partir del cual el mercado pasa a operar casi exclusivamente en el segmento pesos. A partir de abril de 2002 con el BCRA aumentando fuertemente las tasas de LEBACs (que competían en la captación de fondeos excedentes con el mercado interbancario), se observa el comienzo de un período de reducción del volumen operado y de la tasa de interés que se consolida hasta fin de 2002, en línea con el mejoramiento de la liquidez del sistema financiero.

Gráfico VI: Segmentación del mercado interbancario



Elaboración Propia a Base de Información del BCRA.

La serie de medidas que se fueron adoptando durante el año 2002, a partir de la salida de la convertibilidad, agregaron otros riesgos sobre la liquidez de las entidades financieras:

- La corrida de depósitos no fue uniforme en todas las entidades financieras generó un “flight to quality” inicial hacia bancos extranjeros que revirtió repentinamente hacia la banca pública cuando se generalizó la percepción de que ésta contaba con un “seguro de redescuento” por parte del BCRA.
- La pesificación asimétrica dejó una mayor cantidad de depósitos en pesos en aquellas entidades con mayores proporciones iniciales de depósitos en dólares.
- La reprogramación de depósitos vía CEDRO’s dejó a las entidades que exhibían saldos promedios originales más bajos con un perfil de vencimientos más corto y más expuestas a las opciones desprogramación de un monto fijo.
- La desprogramación de CEDRO’s en cuantas a la vista por ventas de inmuebles, vehículos automotores 0 Km, motivos de salud o edad avanzada, dejaba más expuestas a las entidades con mayores cantidades de personas físicas y, en el caso de la edad, a las entidades que se habían especializado en atender a jubilados.
- Aquellas entidades con mayor proporción de cancelación de préstamos con los CEDROs que emitieron (y luego con bonos) reducían en mayor medida su cartera de préstamos que era una de las fuentes de liquidez genuina.
- Aquellas entidades en el que el porcentaje de canje de CEDRO’s por bonos resultó menor, quedaban con un perfil de vencimientos de sus obligaciones más comprimido.
- La entidades que recibían mayor proporción de amparos perdían una mayor parte de su liquidez en efectivo.

Las entidades que por los motivos mencionados llegaran a un punto en el cual no contarán con más liquidez, se verían en la necesidad de requerir asistencia al BCRA que había implementado un esquema de racionamiento relativamente discrecional (salvo para la banca pública) basado en el “esfuerzo compartido” que en muchos casos no podía satisfacerse y en otros directamente no fue aceptado (como fue el caso de algunos bancos extranjeros que repentinamente dejaron de operar en el país). Si una entidad financiera les hubiera otorgado un préstamo a través del mercado interbancario, se encontraría de repente con un préstamo a una entidad sin liquidez, a la que el BCRA

podría o no asistir y, en este último caso, podría pasar a ser reestructurada dejando el crédito con un destino incierto.

No existía información pública por entidad actualizada respecto de la asistencia otorgada por el BCRA, la evolución de los depósitos, el monto de depósitos reprogramados (CEDROs), el porcentaje de aceptación del canje de CEDROs por Bonos, los montos de los distintos mecanismos de desprogramación hacia cuentas a la vista, ni la cantidad y monto de amparos. Las entidades colocadoras de fondos en el sistema interbancario sólo contaban con la información que podía proveerles la entidad tomadora (de dudosa calidad dado el incentivo que tenían para proveer información positiva que les permitiera acceder al financiamiento). Sin embargo, la información de calidad para evaluar los riesgos mencionados podía estar disponible para aquellas entidades que conformaban un grupo de bancos (vinculados por sus accionistas)⁵⁵ o entre las que existía una relación comercial profunda y de mucho tiempo.

El mercado de préstamos interbancarios operaba, por ende, en un contexto de información asimétrica. Resulta importante entonces, analizar el comportamiento del mercado interbancario durante la crisis.

El BCRA publica información del mercado de préstamos interbancario con montos mensuales operados, tasa promedio ponderada en el mes y plazo promedio ponderado en el mes, todo en ambas monedas (pesos y dólares), según cuatro grupos⁵⁶:

1. Préstamos entre entidades que prestaron y tomaron fondos en el mismo día.
2. Préstamos de entidades que prestaron y tomaron fondos en el mismo día a entidades que sólo tomaron fondos.
3. Préstamos de entidades que sólo prestaron fondos a entidades que prestaron y tomaron fondos en el mismo día.

⁵⁵ Fue muy común que el proceso de privatizaciones de la segunda mitad de los '90 bancos mayoristas compraran bancos provinciales que suelen manejar muchos excedentes, por lo que a final del día los mandaban al banco mayorista para que los administre.

⁵⁶ Dado que los datos son mensuales, una entidad puede haber figurado un día como tomadora y otro como colocadora y, por lo tanto, figurar en más de un grupo a la vez para un mismo mes, a pesar de lo cual la información es indicativa de los grupos en los que se segmenta el mercado.

4. Préstamos de entidades que sólo prestaron fondos a entidades que sólo tomaron fondos en el mismo día.

Enfocaremos el análisis asumiendo que el mercado interbancario está caracterizado por:

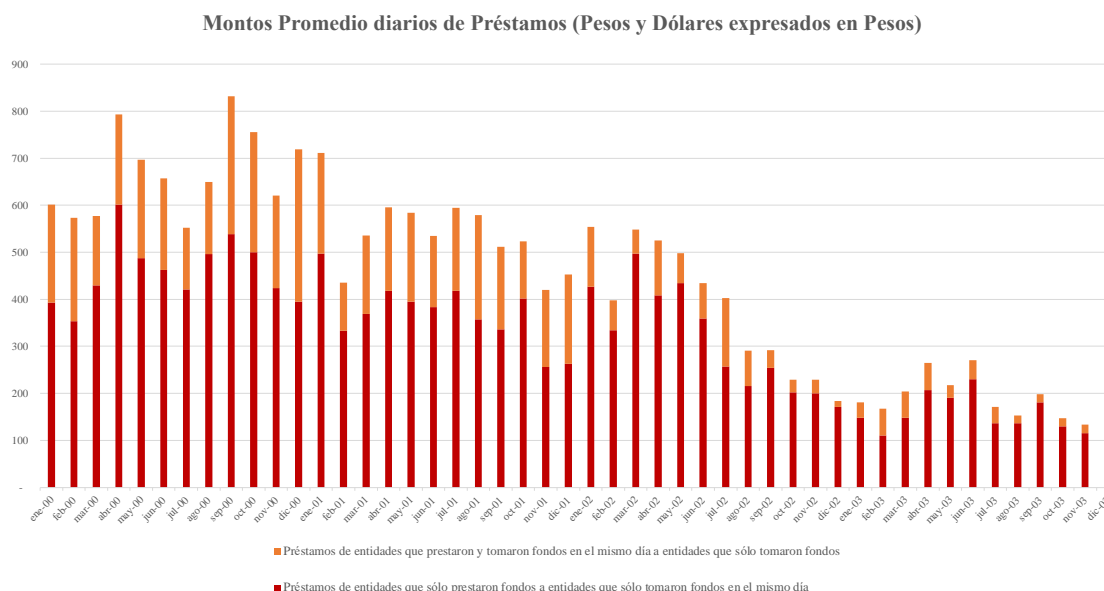
- (i) Un grupo de entidades que conforman el “corredor mayorista” compuesto con entidades generalmente grandes que suelen realizar operaciones de liquidez con grandes empresas y que intermedian y arbitran en el mercado interbancario (en general toman o colocan fondos de una entidad para colocárselos o tomarlos de otra asumiendo el riesgo de plazo, tasa o contraparte), cuyos préstamos estarían incluidos en el segmento 1. *Préstamos entre entidades que prestaron y tomaron fondos en el mismo día.*
- (ii) Un grupo de entidades con un perfil tomador neto que suelen experimentar necesidades de liquidez recurrentes y que toman fondos del corredor mayorista del mercado interbancario, cuyos préstamos estarían incluidos en el segmento 2. *Préstamos de entidades que prestaron y tomaron fondos en el mismo día a entidades que sólo tomaron fondos.*
- (iii) Un grupo de entidades con un perfil colocador neto que suelen contar con excedentes de liquidez que colocan en el corredor mayorista del mercado interbancario, cuyos préstamos estarían incluidos en el segmento 3. *Préstamos de entidades que sólo prestaron fondos a entidades que prestaron y tomaron fondos en el mismo día.*
- (iv) Un grupo de entidades con un perfil colocador neto que suelen colocar fondos en otra entidad a la que se encuentran vinculada (que en general asume el rol de administrador de la tesorería del grupo de entidades) o con las que mantienen una relación comercial fuertemente establecida, cuyos préstamos estarían incluidos en el segmento 4. *Préstamos de entidades que sólo prestaron fondos a entidades que sólo tomaron fondos en el mismo día.*

Las entidades que conforman el corredor mayorista del mercado interbancario, por sus características, suelen ser de bajo riesgo para colocarles fondos transitoriamente. Así, desde el punto de vista del riesgo de colocar fondos fuera del corredor mayorista debemos analizar el comportamiento de dos segmentos: (ii) el de las entidades

financieras del corredor mayorista que prestaban a entidades netamente tomadoras y (iv) el de las entidades que no formaban parte del corredor mayorista y prestaban a entidades vinculadas o con las que tenían una relación comercial fuertemente establecida. Dado el mencionado contexto de información asimétrica en el que operaba el mercado interbancario durante la crisis, sólo las entidades que prestaban a entidades vinculadas o con fuertes vínculos comerciales poseían buena información de las entidades a las que prestaban; no así las entidades del corredor mayorista que prestaban a entidades tomadoras netas con información limitada y/o provista éstas últimas (poco confiable).

Como puede observarse en el Gráfico VII, el segmento (iv) de entidades que prestaban a otras entidades relacionadas o con las que mantenían una sostenida relación comercial y que por ende contaban con mejor información relativa que la del segmento (ii) de entidades del corredor mayorista que financiaban a entidades tomadoras netas, mantuvo relativamente estable el nivel de financiamiento durante la crisis 2001-2002, pasando a concentrar una participación más grande del volumen colocado fuera del corredor mayorista, en detrimento del segmento (ii) de entidades del corredor mayorista que prestaban a entidades netamente tomadoras.

Gráfico VII: Segmentos tomadores del mercado interbancario



Elaboración Propia a Base de Información del BCRA.

Así, por el hecho de que el stock de información crediticia de las entidades vinculadas o con fluida relación comercial no se perdió por efecto de la crisis y la menor

cantidad/calidad de la información pública afectó al grupo de entidades del corredor mayorista que financiaban a entidades tomadoras netas, la relación entre el promedio mensual de fondos colocados por el segmento (iv) respecto del promedio mensual de fondos colocados por el segmento (ii) pasó de 2,2 a 4,6 entre diciembre de 2001 y diciembre de 2003 (ver Cuadro III).

Cuadro III: La información como sostén del crédito interbancario

	ene. de 2000 a dic. de 2001	ene. de 2002 a dic. de 2003
Promedio de Préstamos entre entidades relacionadas o con una sostenida relación comercial <hr/> Promedio de Préstamos de entidades del corredor mayorista a entidades tomadoras netas	x 2,2	x 4,6

Elaboración Propia a Base de Información del BCRA.

La mayor proporción del monto de préstamos entre entidades relacionadas o con fluida relación comercial respecto del otorgado por entidades del corredor mayorista a los tomadores netos fuera de dicho corredor se mantuvo persistente en los años posteriores en los que exhibió promedios anuales de 7,7 veces en 2004; 3,3 veces en 2005; 4,7 veces en 2006 y 4,6 veces en 2007, lo que estaría representando el tiempo que le demandó a estas entidades volver a construir un nuevo stock de información crediticia.

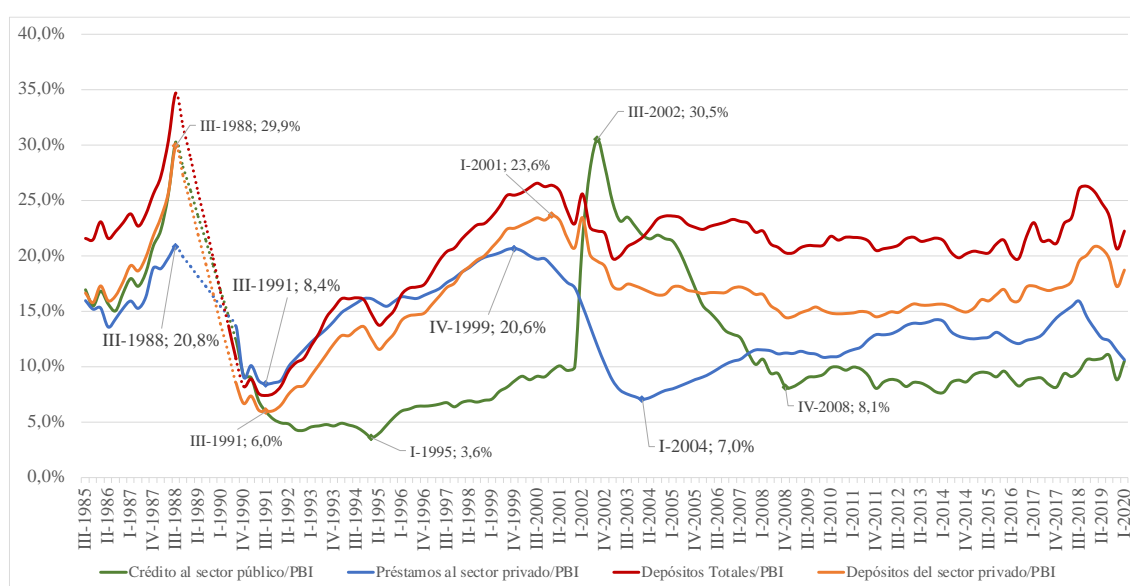
4.17 Comparación con el plan Bonex

Realizaré una breve comparación respecto de la manera en que afectaron al mercado de crédito privado el plan Bonex (28 de diciembre de 1989) y la crisis 2001-2002. A tal fin he debido reconstruir una serie del PBI Nominal a partir de 1985 hasta la actualidad⁵⁷.

⁵⁷ Para ello partí de una serie disponible en el INEC con la evolución del PBI a precios constantes y, dado que no existe una serie con la evolución del PBI nominal o del deflactor del PBI para ese período, realicé una correlación para los períodos en los que sí existe el PBI nominal, entre el deflactor del PBI y una combinación entre la variación del Índice de Precios al Consumidor y del Índice de Precios Mayorista con ponderaciones que suman 100%. La regresión que mejor ajusta es la que contiene un 90% de la variación del Índice de Precios al Consumidor y un 10% de la variación del Índice de Precios Mayorista.

Así, con una serie de balances de entidades financieras histórica publicada por el BCRA, realicé el Gráfico VIII con la evolución de préstamos y depósitos de los sectores público y privado respecto de PBI nominal. He linealizado la evolución de las variables entre el T3 de 1988 y el T3 de 1990, período en el que se dieron de las hiperinflaciones de 1989 y 1990 (que dieron origen al plan Bonex), ya que dispararon temporalmente las variables hasta valores que impiden una adecuada visión del gráfico. Asimismo y con el fin de suavizar la estacionalidad del PBI nominal calculado, he utilizado un promedio de cuatro trimestres del mismo.

Gráfico VIII: Préstamos y depósitos como % del PBI



Elaboración Propia a Base de Información del BCRA.

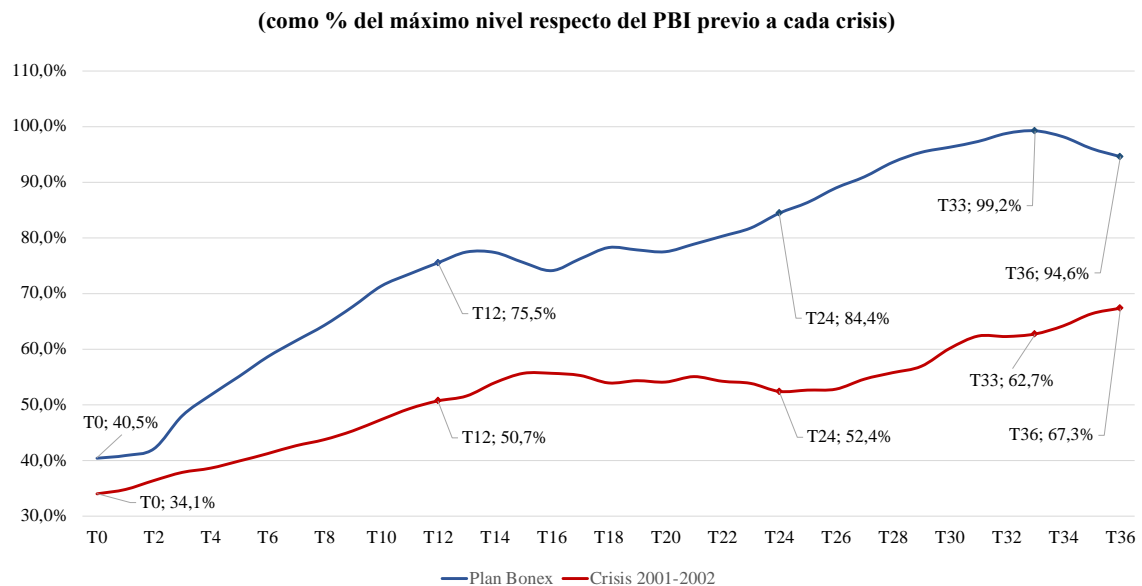
Puede observarse que, a pesar de que con el plan Bonex los depósitos a plazo habían sido canjeados compulsivamente por bonos, los depósitos del sector privado comienzan a crecer en términos reales rápidamente y de manera sostenida a partir del mínimo que alcanzaron en el 3T de 1991, posiblemente impulsados por las expectativas positivas que despertó el programa de convertibilidad.

Los préstamos al sector privado también se recuperaron con rapidez en comparación con la evolución que experimentaron después de la crisis 2001-2002 y en línea con la evolución de los depósitos totales. El crédito al sector público se contrajo hasta principios de 1995 para comenzar a crecer a lo largo de la convertibilidad en función de las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno. La compensación a las

entidades financieras a través de un bono y la posibilidad de cancelar depósitos con bonos, hicieron aumentar significativamente el crédito al sector público luego del abandono de la convertibilidad, para luego disminuir hasta valores inferiores al 10%. En este período, además del crédito al sector público, una parte importante de la liquidez proveniente de los depósitos totales fue invertida por las entidades financieras en letras del BCRA, que llegaron a representar 10,4% del PBI en el T4 de 2017 y terminaron en 5,6% del PBI en promedio durante 2021.

En el Gráfico IX grafico la evolución (en trimestres) del nivel de préstamos al sector privado como porcentaje PBI, tomando como base 100 el valor máximo anterior al que había llegado antes de las respectivas crisis, comenzando en el primer trimestre en que comienzan a crecer nuevamente en términos reales.

Gráfico IX: Recuperación del Crédito al Sector Privado



Elaboración Propia a Base de Información del BCRA.

Puede verse como al terminar el plan Bonex, los préstamos al sector privado como porcentaje del PBI habían caído (en el T3 de 1991) hasta el 40,5% de su máximo anterior (20,8% del PBI en el 3T de 1988) mientras que en la crisis 2001-2002 cayeron más y llegaron al 34,1% (en el T1 de 2004) de su máximo anterior (20,6% del PBI en el 4T-1999). Al año de terminado el efecto del plan Bonex el crédito privado había llegado al 75,5% de su máximo anterior mientras que, luego de la crisis 2001-2002, sólo había

llegado al 50,7,5%. En términos generales, el crédito privado se recuperó luego del plan Bonex a una velocidad muy superior a la que lo hizo luego de la crisis 2001-2002. Así, luego de 33 trimestres de finalizados los efectos del plan Bonex el crédito privado había llegado a prácticamente el mismo nivel que su máximo anterior a la crisis (99,2%), mientras que para el caso de la crisis 2001-2002 todavía se mantenía en el 62,7% de su respectivo máximo.

Debo remarcar que la crisis 2001-2002 fue una “crisis financiera” con profundo impacto en las variables económicas y sociales que mientras que el plan Bonex fue una respuesta a una “crisis monetaria” más breve.

De hecho, la esencia del plan Bonex fue inmovilizar los ahorros (plazos fijos) y dejar libres los saldos transaccionales (cuentas a la vista) lo que impidió que se rompiera la cadena de pagos y siguiera funcionando normalmente la economía informal. Asimismo, cabe destacar que a los pocos meses de concluido el plan Bonex, fue anunciado el programa de convertibilidad. El mercado creó expectativas favorables rápidamente y comenzó una gran demanda de préstamos para la inversión y el consumo y, con una moneda estable, depósitos crecientes y un contexto de estabilidad financiera, fue posible recrear más rápidamente el mercado de préstamos al sector privado, aunque éste se mantuvo en un promedio relativamente constante de 8,6% del PBI aún durante los primeros cuatro trimestres posteriores a la entrada en vigencia de la convertibilidad (T2-1991 a T1 1992), nivel muy cercano al mínimo de 8,4% del PBI en el T3 de 1991 luego del plan Bonex. Como vimos, la pérdida de capital informativo como consecuencia de las dos hiperinflaciones de 1989 y 1990 y de la implementación del plan Bonex puede haber sido menor que la de la crisis 2001-2002 por haberse tratado de una crisis monetaria en lugar de una financiera, pero no debemos dejar de considerar cuanto del rezago en el crédito privado que hubiera generado fue compensado por el cambio general de expectativas derivado del anuncio del programa de convertibilidad.

4.18 Conclusiones al Capítulo III

Los bancos acumulan capital informativo respecto a los buenos deudores de su cartera a partir de las inversiones que realizaron durante años (i) para atraerlos y mantenerlos como clientes (nuevas empresas o empresas clientes de otro banco) y (ii) generando pérdidas por otorgar créditos a malos deudores (el costo de aprender).

Una crisis financiera genera una recesión que impacta a firmas y familias lo que suele llevar a los Gobiernos a promover mecanismos para facilitarles el pago de los préstamos que tomaron con los bancos y/o para hacer menos transparente la información crediticia de los afectados. Así, los deudores, más allá de su tipo, dejaban de pagar porque no pueden (por los efectos de la recesión y la restricción de riqueza) o pagan porque les conviene (utilizando las facilidades disponibles), al tiempo que se torna más dificultoso encontrar información pública sobre la calidad crediticia de los deudores bancarios.

En la caso de la salida de la convertibilidad, (i) se promovieron mecanismos de alivio financiero (las obligaciones originales en dólares fueron pesificadas y podían ser canceladas con depósitos reprogramados de un tercero comprados con un importante descuento o de usar los propios que tenían un 40% más de poder cancelatorio), (ii) muchos buenos deudores no podían pagar sus obligaciones por la restricción de riqueza y la falta de financiamiento y (iii) se dispusieron esquemas de relajamiento de la información sobre los deudores (moratoria de cuentacorrentistas inhabilitados con cambio del criterio para nuevas inhabilitaciones, suspensión de ejecución judicial o extrajudicial de deudores morosos y relajamiento de las pautas para la reclasificación de los deudores). Todos estos factores contribuyeron para destruir el capital informativo acumulado. Asimismo, estos relajamientos fueron alejando al mercado de crédito en Argentina del modelo de información simétrica con un esquema de segmentación de tasas de interés activas al que convergió durante el programa de convertibilidad gracias a la política activa del BCRA de hacer pública la información sobre el cumplimiento de los deudores bancarios respecto de sus obligaciones crediticias, hacia un modelo de información asimétrica con barreras informativas, poder de mercado y una única tasa para ambos tipos de deudores igual a la que los bancos cobrarían a un mal deudor.

El rezago en la recuperación del crédito respecto del resto de las variables económicas y sociales derivado del tiempo demandado por el proceso de recomposición del capital

informativo sobre la calidad de los deudores resultó evidente luego de la crisis del 2001-2002. Este rezago se vio reflejado también en el crédito a las grandes firmas que requiere de una inversión de tiempo y dinero (aprendiendo nuevamente quienes eran los nuevos buenos y malos deudores) que la necesaria para el crédito de consumo (que suele analizarse por grandes segmentos de manera automática).

El comportamiento del mercado de crédito interbancario, fundamental para redistribuir liquidez durante períodos de escasez de fondos, también mostró señales de información asimétrica durante la crisis argentina 2001-2002. El aumento del monto de préstamos entre entidades relacionadas o con fluida relación comercial respecto del otorgado por entidades del corredor mayorista a los tomadores netos de fondos fuera de dicho corredor fue también más elevado persistente ya que estas últimas requirieron más tiempo para volver a construir un nuevo stock de información crediticia.

Una comparación respecto de la recuperación del crédito privado a la salida de la crisis argentina del 2001-2002 respecto de la experimentada a la salida del plan Bonex, pone de manifiesto la diferencia entre una “crisis financiera” como fue la del 2001-2002 con profundo impacto en las variables económicas y sociales respecto de una “crisis monetaria”, más breve, como fue la que generó como respuesta la implementación del plan Bonex.

La destrucción del capital informativo lleva a que el mercado de crédito tarde mucho más que el resto de las variables en recuperarse ya que los bancos deben volver a pasar por el proceso de acumular experiencia respecto de cuales de sus grandes deudores corporativos son, con certeza, malos y cuales, con certidumbre creciente con el tiempo, buenos. Esto genera un costo para toda sociedad limitando la capacidad de consumo y, especialmente, de inversión (las líneas de crédito postcrisis suelen ser de corto plazo).

Varios trabajos teóricos y empíricos analizan las ventajas de mecanismos de facilidades para los deudores en momentos de crisis a fin de preservar el sector productivo y terminan influenciando las políticas de gobierno.

Cabría incorporar a futuro en los mencionados trabajos teóricos y empíricos, el impacto que la implementación de estos mecanismos de facilidades (“bail out”) y de relajamiento de la información sobre la calidad crediticia de los deudores, tienen en la

destrucción del capital informativo de los bancos, dilatando el tiempo que el mercado de crédito tarda en reestablecerse, con el consecuente impacto en el bienestar general.

5. Conclusión

El objetivo de este trabajo de tesis es analizar el mercado de crédito en presencia de asimetría de información y, especialmente, si los bancos pueden ejercer poder de mercado sobre sus deudores, tanto los buenos como los malos, para lo cual deben invertir en la formación de capital informativo. En tal caso, analizo las consecuencias de que un crisis financiera destruya el capital informativo que acumularon los bancos y el rezago en la recuperación del crédito que se genera mientras los bancos vuelven a acumular capital informativo que les permita distinguir a sus buenos clientes de los malos.

La producción de información es una actividad costosa: La generación del capital informativo que los bancos acumulan respecto a los buenos deudores de su cartera se forma a partir de las inversiones que realizan durante años (i) para atraerlos y mantenerlos como clientes (nuevas empresas o empresas clientes de otro banco) y (ii) generando pérdidas por otorgar créditos a malos deudores. Para ello, en el “Capítulo I: Modelo de Bancos como Productores de Información en un Contexto de Información Asimétrica” desarrollo un modelo de optimización inter-temporal de dos períodos en el que son las firmas la que llama a una licitación por la menor tasa de interés para financiar los proyectos que llevan adelante. Adopto tres supuestos para analizar el modelo: (i) la función de distribución acumulada de la rentabilidad bruta (sin considerar los pagos de las obligaciones bancarias) de los proyectos en los que las firmas invierten los fondos prestados por los bancos es monótonamente creciente, (ii) existen costos por cambiar de banco o el banco que financió a una firma tiene el derecho preferente (First Refusal) de poder igualar la mejor tasa ofrecida a la firma por lo que, en caso de empate, la firma toma el crédito del mismo banco que la venía financiando y (iii) ningún banco aceptaría quedarse con un mal deudor como cliente si puede evitarlo, lo que represento asignando un valor negativo a la rentabilidad de quedarse con un mal deudor. Con estos supuestos, obtengo un equilibrio en el que los bancos terminan cobrando a sus buenos deudores la misma tasa que le cobran a los malos deudores.

La asimetría de información y la dificultad de las firmas para transmitir su buena calidad a otros bancos lleva a que los buenos deudores que “informacionalmente atrapados” en el banco que les prestó. El poder de mercado derivado de la asimetría de información permite a los bancos cobrar una tasa de interés de equilibrio a ambos tipos de deudores igual a la que cobrarían a un mal deudor.

Las ganancias por ejercer poder de mercado sobre sus buenos deudores durante el segundo período lleva a que los bancos puedan llegar a cobrar tasas negativas (menores al costo de fondeo) en la primer licitación. A partir de una simulación de Montecarlo verifico que en el 21% de las combinaciones de las variables definidas como parámetros del modelo, la tasa activa del primer período es menor que la de fondeo. En estos casos, los bancos están dispuestos a experimentar un quebranto durante el primer período con tal de quedarse con buenos deudores a los que, aplicándoles el poder de mercado derivado de la asimetría de información, pueden cobrar tasas máximas durante el segundo período con ganancias que más que compensan el quebranto inicial.

Una derivación importante del modelo es que, como el mercado pasa a funcionar en un ambiente no competitivo (con asimetrías de información), cuando se pierde ese capital informativo y como resulta costoso y lento reponerlo, las crisis crediticias tienden a ser más duraderas. Esto me llevó a analizar en el “Capítulo II: Estudio de caso sobre el programa de convertibilidad”, cómo la difusión pública de información de los clientes bancarios impulsó, entre otros aspectos, el crecimiento del sistema financiero argentino durante el programa de convertibilidad y cómo ciertas medidas que se tomaron para hacer menos transparente esta información conspiraron, entre otros factores, en contra del mercado de crédito.

El programa de estabilización de la convertibilidad argentina estuvo vigente entre el 27 de marzo de 1991 y el 6 de enero de 2002 y fue implementado luego de dos hiperinflaciones en 1998 (4.923%) y 1990 (1.344%) y un canje compulsivo de los depósitos a plazo fijo por títulos públicos denominados Bonex 89 conocido como el plan Bonex. El programa que disponía la libre conversión de pesos a dólares (y viceversa) a una paridad de un peso por dólar y contenía reglas muy claras y estrictas respecto de la emisión monetaria (la base monetaria no podía superar el nivel de las reservas de libre disponibilidad).

Una de las debilidades intrínsecas del programa, derivada de la incapacidad del BCRA para asistir con liquidez sistema financiero en caso de una corrida de depósitos más allá del monto de sus reservas excedentes, llevó al BCRA a implementar una normativa prudencial orientada a fomentar la competencia entre los bancos y promover la solvencia y liquidez de cada banco en particular y del sistema bancario en general. La difusión de información fue incorporada como un objetivo de primer orden para el BCRA que comenzó a publicar información sobre los estados contables y sobre el cumplimiento de varias regulaciones prudenciales por parte de las entidades financieras, así como información en línea sobre cuentacorrentistas inhabilitados, cheques rechazados y situación y monto de deuda de los deudores del sistema financiero.

El marco de estabilidad que trajo la convertibilidad, la existencia de una moneda de “largo plazo” que permitía otorgar préstamos a mediano y largo plazo a firmas y familias en la moneda local sin ajustar la tasa o el capital a través de alguna variable, el nuevo marco normativo en el que debían desenvolverse las entidades financieras y, particularmente, la política de difusión de información pública sobre la situación de las entidades financieras, sus deudores y sus cuentacorrentistas, impulsaron un importante crecimiento de los mercados de crédito al sector privado y de depósitos del sector privado, al tiempo que encaminó al mercado de información crediticia hacia un esquema de información simétrica respecto de si un deudor cumplió normalmente o no con sus obligaciones crediticias, caracterizado por la segmentación de tasas de interés activas en la cual los buenos deudores obtendrían mejores tasas que los malos deudores.

A comienzos del año 2000 un nuevo Gobierno conformado por una alianza opositora tuvo que lidiar con los crecientes problemas derivados de la caída del nivel de actividad -aumento del desempleo, pobreza e indigencia- así como el aumento del costo de la deuda pública que seguía en aumento. En abril de 2001 y luego de la renuncia de dos ministros anteriores, asume como Ministro de Economía el mismo ministro que había puesto en marcha el programa de convertibilidad que se enfoca en promover planes de competitividad y disminuir los requisitos mínimos de liquidez para abaratar el crédito, colisionando con el Presidente del BCRA que termina siendo removido de su cargo. Asimismo, toma algunas medidas tendientes a “alivianar” la situación de los deudores bancarios, dejando de hacer pública la información que reflejaba un deterioro creciente de su calidad crediticia, generando opacidad respecto de su verdadera

voluntad/capacidad de pago de sus obligaciones, con el consecuente impacto en el mercado de crédito, alejándolo del modelo de información simétrica con un esquema de segmentación de tasas de interés activas al que había convergido durante el programa de convertibilidad hacia un modelo de información asimétrica con barreras informativas, poder de mercado y una única tasa para ambos tipos de deudores igual a la que los bancos cobrarían a un mal deudor.

Una serie de eventos posteriores terminaron alineando negativamente las expectativas respecto del futuro del programa, consolidando un proceso de corrida de depósitos y aumento del riesgo país inmanejable que desembocó en la instalación del “corralito” que terminó con el gobierno y con el programa de convertibilidad.

Finalmente, en el “Capítulo III: La salida de la convertibilidad como un evento que muestra cómo la destrucción de información agrava y hace más persistente una crisis del crédito” expongo cómo la crisis financiera que se instala hacia fines del programa de convertibilidad, que se profundiza a partir de su abandono, destruyó el capital informativo que acumularon los bancos durante 10 años del programa ya sea por (i) la profunda recesión económica que impactó a firmas y familias lo que llevó al gobierno a promover mecanismos para facilitarles el pago de los préstamos bancarios por lo que los deudores, más allá de su tipo, dejaron de pagarlos porque no podían (por los efectos de la recesión, la restricción de riqueza y la falta de financiamiento) o pagaban porque les convenía (utilizando las facilidades disponibles), como por (ii) las medidas adoptadas vinculadas con la información sobre los deudores bancarios (blanqueo de cuentacorrentistas, mayor opacidad en la difusión de la calificación de deudores, mecanismos que facilitaban la cancelación de préstamos, entre otros).

El rezago que experimentó la recuperación del préstamo al sector privado luego de la crisis argentina del 2001-2002 respecto del resto de las variables económicas y sociales resultó evidente. Asimismo el comportamiento del mercado de crédito interbancario, fundamental para redistribuir liquidez durante períodos de escasez de fondos, también mostró señales de información asimétrica durante la crisis argentina 2001-2002. El aumento del monto de préstamos entre entidades relacionadas o con fluida relación comercial respecto del otorgado por entidades del corredor mayorista a los tomadores netos de fondos fuera de dicho corredor fue también más elevado persistente ya que

estas últimas requirieron más tiempo para volver a construir un nuevo stock de información crediticia.

Una comparación respecto de la recuperación del crédito privado a la salida de la crisis argentina del 2001-2002 respecto de la experimentada a la salida del plan Bonex, pone de manifiesto la diferencia entre una “crisis financiera” como fue la del 2001-2002 con profundo impacto en las variables económicas y sociales respecto de una “crisis monetaria”, más breve, como fue la que generó como respuesta la implementación del plan Bonex.

La destrucción del capital informativo lleva a que el mercado de crédito tardara mucho más que el resto de las variables en recuperarse ya que los bancos debieron volver a pasar por el proceso de acumular experiencia respecto de cuales de sus grandes deudores corporativos son, con certeza, malos y cuales, con certidumbre creciente con el tiempo, buenos. Esto genera un costo para toda sociedad limitando la capacidad de consumo y, especialmente, de inversión (las líneas de crédito postcrisis suelen ser de corto plazo).

Varios trabajos teóricos y empíricos analizan las ventajas de mecanismos de facilidades para los deudores en momentos de crisis a fin de preservar el sector productivo y terminan influenciando las políticas de gobierno.

Futuras investigaciones podrían profundizar el cálculo del valor presente de un buen o mal deudor en un modelo microeconómico en el que el juego que modelé en el Capítulo I fuera continuo. Este nuevo modelo microeconómico podría incorporarse en un modelo macroeconómico a fin de analizar si se produce un equilibrio general que verifique, o no, los comportamientos del mercado de crédito ante una crisis financiera que mencioné en el Capítulo III. Asimismo, cabría incorporar a futuro, en los trabajos teóricos y empíricos vinculados con los costos para la sociedad de una crisis financiera, el impacto que la implementación de mecanismos de facilidades (“bail out”) y de relajamiento de la información sobre la calidad crediticia de los deudores tienen en la destrucción del capital informativo de los bancos, dilatando el tiempo que el mercado de crédito tarda en reestablecerse, con el consecuente impacto en el bienestar general.

6. Referencias

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *JSTOR*.
- Arnaudo, J. & Querol, L. & Pérez G. (2003). CRISIS DEL TEQUILA Sus efectos sobre el sistema financiero argentino y sus normas prudenciales. P. 9. C.E.M.A..
- Balzarotti, V. & Anastasi A. (2013) ¿La competencia por deudores recién incorporados perjudica el acceso al crédito? Análisis en un contexto de alto riesgo y baja bancarización. Ensayos Económicos N° 69. *B.C.R.A.*
- Bernanke, B. S. (1983). Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *JSTOR*.
- Bernanke, B. S. (1983). The Determinants of Investment: Another Look. *JSTOR*.
- Boyd, J. H., & Prescott, E. C. (1895). Financial Intermediary-Coalitions. *JSTOR*.
- Cavallo, D. F. (2002, 25 de abril). La lucha por evitar el Default y la Devaluación. *La Nación*.
- Cooper, R., & Ross T. W. (1991). Bank Runs: Liquidity and Incentives. *NBER*.
- Diamond, D. W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Oxford Journals*.
- Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review Vol. 24, No. 1*.
- Escudé, G. & Gabrielli, M. F. & Cohen Sabban, V. (2001). Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral de Argentina en los últimos 10 años. Nota Técnica N°11. *B.C.R.A.*

- Gompers, P. (2023). Silicon Valley Bank's Focus on Startups Was a Double-Edged Sword. *Harvard Business Review*
- Jaffe, D. M., & Russell, T. (1976). Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing. *JSTOR*.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2008). Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Paper Research Department*.
- Pagano, M., & Jappelli, T. (1993). Information Sharing in Credit Markets. *The Journal of Finance*.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *JSTOR*.
- Pou, P. (2000). La reforma estructural argentina en la década de 1990. *Finanzas & Desarrollo*, p. 13. *F.M.I.*
- Rodríguez, C. & Streb, J. M. & Bolzico, J. & Druck, P. & Henke, A. & Rutman, J. & Sosa Escudero, W. (2002). Credit constraints in Argentina - Preliminary version. I.A.D.B., U.C.E.M.A., B.C.R.A. *JEL*
- Sharpe, A. S. (1990). Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships. *JSTOR*.
- Stigler, G. J. (1961). The Economics of Information. *JSTOR*.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *JSTOR*.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1987). Macro-Economic Equilibrium and Credit Rationing. *NBER*.
- Streb, J. M. (2007). Job Market Signals and Signs. *CEMA Working Papers: Serie Documentos de Trabajo. 326, Universidad del CEMA*.

Streb, J. M. & Bolzico, J. & Druck, P. & Henke, A. & Rutman, J. & Sosa Escudero, W. (2002). Bank relationships: effect on the availability and marginal costs of credit for firms in Argentina. *JEL*

Williamson, S. D. (1986). Costly Monitoring, Loan Contracts, and Equilibrium Credit Rationing. *JSTOR*.

Boletín Monetario y Financiero. Edición Anual – 2002. *B.C.R.A.*

Boletín Monetario y Financiero. Cuarto Trimestre– 2001. *B.C.R.A.*

Indice del Tipo de Cambio Real Multilateral (2004). *B.C.R.A.*

Informe del Presidente del BCRA al Congreso año 1994. *B.C.R.A.*

Informe del Presidente del BCRA al Congreso año 1995. *B.C.R.A.*

Informe del Presidente del BCRA al Congreso año 1996. *B.C.R.A.*

Informe del Presidente del BCRA al Congreso del período septiembre de 1997 a septiembre de 1998. *B.C.R.A.*

Informe del Presidente del BCRA al Congreso del año 2001. *B.C.R.A.*

Informe del Presidente del BCRA al Congreso del año 2002. *B.C.R.A.*

Programa Monetario 2002 y Coyuntura. Presentación ante Asociaciones Bancarias (9 de agosto de 2002). *B.C.R.A.*

The Committee for the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel (2022).

Financial Intermediation and the Economy. Scientific Background on the Sveriges

Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2022

The Prize in Economic Sciences 2022. Press Release

The Prize in Economic Sciences 2022. The laureates explained the central role of banks in financial crises.

7. Bibliografía

- Birchler, U. W. (2000). Are banks excessively monitored?. *Swiss National Bank*.
- Boyd, J. H. & Edward P. (1985). Financial Intermediary Coalitions. *Federal Reserve Bank of Minneapolis*.
- Calomiris, C. W. (1999). Building an incentive-compatible safety net. *Journal of Banking & Finance* 23 (1999) 1499-1519.
- Calomiris, C. W. (2011). Monetary Policy and the Behavior of Banks: Lessons from the 1930s for the 2010s. *Shadow Open Market Committee*.
- Calomiris, C. W. (2011). Monetary Policy and the Behavior of Banks: Lessons from the 1930s for the 2010s. Shadow Open Market Committee. Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina, 1992–99. N.B.E.R.
- Calomiris, C. W. & Hubbard G. (1998). Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing. *N.B.E.R.*
- Calomiris, C. W. & Mason J. R. (2002). Fundamentals, Panics, and Bank Distress During the Depression. *American Economic Review*, vol. 93(5), pages 1615-1647.
- Calomiris, C. W. & Mason J. R. (2004). Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage. *Journal of Financial Services Research* 26:1 5-27.
- Calomiris, C. W. & Mason J. R. (2011). Contagion and Bank Failures during the Great Depression: The June 1932 Banking Panic. *N.B.E.R.*
- Carlos Rodríguez (2000). Argentina en Transición. La recesión 1998.2000. (citar-referencia).
- Fernandez, R. B. (1986), Los Costos de Intermediación Financiera en el Sistema Bancario Argentino. *Revista Libertas. E.S.E.A.D.E.*
- Freixas, X. & Rochet, J. C. (2008). *Microeconomics of Banking* (2nd Edition)

- Galindo, A. & Schiantarelli, F. (2002) Credit Constraints in Latin America: An Overview of the Micro Evidence. *I.A.D.B. – Boston College and IZA*.
- Gertler, M. (1988). Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview. *JSTOR*.
- Gibbons, R. (1997). An Introduction to Applicable Game Theory.
- Greene, W. H. (1992). A Statistical Model for Credit Scoring. *Department of Economics, Stern School of Business, New York University*.
- Greenwald, B. & Stiglitz, J. E. & Weis, A. (1984) Informational Imperfections on the Capital Market and Macro-Economic Fluctuations. *N.B.E.R*
- Hendershott, P. H. & Villani, K. (2012). What Made the Financial Crisis Systemic? Policy Analysis N° 693. *CATO Institute*.
- Mishkin, F. S. (2011), The Economics of Money, Banking, and Financial Markets (11th Edition)
- Powell A. (2007). Spreads and Ratings (a postscript)
- Powell, A. & Martinez, J. F. (2008). On Emerging Economy Spreads and Ratings. *I.A.D.B. – Oxford University*.
- Saunders, A. & Alex L. (2010). Credit Risk. Measurement In and Out of the Financial Crisis (3rd Edition)
- Saunders, A. & Cornett M. M. & Erhemjants O. (2022). Financial Markets and Institutions (8th Edition)
- Schargrodsky, E., & Sturzenegger, F. (1998). Regulation, Concentration and Competition in Financial Intermediation. *Seminario de la Escuela de Economía Empresarial / C I F, Universidad Torcuato Di Tella*.
- Végh, C. (1992). Stopping High Inflation. *IMF Staff Papers*.

Zhang, M & Abrahams, C. R. (2009). A Comprehensive Credit Assessment Framework.

Overview and implications for the subprime crisis. *SAS Institute*.