

El sistema financiero durante el “corralito” y el “corralón” Una larga y costosa transición

Jorge Schvarzer
Hernán Finkelstein
Abril de 2003

A comienzos del año 2001, el sistema financiero argentino operaba como si la situación fuera “normal” con depósitos crecientes y operaciones en dólares, bajo el sistema del “uno a uno”. Más aún, en febrero de ese mismo año se había alcanzado un *récord* en el total de depósitos, cuyos montos sumaban 90.000 millones de pesos, parte en esa moneda y parte en dólares, aunque la suma era muy simple debido a la equivalencia cambiaria. A partir de ese momento de máximo, comenzó a registrarse una salida de fondos del sistema que, pese a su magnitud, no puede definirse como una “corrida” puesto que no se notó nerviosismo en los agentes económicos ni la clásica presencia masiva de público frente a las ventanillas de los bancos como ocurrió en otras oportunidades. Pero el efecto real sobre el sistema resultó muy intenso puesto que entre fines de febrero y fines de noviembre de ese año salieron algo más de 20.000 millones de pesos-dólares, una suma que representaba el 22,5% de los fondos depositados al comienzo de ese período. Esta fuga de recursos superó en términos absolutos y relativos a la observada durante el tequila. Este fenómeno llevó a un total de depósitos de cerca de 70.000 millones en el momento en que se comenzaron a tomar las medidas que modificaron de raíz al sistema financiero y el régimen de la convertibilidad.

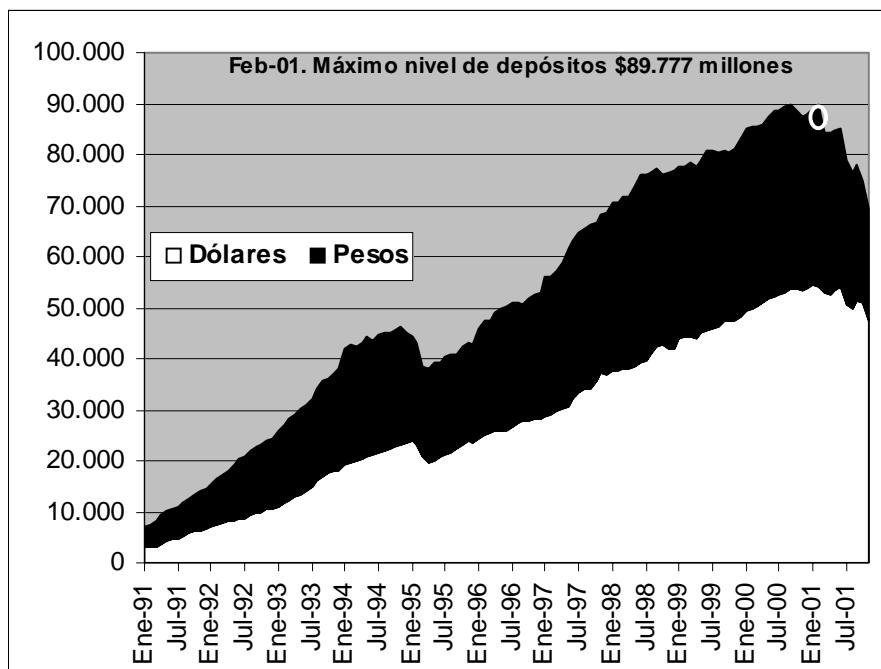
El Gráfico 1 presenta esa evolución durante toda la década del noventa, donde se aprecia en perspectiva la caída del tequila, la recuperación posterior, la creciente preferencia por los depósitos denominados en dólares y la caída final. Un fenómeno curioso en esos últimos nueve meses previos a la crisis consiste en que cayeron más los depósitos en pesos que los que estaban en dólares, tanto en magnitud como en proporción relativa. En efecto, los depósitos en pesos cayeron 13.508 millones, que representaban una merma del 37,9% de sus montos originales, mientras que las colocaciones en dólares se redujeron 6.675 millones, monto que sólo era 12,3% del total registrado en febrero.



La explicación de porqué las salidas en pesos resultaron mayores que las denominadas en dólares, cuando lo que se esperaba era una devaluación, escapan a éste trabajo, aunque esa respuesta sería decisiva para comprender el fin del régimen de la convertibilidad.

En definitiva, el 30 de noviembre de 2001 fue el último día de vigencia normal del sistema, porque el decreto 1570 prohibió el retiro de fondos en efectivo, con excepciones bien conocidas, mientras se cerraba el mercado cambiario. Es decir que el 3 de diciembre la convertibilidad había muerto aunque las decisiones definitivas al respecto se fueron tomando a través de diversas medidas a lo largo de los meses siguientes. El dólar seguía a un valor supuesto de un peso pero no se podía comprar de modo que solo bastaba esperar el momento de apertura del mercado para saber cuánto se había devaluado el peso. Por otro lado, los tenedores de depósitos solo podían extraer 250 pesos, o dólares, por semana, de modo que hubo escasez de ambas monedas durante una primera etapa de la difícil transición, caracterizada por el caos económico, la caída de la producción y de los intercambios y las sucesivas y profundas crisis políticas.

Gráfico 1. Evolución de los depósitos en pesos y en dólares. Saldos a fin de período en millones de pesos y dólares desde enero de 1991 y hasta noviembre de 2001.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

Ese día previo al “corralito”, y que se toma como base de los análisis que siguen, el sistema contaba con 22.118 millones depositados en pesos y 47.476 millones en dólares, tanto en cuentas corrientes, como de ahorro, depósitos a plazo fijo y otros. Estas cifras implican que casi el 70% de las colocaciones estaba registrado en ese momento en divisas, una cifra superior a la observada en febrero (cuando superaba apenas al 60%) y, de hecho, la mayor proporción de esta variable durante todo el período de la convertibilidad. No resulta extraño, en consecuencia, que la problemática de los depósitos en dólares

marcase el tema central de las protestas, y las decisiones, conocidas a lo largo de 2002.

Las primeras pujas por salir

A partir del 3 de diciembre de 2001, la conmoción de los ahorristas se reflejó en la puja por extraer sus recursos de los bancos, tanto en pesos como en dólares, tratando de superar las restricciones decididas por el gobierno. En los críticos días que transitaron entre el 30 de noviembre y el 10 de enero (con sucesivos feriados bancarios), cuando se decidió la pesificación, salieron de los bancos 655 millones de dólares, una cifra menor respecto al total depositado, pero significativa en función de las reservas reales del país; también salieron 1.583 millones de pesos originados en demandas de circulante y especulativas. Al mismo tiempo, se notó un profundo cambio en la composición de los depósitos; a medida que los depósitos a plazo fijo vencían los ahorristas pasaban sus colocaciones a cuentas más líquidas para preparar el retiro de fondos. En consecuencia, en ese mismo período, los plazos fijos en dólares cayeron 17.400 millones (46,5% del total previo) mientras que las cuentas corrientes y cuentas a la vista, así como los depósitos en cajas de ahorro en dólares treparon 13.250 millones (multiplicando por 2,8 los valores previos)¹. Esta súbita preferencia por la liquidez no tuvo todos los resultados esperados por los ahorristas; la reacción oficial posterior consistió en decidir que los depósitos en cajas de ahorro en dólares tuvieran el mismo tratamiento que aquellos que estaban en plazo fijo, de modo que colocarlos en la puerta de salida no fue suficiente para sacar la mayor parte de los dólares registrados en el sistema.

El 6 de enero de 2002 se sancionó la ley 25.561, de emergencia pública y reforma del régimen cambiario que, entre otras medidas, facultó al Poder Ejecutivo para establecer el sistema que iba a determinar la relación de cambio entre el peso y el dólar. Tres días más tarde, el presidente Duhalde, mediante el decreto 71, estableció un tipo de cambio fijo de \$ 1,40 por dólar que todavía no definía la situación del sistema financiero, aunque impactó claramente sobre todos los agentes frente a la certidumbre de la devaluación.

Las reglas del juego no quedaron definidas en ese momento; más bien, ellas fueron modificadas de manera continua, generando niveles de incertidumbre sin precedente. El primer cronograma de vencimientos reprogramados de los depósitos, por ejemplo, fue aprobado por el ministerio de Economía mediante la resolución 6, del 9 de enero. Esa resolución fue modificada, y/o complementada, al menos por once normas posteriores, de modo que el mero hecho de comentarlas haría interminable el análisis del proceso.

Algunas de esas medidas deben destacarse. La resolución 6 permitió, todavía, que los ahorristas trajeran hasta 500 dólares por mes, permiso que fue utilizado al máximo por estos, frente a los miedos creados por la devaluación. También se les dio a los titulares de cuentas en dólares la posibilidad de convertirlas a pesos, a la tasa de \$ 1,40 por dólar; curiosamente, como si se tratara de un privilegio, esa opción sólo se permitió en montos de hasta 10.000 dólares en el caso de las cuentas corrientes y hasta 3.000 en el caso de las

¹ La diferencia entre las dos cuentas (4.150 millones de dólares) en parte salió en billetes (650) y el resto fue a otros depósitos en dólares (3.500).

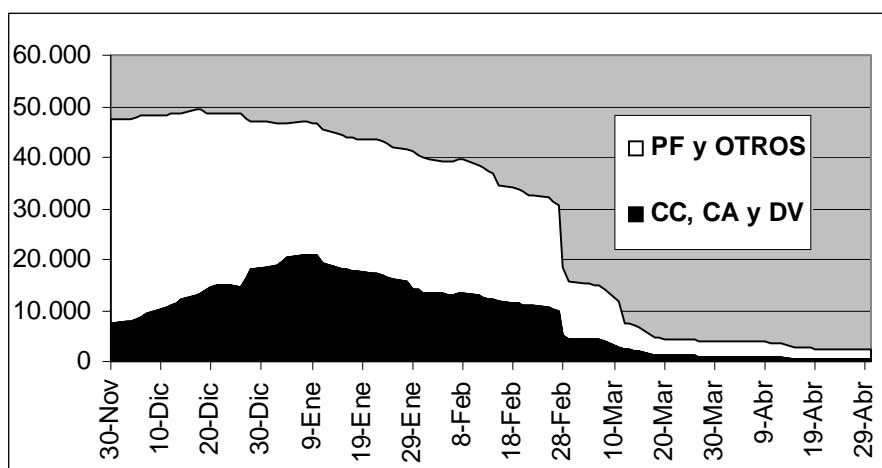
cajas de ahorro. No se sabe bien cuántos y cómo tomaron esa opción, mientras se esperaba las decisiones finales sobre el futuro del sistema.

Casi un mes después se adoptó una medida de gran importancia. El decreto 214, del 3 de febrero de 2002, determinó que todos los depósitos en dólares restantes en el sistema financiero fueran convertidos en pesos a la tasa de \$ 1,40. Ese mismo decreto dispuso que todas las deudas en dólares con el sistema financiero fueran también convertidas en pesos, pero al cambio de uno a uno. Esa diferencia en los criterios de conversión de depósitos y créditos generó lo que se conoció como pesificación asimétrica. Los bancos se encontraron con una diferencia patrimonial originada en el descalce creado por esas medidas que diferenciaban depósitos y créditos y, casi naturalmente, reclamaron que fuera compensada con aportes públicos.

En lo que respecta a los depósitos, que es el tema que interesa en este análisis, el decreto llevó a que los 40.000 millones de dólares que todavía figuraban como depositados en el sistema financiero en esa denominación, se convirtieran en 56.000 millones de pesos. Es de notar que cerca de 7.000 millones de dólares habían “desaparecido” de las cuentas en ese ínterin, ya sea porque fueron extraídos en billetes o bien porque sus titulares aceptaron convertirlos en pesos. La carencia de información precisa sobre el destino real de una magnitud de depósitos como esa arroja dudas sobre la capacidad de regulación y control de la autoridad monetaria en ese período caótico.

La conversión de los depósitos en dólares fue gradual, como se observa en el Gráfico 2; las mayores caídas registradas ocurrieron a fines de febrero y en la segunda semana de marzo, de modo que a mediados de ese mes ya quedaban imposiciones por menos de 10.000 millones de dólares, que todavía se redujeron a valores mínimos hacia fines de abril.

Gráfico 2. Evolución de los depósitos en dólares. En millones de dólares desde el 30 de noviembre de 2001 hasta el 30 de abril de 2002.



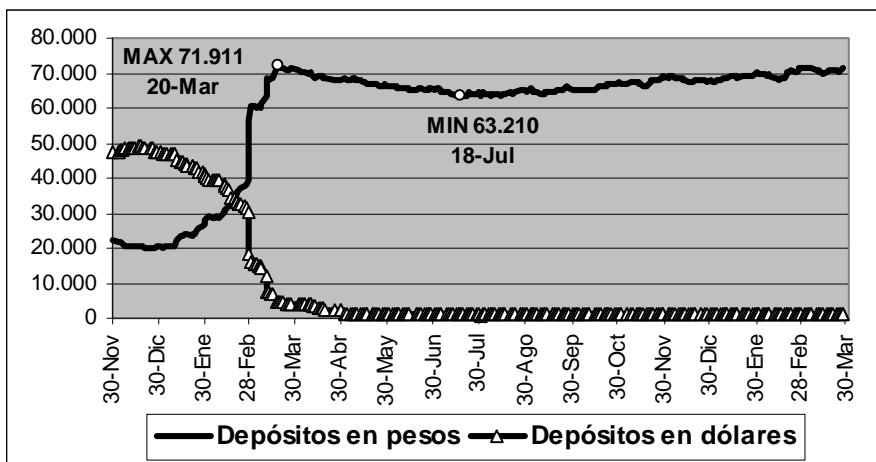
Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

Nota: PF (plazo fijo), CC (cuenta corriente), CA (caja de ahorro), DV (depósitos a la vista)

La conversión de los depósitos en dólares fue aumentando, simétricamente, los registros de imposiciones en pesos. Como se observa en el Gráfico 3, estos treparon continuamente, pese a los retiros simultáneos de efectivo, hasta llegar a 71.911 millones de pesos hacia el 20 de marzo de 2002; en esa fecha quedaban 4.393 millones registrados en dólares que, de una manera u otra,

fueron desapareciendo de las cuentas bancarias hasta reducirse a solamente unos mil millones de dólares a mediados de mayo.

Gráfico 3. Evolución de los depósitos en pesos y en dólares. En millones de pesos y dólares desde el 30-11-2001 hasta el 28-03-2003.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

Durante el segundo trimestre de 2002, los depósitos en pesos evolucionaron a la baja hasta llegar a un mínimo el 18 de julio, con poco más de 63.000 millones en total. Por diferencia, se deduciría que 8.700 millones de pesos salieron del sistema para alimentar la circulación o la compra de dólares. En forma paralela, durante esos cuatro meses los depósitos en dólares mermaron 3.415 millones (equivalentes a 4.781 millones de pesos al tipo de cambio de \$1,4 por dólar), alimentando a las operaciones en pesos. Si se tiene en cuenta ambos efectos resulta que entre el 20 de marzo y el 18 de julio del año pasado habrían salido cerca de 13.500 millones de pesos. A partir de entonces se observa una recuperación de niveles que permitió que los depósitos volvieran, en términos nominales, a los valores de marzo hacia fines del año 2002.

El “corralito” y el “corralón”

Las cuentas corrientes y las cajas de ahorro en pesos, más los primeros \$7.000 de los plazos fijos en pesos y en dólares y las cajas de ahorro en dólares, junto con los depósitos en cuenta corriente en dólares de las personas jurídicas y los primeros \$14.000 de las personas físicas, formaron lo que se conoció como el “corralito”. Esas cuentas estuvieron sometidas a diversas restricciones desde el 3 de diciembre, que se modificaron con la resolución 6, del 09-01-2002, y por sucesivas medidas posteriores; lentamente sus movimientos fueron liberados (para las colocaciones en pesos, puesto que las que estaban en dólares fueron convertidas, como se recordó previamente).

El “corralón”, en cambio, se refiere al resto de los depósitos, que estaban básicamente en plazos fijos y en depósitos en cuentas corrientes y cajas de ahorro en dólares, y que las autoridades congelaron, antes de decidir sucesivas reprogramaciones de devolución, frente a la imposibilidad de atender las demandas por extraer esos montos por parte de los ahorristas.

Cuadro 1. El origen de los fondos del “corralito” y el “corralón”. Montos en millones de pesos de acuerdo a los depósitos registrados al 10-01-2002.

			CORRALITO	CORRALÓN
Imposiciones en pesos ²	Cuentas corrientes y cajas de ahorro ²	Retiros semanales de \$300. Los retiros no efectuados durante una semana se acumularán para poder ser retirados en las semanas posteriores.	13.796,0	
	Plazos fijos ³	<p>Reprogramación:</p> <ul style="list-style-type: none"> • \$400 - \$10.000: 4 cuotas mensuales desde marzo de 2002; • \$10.000 - \$30.000: 12 cuotas mensuales desde agosto de 2002; • Más de \$30.000: 24 cuotas mensuales desde diciembre de 2002. <p>Los titulares podrán optar por transferir a cuentas corrientes o cajas de ahorro hasta \$7.000 del total reprogramado.</p>		3.370,9
Imposiciones en dólares ⁴	Cuentas corrientes	<p>Personas jurídicas: los saldos reconvertidos podrán ser transferidos a una cuenta corriente en pesos.</p> <p>Personas físicas: los saldos hasta \$14.000 podrán ser transferidos a una cuenta corriente en pesos.</p> <p>Personas físicas: por valores superiores a \$14.000 serán reprogramados como una imposición a plazo fijo.</p>	5.332,1	
	Cajas de ahorro	<p>El titular podrá optar por transferir hasta \$7.000 a cualquier cuenta en la misma entidad financiera.</p> <p>Los saldos serán reprogramados asimilando su tratamiento a un plazo fijo del mismo importe.</p>	4.297,2	
	Plazos fijos	<p>Reprogramación:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Hasta \$1.200 - \$7.000: 12 cuotas desde enero de 2003; • \$7.000 - \$14.000: 12 cuotas desde marzo de 2003; • \$14.000 - \$42.000: 18 cuotas desde junio de 2003; • Más de \$42.000: 24 cuotas desde septiembre de 2003. <p>Los titulares podrán optar por transferir a cuentas corrientes o cajas de ahorro hasta \$7.000 del total reprogramado.</p>		27.039,8
	CORRALÓN CORRALITO OTROS TOTAL	28,6% 57,4% 14,0% 100,0%	24.591,6 12.113,6 86.084,4	49.379,2

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA e información de la Superintendencia de Entidades Financieras. Nota: Todos los valores están en pesos nominales de enero de 2002.

² No salariales ni previsionales.

³ Se excluyen las imposiciones a plazos fijos cuyos titulares sean los fondos administrados por las AFJP.

⁴ Las imposiciones en moneda extranjera se convierten a pesos a razón de \$1,4 por cada dólar.

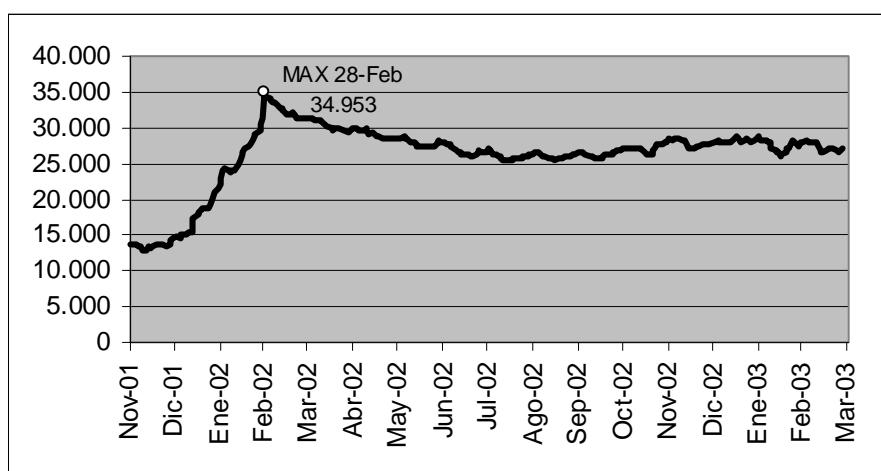
El Cuadro 1 presenta una estimación de los fondos que entraron en una y otra de aquellas restricciones y que será tratada con detalle en los párrafos que siguen.

Las cuentas en pesos sumaban 20.535 millones, de los cuales la mayor parte (13.967,1) quedó dentro del “corralito”; hubo 3.371 millones que pasaron al “corralón” y el resto quedó en situaciones difusas que se acumulan en el rubro “otros”, al final del Cuadro. Las cuentas en dólares eran 46.821 millones que, al tipo de conversión de \$ 1,40, arrojarían 65.549,4 millones de pesos; de ellas, la mayor parte, unos 46.000 millones pasaron al “corralón” y 10.624,5 millones fueron al “corralito” (más un resto de \$8.900 millones que pasó a “otros” en esta estimación). Este cálculo es nominal y aproximado porque, como se vio, los depósitos en dólares no se convirtieron instantáneamente en pesos, y hubo algunas salidas adicionales en efectivo en enero, pero permite dimensionar la envergadura de cada una de las restricciones y seguir la evolución general del sistema.

Evolución del “corralito”

El Gráfico 4 exhibe la evolución de los fondos depositados en el “corralito”. Su monto no presenta grandes variaciones desde el punto de máxima del 28-02-2002, cuando llegó a casi 35.000 millones de pesos, como consecuencia de la conversión de los fondos en dólares y el traspaso de fondos del “corralón” al “corralito” como se verá más adelante. En los meses siguientes, registra una suave caída hasta ubicarse en poco más de 25.000 millones en agosto de ese año; a partir de entonces vuelve a recuperarse, como si hubiera llegado a su piso, hasta acercarse de nuevo a los 30.000 millones en enero de 2003. Los bruscos movimientos de febrero del año pasado tienen que ver con otros fenómenos que serán analizados más abajo.

Gráfico 4. Fondos depositados en el “corralito” y posterior evolución de las cuentas transaccionales. En millones de pesos.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

Los fondos depositados en el “corralito” son de orden transaccional; ellos sirven para efectuar pagos y operaciones bancarias, aunque en ciertos momentos estuvieron sometidos a regulaciones especiales. En consecuencia, puede estimarse que ellos tendieron a estabilizarse en el nivel adecuado para las demandas de una economía mercantil y ajustándose al nivel de la actividad

local. Esta hipótesis se vio verificada a partir del 22-11-2002, cuando el ministro de Economía eliminó las últimas restricciones a la extracción de depósitos en esas cuentas; esa medida entró en vigencia el 2-12-2002 sin ocasionar ningún tipo de sobresaltos en el sistema, lo que supone que ya no había demandas reprimidas entre esos ahorristas. En otras palabras, los fondos transaccionales alcanzaron cierto nivel adecuado a la demanda y operan de manera normal, luego de poco más de un año de restricciones.

Evolución del “corralón”

Los casi 50.000 millones encerrados en el “corralón” plantearon problemas mucho más delicados, tanto por los reclamos de extracción como por las masivas demandas en el sentido de que la parte originalmente en dólares volviera a ser convertida en esa moneda. Por eso, se observaron acciones judiciales y demandas en ese sentido, mientras que las autoridades ofrecían diferentes opciones que se fueron sucediendo a lo largo del año para compensar a los ahorristas.

No resulta fácil cuantificar las magnitudes que alcanzaron las distintas soluciones que surgieron debido a la falta de información al respecto. De todos modos, el *Cuadro 2* ofrece una estimación preliminar y razonable de esos movimientos, indicando la importancia de las diferentes salidas ocurridas, que se tratan en detalle más adelante. Allí se ve que los amparos judiciales representaron, por sí solos, el 11% de los montos del “corralón”, magnitud que da una idea de la fuerte presencia del poder judicial en las soluciones encontradas. Otra parte salió gracias a la posibilidad de pagar obligaciones con el Estado y cancelaciones de créditos, que representó nada menos que 28,4% de ese total. Las normas que permitieron adquirir inmuebles y vehículos con esos certificados sumaron otro 11,8%. Adicionalmente, el canje por Boden (títulos públicos emitidos a distintos plazos) sumó un 16% más. Los CEDROS (o certificados de pago reprogramados) cuyo destino se decidió en recientes días, cubrieron el 32,9% final. El Cuadro incorpora un renglón para los Boden 2013 pese a que todavía no se dispone de información oficial sobre los resultados del *Canje II*, como una forma de completar la información (aunque se sabe que el monto de esa serie será reducido del total registrado como cedros).

Conviene destacar que, por razones de homogeneidad en la presentación, se indican todos los valores en pesos de enero de 2002, con los dólares convertidos a esa moneda al cambio de \$ 1,40. En consecuencia, no se contemplan los efectos definitivos de los pagos reales efectuados a los ahorristas. Los 5.438 millones de pesos que figuran en el rubro amparos, por ejemplo, equivalen a desembolsos reales por 12.475 millones de pesos, si se toman los dólares devueltos a su valor de mercado en el momento de la entrega. Lo mismo ocurre con los Boden 2012, que en el Cuadro figuran a un valor de 6.152 millones de pesos aunque ellos están emitidos por un monto cercano a los 4.400 millones de dólares que deberá pagar el Estado hasta su vencimiento.

Se verá ahora cada uno de estos rubros en particular para analizar su impacto.

Cuadro 2. Grado de acatamiento de cada alternativas al “corralón”. En millones de pesos según los saldos acumulados al 10 de enero de 2002.

ALTERNATIVA	MONTO \$	%
AMPAROS	5.438	11,0%
Pago de remuneraciones del personal, obligaciones con el Estado y CANCELACIÓN DE CRÉDITOS	14.025	28,4%
COMPRA DE INMUEBLES Y VEHÍCULOS 0KM	5.805	11,8%
CANJE I: BODEN 2005, BODEN 2007, BODEN 2012.	7.878 1.239 486 6.152	16,0% 2,5% 1,0% 12,5%
CEDROS	16.233	32,9%
CANJE II: BODEN 2013	-	0,0%
TOTAL	49.379	100,0%

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA, Información sobre deuda pública publicada por el Ministerio de Economía, Emisión de CEDROS publicada por la Caja de Valores, cantidad de escrituras según Registro de la Propiedad Inmueble de la CBA, patentes de autos nuevos según Cámara del Comercio Automotor e información sobre amparos publicada por el BCRA.

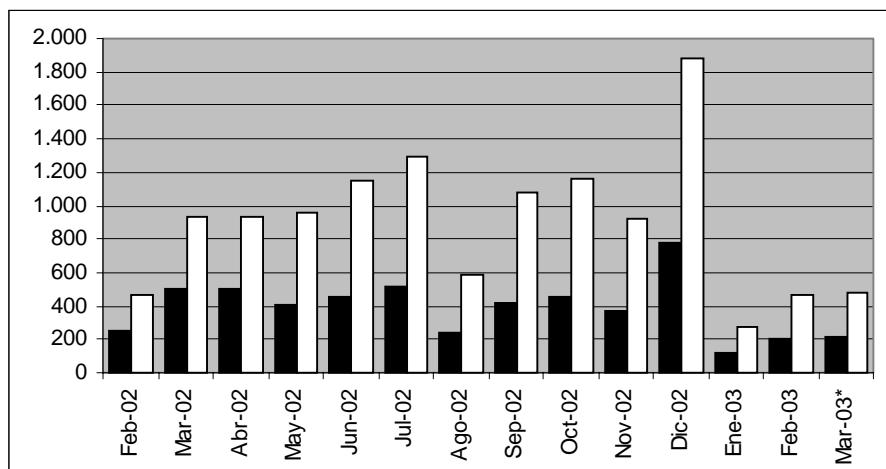
Nota: Los pesos son nominales y \$1,4 equivalen a un dólar, sin incluir el ajuste por el CER.

Los amparos

La información disponible sobre los amparos inicia los datos para abril de 2002 (fecha en la que acumula las salidas previas), es mensual para los dos meses siguientes y semanal desde entonces. Para construir una serie homogénea se supuso, sobre la base de ciertas opiniones más o menos autorizadas, que las salidas acumuladas en abril se distribuyeron de la siguiente forma: 20% en febrero, 40% en marzo y lo mismo en abril. El Gráfico 5 permite observar los resultados finales, tanto en valores de origen (pesos de enero de 2002) como en valores reales salidos del sistema. Como se aprecia, los montos salidos desde marzo a noviembre oscilan alrededor de los mil millones de pesos reales, con una compensación entre los máximos de junio y julio y los mínimos de agosto. En diciembre se registra un salto muy fuerte que corresponde a un problema estadístico puesto que en esa fecha se contabilizaron salidas originadas en una de las entidades que, al parecer, había omitido entregar esa información en los meses anteriores.

Esa relativa constancia de los montos salidos ocurrió a pesar de diversas medidas tomadas a lo largo del año para reducir el fenómeno. A fines de abril, se dio sanción definitiva a la ley “tapón” que limitó el retiro de depósitos de los bancos hasta que los recursos de amparo presentados por los ahorristas obtuvieran una sentencia firme de la Cámara Federal de Apelaciones. El efecto de esa norma, sin embargo, no se aprecia en la serie.

Gráfico 5. Evolución de los amparos. En millones de pesos.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por el BCRA.

Nota: *La información correspondiente a marzo de 2003 fue estimada a partir de la disponible hasta el 21 de marzo.

En cambio, en enero de 2003 hubo una fuerte caída de los montos salidos por esta causa, que se explica por tratarse de un mes de feria judicial. Los valores de los amparos registrado en febrero y marzo, que son los más bajos de todo el período (con excepción de enero) no tienen una explicación clara. De todos modos, hay numerosos recursos adicionales de amparo tramitados en la justicia, que seguirán presionando al sistema hasta que se encuentren las soluciones definitivas.

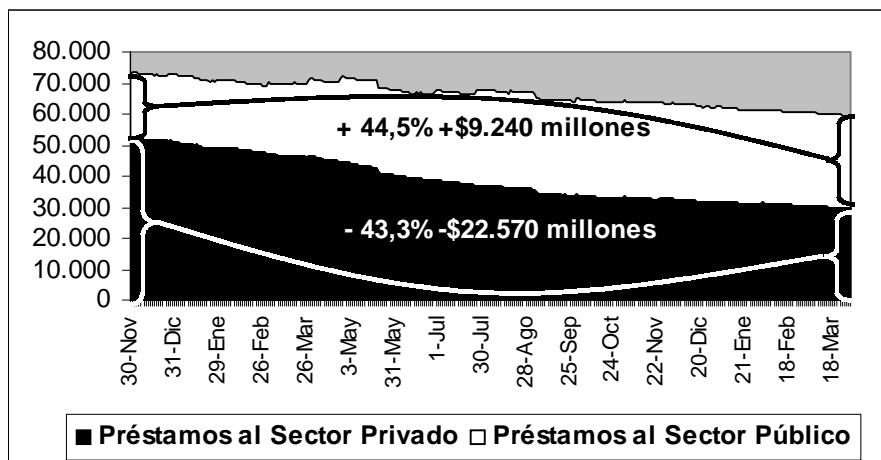
La cancelación de préstamos

Las regulaciones que dieron orígenes al “corralón” permitieron, como alternativa, cancelar deudas bancarias con fondos de depósitos reprogramados (aunque esas operaciones fueron limitadas a compensaciones efectuadas al interior de cada banco). Esa opción fue tomada por algunos titulares de depósitos pero, sobre todo, fue objeto de transacciones financieras; en efecto, como eran pocos los que tenían depósitos y créditos en el mismo banco, surgió un mercado de compraventa de esos certificados, que eran adquiridos por quienes tenían créditos para cancelar y vendidos por quienes buscaban, así, obtener dinero en efectivo, aunque fuera con una pérdida nominal.

No se sabe cuántos recursos depositados en el sistema se volcaron a la cancelación de préstamos, aunque hemos estimado su monto en algo más de 14.000 millones de pesos (que incluyen algunas otras operaciones menores). Ese cálculo preliminar puede compararse con el monto real de reducción de créditos del sistema que incluye, naturalmente, los montos pagados en concepto de cancelación efectiva en ese período (por quienes dispusieron de recursos para hacerlo). Las series estadísticas del Banco Central arrojan una caída absoluta de préstamos al sector privado de 22.570 millones de pesos desde la instauración del “corralito” hasta el 28-03-2003. Esta comparación señala, en términos muy generales, que los bancos “compensaron” unos 14.000 millones de préstamos con otros tantos de depósitos mientras percibieron 8.500 millones de pesos, en concepto de cancelación de créditos, de sus acreedores privados. Conviene destacar que el total de préstamos al sector privado otorgados por el sistema se redujo 43,3%, hasta llegar a un mínimo absoluto y relativo inédito en la historia (ver Gráfico 6). Esos montos

representaban 20% del PBI a fines de 2001 pero sólo 7% a comienzos de 2003.

Gráfico 6. Evolución de los préstamos del sistema financiero. En millones de pesos desde el 30 de noviembre de 2001 hasta el 28 de marzo de 2003.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

La experiencia de un sistema financiero que, en lugar de prestar, absorbe recursos del sector productivo, es un tema que deberá tratarse con profundidad en otro análisis. Lo que interesa aquí es que probablemente cerca de los dos tercios de esas cancelaciones se concretaron mediante compensaciones con depósitos negociados en el mercado (que ofrecieron ventajas a vendedores, intermediarios y compradores mientras liberaban a los bancos de parte de sus pasivos).

Para cerrar este aspecto del análisis, el Gráfico 6 presenta también la evolución de los préstamos al sector público que aumentaron 9.243 millones de pesos (ó 44,5% en términos relativos), de modo que los activos totales de los bancos no cayeron tanto como surge de las relaciones tenidas con el sector privado.

Compras de inmuebles y vehículos cero kilómetros

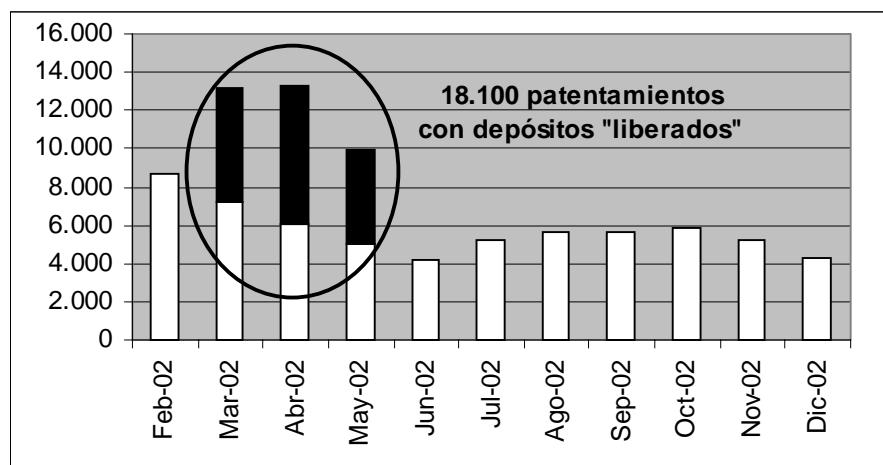
Ya en febrero de 2002, como respuesta a las demandas de ahorristas y operadores del sector privado, la comunicación A3481, del BCRA, estableció que se podrían utilizar los certificados de depósitos para comprar bienes muebles (automóviles) e inmuebles. Esa opción debía tomarse dentro de plazos fijados por anticipado (hasta el 15-04-02) pero no tenía cupos ni máximos en dinero aunque incidía en el retiro de depósitos en momentos de restricción. La disposición tenía dos objetivos complementarios. Por un lado, permitía reactivar, aunque fuera parcialmente, los mercados inmobiliarios y del automotor, que estaban paralizados a partir del congelamiento de depósitos del 03-12-01 y de las expectativas de devaluación. Por otro lado, tendía a reducir las tensiones sentidas entre los ahorristas al permitir que al menos algunos de ellos pudieran salir, por esa vía, del "corralón". El vendedor del bien, que recibía esos certificados, tenía la opción teórica de esperar su vencimiento, de acuerdo a la reprogramación (aunque difícilmente haya sido tomada), o acreditar ese importe en cuentas a la vista, lo que implicaba pasar del "corralón" al "corralito". Esa fue una de las causas que impulsaron al alza los depósitos en éste último hacia fines de febrero, como muestra el Gráfico 4.

Conviene señalar que la intención de reactivar a la industria automotriz, mediante estas facilidades de compra de vehículos nuevos, podía explicarse frente a los problemas que se sentían en esa rama, prácticamente paralizada, y cuyas reacciones agravaban los problemas del desempleo. En cambio, resulta más difícil comprender porqué se autorizó la compra de inmuebles usados, que sólo fomentaba la actividad de inmobiliarias y escribanías, dado que esas operaciones ni siquiera aseguraban un repunte más o menos inmediato de la industria de la construcción. Por otro lado, estas últimas operaciones se prestaban a maniobras para salir del "corralón", como la venta figurada de inmuebles entre parientes o amigos, de modo que el presunto "vendedor" lograba así saltar las restricciones del sistema.

No hay información precisa sobre los montos de estas operaciones en ese período, aunque ellas fueron estimadas en 5.800 millones de pesos de enero de 2002, como se mostró en el Cuadro 2. Para llegar a esos valores se trabajó con datos obtenidos en los mercados del automotor e inmobiliario cuya evolución permitió dar cuenta de los efectos de aquellas medidas.

El Gráfico 7 exhibe la evolución de los patentamientos de automotores nuevos en el país, de acuerdo a datos de la Cámara de Comercio Automotor. Allí se ha marcado en negro, sobre las barras correspondientes, el número de vehículos que supera la tendencia potencial de patentamientos durante los meses de marzo a mayo de 2002, y que suma 18.100 vehículos. La hipótesis razonable es que esos vehículos adicionales fueron vendidos gracias a la autorización mencionada del Banco Central y su valor puede estimarse, a un promedio de \$30.000 por unidad, en unos 550 millones de pesos.

Gráfico 7. Evolución del patentamiento de automotores en la Argentina.
En número de vehículos.

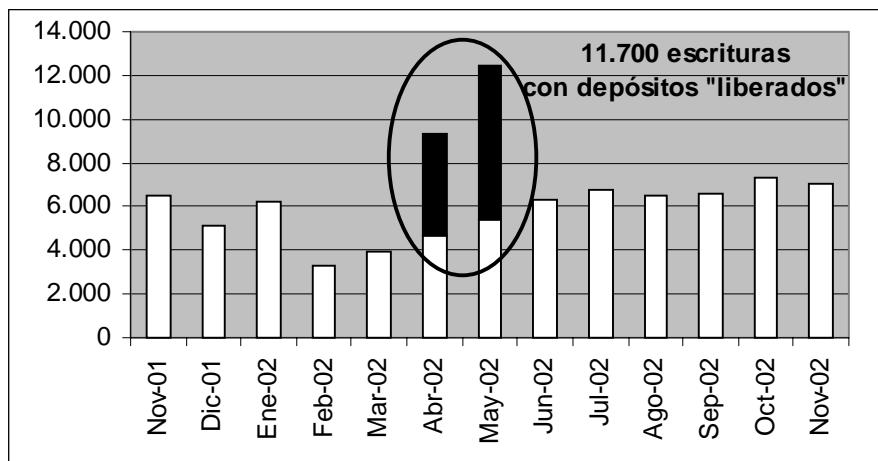


Fuente: Cámara del Comercio Automotor.

La evolución de la compraventa de inmuebles puede seguirse a través del Registro de la Propiedad de la Ciudad de Buenos Aires, puesto que no hay información equivalente para el resto del país. El Gráfico 8 muestra el número de escrituras mensuales desde noviembre de 2001 hasta noviembre de 2002, lo que permite que se destaque el salto ocurrido en los meses de abril y mayo, que se dibuja en negro. Esos meses están levemente desplazados respecto a las fechas permitidos por el BCRA pero ello se explica por el período natural que transcurre entre la fecha de firma del boleto y la correspondiente escritura.

En definitiva, este simple método utilizado permite suponer que aquel sistema dio lugar a que se realicen unas 11.700 operaciones inmobiliarias en la Capital.

Gráfico 8. Evolución de las escrituras incluidas en el Registro de la Propiedad inmueble de la Ciudad de Buenos Aires. En número de escrituras.



Fuente: Registro de la Propiedad Inmueble de la Ciudad de Buenos Aires.

Si se supone, como criterio adicional de ajuste, que la Capital representa un tercio del total de operaciones en todo el país, y se asume un monto promedio por operación de 150.000 pesos, resulta que la compraventa de inmuebles dio lugar a una salida de 5.250 millones de pesos de depósitos del “corralón”.

La suma de ambos fenómenos arroja un monto de 5.800 millones de pesos salidos del “corralón” como consecuencia de las normas mencionadas. No está de más recordar que ese dinero fue extraído de los bancos, agudizando la caída de depósitos que se verificó hasta mediados del año pasado. Esa caída totalizó unos 21.500 millones de pesos entre los comienzos de enero y el 18 de julio (fecha de mínima de esa variable); de allí surge que las concesiones mencionadas respecto al “corralón” explican cerca del 27% de dicha fuga. Para entregar ese dinero, los bancos recurrieron a la asistencia del BCRA, que tuvo que emitir con ese fin, generando un exceso de masa monetaria en el mercado local, que se volcó a la compra de dólares. No es casual en ese sentido (y ya ha sido analizado en otras Notas de Coyuntura) que el dólar haya registrado sus alzas más intensas en los meses de marzo y abril hasta llegar a un tope a mediados de 2002. El control del sistema financiero fue una de las claves de la estabilización del tipo de cambio y su posterior retroceso en valores nominales.

El canje por Boden

El decreto 494, de marzo de 2002, comenzó a definir una propuesta de canjear depósitos reprogramados por títulos públicos que se conocen como Boden y que tuvieron un carácter optativo y no compulsivo (como ocurrió en la ya lejana experiencia de 1990, cuando el BCRA absorbió todos los plazos fijos en pesos en la plaza local y los cambió por títulos en dólares a diez años, los famosos Bonex 1989). Estos papeles fueron redefinidos en diversas oportunidades, a tal punto que el decreto 905, del 31-05-2002, derogó todas las normas anteriores al respecto y estableció las condiciones definitivas para la emisión; este decreto agregó incentivos para mejorar su cotización en el mercado y tratar de

diferenciarlos de otros títulos existentes que se encuentran en *default*. Los Boden se emitieron en tres series diferentes: los 2005 (por la fecha de su vencimiento), en dólares, que se entregaron a pequeños ahorristas y titulares con condiciones especiales (por su edad); los 2007, en pesos, para titulares de cuentas en esta moneda; finalmente, los 2012, en dólares, que se dirigieron a la mayoría de los agentes “acorralados”. Los montos emitidos, que figuran en el *Cuadro 2* (en pesos nominales), fueron 5.279 millones de dólares (885 de serie 2005 más 4.394 de la serie 2012) y 486 millones de pesos. Los tres títulos presentan pagos de intereses semestrales y un programa de amortización que comienza varios años antes de su vencimiento nominal. Los emitidos en dólares pagan la tasa de los depósitos en eurodólares a seis meses de plazo en el mercado interbancario de Londres correspondiente a la definición de la tasa activa LIBOR mientras que el título en pesos paga un interés del 2% anual y se amortiza ajustado por el CER⁵.

Estos Boden, emitidos por el gobierno, implican quitarle compromisos (depósitos) y acreencias (títulos públicos) a los bancos, de modo que se generó un mecanismo de cambio de papeles que resulta difícil de seguir en las normas y estadísticas existentes. Se estableció que los bancos deberían entregar garantías para adquirir esos Boden (que, a su vez, debían entregar a sus ahorristas), constituidas básicamente por títulos del sector público. Para llevar a cabo ese canje, el BCRA hizo de intermediario otorgando adelantos en pesos a las entidades (aunque los títulos están emitidos en dólares) a cambio de las garantías mencionadas, que podría tener el carácter de avance contable, aunque no queda claro en los instrumentos legales analizados.

El decreto 905 estableció que los Boden podrían utilizarse para el pago de impuestos adeudados al 30 de junio de 2001 así como para la compra de inmuebles públicos o para la construcción de otros (eliminando la posibilidad anterior de adquirir unidades usadas) y vehículos nuevos. Para dar mayor seguridad a estos papeles, estableció también que en caso de incumplimientos en el pago de los servicios de capital y/o intereses, se podría aplicar el importe correspondiente a la cancelación de impuestos nacionales; es decir que estos papeles tienen una condición privilegiada frente a otros títulos de la deuda al asegurar una forma compulsiva de cobro a sus tenedores.

Las operaciones de compra con Boden fueron sometidas a cupos máximos (a diferencia de lo ocurrido previamente) dentro de plazos fijados, de modo de minimizar el costo para el sector público. En efecto, el Poder Ejecutivo los rescata en pesos a un valor nominal igual a 1,40 pesos por dólar más el CER (que, en definitiva, es un índice basado en la marcha de la inflación desde comienzos de 2002). Este criterio supone un precio actual del orden de \$ 2 por dólar nominal en el Boden, de modo que el Tesoro obtiene un ahorro contable de cerca del 30% al comprarlos en pesos antes de su vencimiento, mientras que el tenedor accede a su capital (con descuento) y puede comprar los bienes mencionados. Este proceso se inició en octubre de 2002, con montos que se fueron incrementando con el paso del tiempo a través de licitaciones semanales. El monto total preajudicado, hasta fines de noviembre pasado, llegó a unos 300 millones de pesos que es una cifra muy inferior a la operación

⁵ Es de notar que la tasa de los Boden en dólares resulta muy baja en comparación con la que se aplica en la deuda externa originada en años anteriores y ofrece una señal sobre las expectativas oficiales respecto a la negociación encarada de ese tema.

anterior, que se trató más arriba y en la cual el Estado no tenía una participación directa.

El canje por CEDROS

Los CEDROS son constancias de los depósitos reprogramados que fueron emitidos con forma de títulos para permitir su cotización en Bolsa, de modo que sus titulares pueden deshacerse de ellos al precio de mercado sin necesidad de esperar el momento del rescate. Los plazos de vencimientos, que se mostraron más arriba, en el *Cuadro 1*, fueron mantenidos sin modificaciones y debe señalarse que el rescate de estos papeles debía estar totalmente a cargo de cada banco y no del Estado.

Los montos emitidos de cada serie se muestran en el *Cuadro 3*, en pesos de enero de 2002 (es decir, sin el acumulado por el CER) y su total asciende a 16.200 millones de pesos. Ese stock varía, aunque levemente, debido a algunas nuevas emisiones y rescates y está repartido entre las entidades y los ahorristas. En la actualidad hay 11.657 millones de pesos en los bancos mientras que unos 4.000 millones se negocian en la Bolsa.

Las series A y B, correspondientes a depósitos originalmente pactados en pesos, representan apenas 3% de la emisión total, de modo que casi la totalidad de estos títulos refleja el canje de depósitos en dólares. Además, las series E y F (que corresponden a los depósitos que originalmente eran superiores a los 10.000 dólares) suman el 87% del monto total. Este dato resulta importante para evaluar algunos discursos sobre devolución de CEDROS que sólo ofrecían cambiar aquellos menores a 10.000 dólares originales, que sólo representan 10% del monto total de estos títulos.

El *Cuadro 4* presenta un listado de los bancos que efectuaron devoluciones anticipadas de CEDROS. Para ello se contemplaron las entidades que rescataron más del 5% del stock emitido al 25 de noviembre de 2002. Se tomó el piso del 5% porque como se muestra en el *Cuadro 3* algunos rescates están vinculados con las amortizaciones. Se puede observar que los casi 1.300 millones de pesos devueltos por ese grupo de bancos superan la caída del total de CEDROS durante ese lapso debido a la incorporación de emisiones no registradas al 25-11-02.

Cuadro 3. Características y montos emitidos de cada serie de CEDROS.
En millones de pesos.

Serie	Moneda Original	Cuotas	Primera Cuota	Importes (miles \$)	Stock 25-Nov	%
A	Pesos	12	Ago-02	entre 10 y 30	137,9	0,8%
B	Pesos	24	Dic-02	más de 30	359,7	2,2%
C	Dólares	12	Ene-03	entre 1,2 y 7	550,5	3,4%
D	Dólares	12	Mar-03	entre 7 y 14	1.069,5	6,6%
E	Dólares	18	Jun-03	entre 14 y 42	4.276,4	26,3%
F	Dólares	24	Sep-03	más de 42	9.838,7	60,6%
				TOTAL	16.232,7	100,0%

Fuente: Bolsar y Caja de Valores S.A.

Como se ve, los montos resultan importantes, aunque no decisivos respecto al total, fenómeno que explica las nuevas decisiones tomadas en los últimos días para resolver el problema. Se observa que no aparecen en la lista ninguno de los bancos públicos y sólo figuran 3 de los mayores de capital privado, de modo

que puede asumirse que hay diferencias internas apreciables en el estado de cada uno de esos grupos de entidades. De todos modos, los 3 primeros del listado explican más del 80% de las devoluciones exhibidas en el cuadro.

Cuadro 4. Bancos que decidieron hacer devoluciones anticipadas de CEDROS. Período del 25-11-02 al 01-04-03, en miles de pesos nominales.

Entidad Bancaria	25-Nov	1-Abr	Diferencia	%
BANCO RIO DE LA PLATA S.A	1.532.942	1.128.500	404.442	26,4%
BANKBOSTON NA	1.550.818	1.182.112	368.705	23,8%
BANCO DE GALICIA Y BS. AS. S.A.	996.261	704.516	291.744	29,3%
BANCO DE LA PAMPA	84.136	31.592	52.544	62,5%
BANCO ITAU BUEN AIRE S.A.	100.832	61.058	39.774	39,4%
NUEVO BANCO SUQUIA S.A.	251.244	214.920	36.324	14,5%
BANCO SUDAMERIS ARGENTINA S.A	197.344	165.995	31.348	15,9%
BNP PARIBAS	57.744	39.370	18.374	31,8%
BANCO EMP.DE TUCUMAN COPP.LTDO	41.058	27.649	13.409	32,7%
BANCO DEL CHUBUT S.A.	45.106	37.391	7.715	17,1%
BANCO REGIONAL DE CUYO S.A.	19.578	12.540	7.038	35,9%
BANCO SAENZ S.A.	9.052	2.988	6.064	67,0%
BANCO MARIVA S.A.	4.437	1.456	2.981	67,2%
ING BANK N.V.	2.456	528	1.928	78,5%
BANCO CMF S.A.	13.440	12.062	1.378	10,3%
M.B.A. BANCO DE INVERSIONES S.A.	2.669	1.718	951	35,6%
TUTELAR CIA. FINAN. S.A.	907	55	852	94,0%
BANCO B.I. CREDITANSTALT S.A.	472	389	82	17,4%
MASVENTAS S.A. CIA. FINAN.	418	394	23	5,6%
SUBTOTAL	4.910.911	3.625.232	1.285.679	26,2%
TOTAL GENERAL	16.232.710	15.717.686	515.024	3,2%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Caja de Valores.

Nuevos canjes

Las continuas protestas y presiones de los ahorristas fueron llevando a las autoridades a generar nuevos canjes para satisfacerlos. Una primer medida en este sentido se conoció como el *canje II* y se concretó en la emisión de un nuevo bono, que es el Boden 2013. El decreto 1836, que lo creó, menciona en sus considerandos que el *canje I* “tuvo un importante nivel de aceptación por parte de los ahorristas” sin aclarar que eso no exigiría la emisión de un nuevo título. La aceptación del público no fue la esperada (dado que estos títulos se siguen ofreciendo como opción voluntaria para los ahorristas) de modo que las autoridades decidieron extender los plazos para tomarlos. Estas decisiones se plasmaron en las Resoluciones 558/02, 743/02 y la última, 146/03, que se lanzó el 10-03-03 y posterga por otros 90 días ese plazo.

Precisamente, en ese lapso la Corte falló a favor de la provincia de San Luis que pedía que se le devuelva en dólares un depósito en el Banco de la Nación por un monto de 247 millones de dólares. La resolución de la Corte dio un plazo para negociar la solución y no trató de extender sus consideraciones al resto de los depósitos sometidos a sucesivos canjes aunque activó la amenaza de una decisión judicial que obligue a devolver todos los depósitos nominados en dólares en esa divisa. Naturalmente, los bancos, a su vez, se movieron reclamando un bono compensatorio para el caso de un fallo que los afecte en

ese sentido, generando un conflicto de intereses entre agentes económicos distintos.

Finalmente, el decreto presidencial número 739, con fecha 28-03-03, resolvió liberar los depósitos reprogramados y ofrecer a los tenedores de CEDROS un bono en dólares por la diferencia entre el valor nominal del depósito reprogramado ajustado por el CER y la cotización del dólar en el mercado libre de cambios al primero de abril de 2003 (que resultó \$2,98 por dólar). Este monto, que queda a cargo del Tesoro, pero que se abonará en el futuro, será cubierto con Boden 2013.

Cuadro 5. Disolución del “corralón”. En millones de pesos.

Serie	Monto Original	Monto Actual* (sin intereses) (1)	CEDROS al 01-04-03 (2)	CER (0,4343) Al 01-04-03 (3)	A compensar por	
					Bancos (4)=(2)+(3)	Boden 2013 (en pesos) (6)=(1)-(4)
A	\$ 85,2	85,2	85,2	37,0	122,2	
B	\$ 364,2	364,2	364,2	158,2	522,4	
C	U\$S 334,8	997,7	468,7	203,6	672,3	325,4
D	U\$S 678,3	2.021,2	949,6	412,4	1.362,0	659,3
E	U\$S 2.977,9	8.874,2	4.169,1	1.810,6	5.979,7	2.894,5
F	U\$S 6.915,0	20.606,6	9.681,0	4.204,4	13.885,4	6.721,2
TOTALES		32.949,1	15.717,7	6.826,2	22.543,9	10.600,4

Fuente: Elaboración propia sobre la base la Caja de Valores.

Nota: *En pesos al tipo de cambio de \$2,98 por dólar.

El Cuadro 5 presenta una síntesis cuantitativa de la disolución del “corralón”. Como se aprecia el actual stock de CEDROS (información al 01-04-03) asciende a los 15.717,7 millones de pesos. Este monto tiene origen en imposiciones por 449,4 millones de pesos que, sumados a los 10.905,9 millones de dólares que al tipo de cambio actual (\$2,98 por dólar) equivalen a 32.949 millones de pesos. De acuerdo a la información presentada, considerando los diferentes tipos de CEDROS y el CER acumulado al 01-04-03 (0,4343) los bancos deberían responder con un monto superior a los 22.500 millones de pesos. Precisamente la diferencia de 10.600 millones de pesos entre las imposiciones valuadas al actual tipo de cambio y el monto a cargo de los bancos representa la emisión de Boden 2013 para compensar a los ahorristas por la diferencia cambiaria. En este sentido, y considerando que los Boden 2013 se emiten en dólares, la emisión debería ascender a 3.557 millones de dólares.

Los depósitos reprogramados originalmente realizados en pesos se podrán retirar totalmente, mientras que el tratamiento de los efectuados originalmente en dólares depende de los montos. Quienes tengan depósitos reprogramados por un valor nominal de hasta el equivalente a \$42.000 podrán retirar la totalidad de la imposición original más el CER y el Bono por compensación. En cambio, quienes posean depósitos por entre 42.000 y 100.000 pesos deberán realizar un plazo fijo por 90 días mientras que los tenedores de CEDROS por montos mayores a los 100.000 pesos deberán realizar un depósito a 120 días para luego sí poder disponer de los fondos. Estas normas implican que la entrega de más del 60% de los CEDROS ocurrirá entre principios de julio y

agosto cuando se verá si los ahorristas deciden extraer su dinero o dejarlo en los bancos.

Situación del sistema financiero

Lentamente, el sistema financiero tiende a una normalización, aunque todavía no sea capaz de ofrecer créditos ni se haya terminado con los conflictos creados a partir del derrumbe de la convertibilidad. A fines de marzo de este año, los montos depositados en el sistema apenas superaban los 75.000 millones de pesos (incluyendo los dólares que se valuaron al tipo de cambio de referencia), donde los CEDROS representan cerca de 11.650 millones de pesos (15,5%). Nótese que los CEDROS emitidos (15.717,7 millones de pesos) resultan inferiores a los depositados en el sistema. Se estima que la diferencia de aproximadamente 4.000 millones de pesos corresponde a los certificados que fueron retirados de los bancos y están siendo negociados en el mercado secundario.

Los casi 11.650 millones depositados en el sistema no incluyen al CER. Si se les suma el 43,43% resulta que los recursos nominales superan los 16.700 millones de pesos y el total en el sistema los 80.000 millones.

Cerca del 36% del total de depósitos corresponde a cuentas transaccionales y un 35% adicional a los nuevos plazos fijos (cuyos montos están creciendo a paso rápido). El casi 30% restante está formado por los CEDROS (21%), depósitos reprogramados a canjearse por títulos públicos (3%), depósitos reprogramados con acciones judiciales iniciadas (2%) y el resto por otros depósitos. En otras palabras, se observa que pese a los reclamos y las protestas, el sistema financiero evoluciona hacia cierta "normalidad" renovada que podría transformarlo en una herramienta decisiva para impulsar la recuperación de la actividad si las autoridades ofrecen los incentivos y castigos necesarios.

Costos para el Tesoro del colapso financiero

Desde el primer momento de la llamada "pesificación asimétrica" el Estado comenzó a asumir los costos derivados de sus propias decisiones para superar el colapso de la convertibilidad. El 4 de febrero de 2002 había, como se dijo, 40.000 millones de dólares en el sistema financiero que se convirtieron en 56.000 millones de pesos comprometidos con los ahorristas mientras que se mantuvieron en un valor de 40.000 millones en el lado de los créditos. En consecuencia, el mismo decreto que reglamentó la pesificación asimétrica decidió la emisión de un bono, con cargo al tesoro, para compensar ese desequilibrio ocasionado a los bancos.

La diferencia era de 16.000 millones de pesos (siempre en valores de enero de 2002) que no se definió durante meses. Recién a comienzos de febrero de este año se difundieron las estadísticas sobre deuda pública al 30-09-02 que permitió verificar que el gobierno había efectuado dos emisiones, para entregar a los bancos, compuestas por Boden 2012 (en dólares) por 7.533 millones, y Boden 2007 (en pesos) por 5.484 millones, que se suman a las emisiones efectuadas para compensar a los ahorristas y que ya fueron mencionadas más arriba. Si se valúan los primeros a 3 pesos por dólar se observa que el monto nominal entregado a los bancos se acerca a los 28.000 millones de pesos, una cifra muy superior a los 16.000 calculados originalmente. Posiblemente este

resultado se deba a que se tomaron los dólares a \$1,40 pero el bono se emitió en dólares sin que se conozca su cambio.

El decreto 905, del 31-05-02, estableció que el criterio de compensación a las entidades debía tomar en cuenta el balance de estas al 31-12-01 y no el momento de la pesificación. Los depósitos en dólares en esa fecha eran 47.231 millones, muy superior a los 40.000 registrados en febrero, aunque ese primer valor fue el tomado para el cálculo, generando una compensación cercana a los 19.000 millones de pesos, aunque el resultado final haya superado esas estimaciones por motivos que no están explicitados.

En una nota al pie del balance consolidado del sistema financiero, publicado por el BCRA, se indica que las entidades computan, como parte de sus activos, los fondos esperados para cubrir las diferencias que les habría generado las decisiones oficiales. De acuerdo a esa nota, las entidades esperaban, en junio de 2002, que el Estado les otorgue bonos por 37.500 millones de pesos. Sin embargo, luego de las emisiones recibidas, que sumaban 28.000 millones, esas entidades esperaban, en setiembre, otros 20.500 millones adicionales, lo que sugiere la magnitud de las demandas y las dificultades para evaluar los costos reales incurridos en el cambio de sistema⁶.

En consecuencia, los Boden emitidos hasta el 30-9-2002, que incluyen tanto los entregados a los ahorristas como a los bancos equivalen hoy a unos 44.406 millones de pesos, de los cuales 38.436 millones están emitidos en dólares (12.812 millones de dólares que equivalen en pesos a más del 86%) y 5.970 millones en pesos, como se detalla en *Cuadro 6*.

Cuadro 6. Boden emitidos hasta el 30 de setiembre de 2002. En millones de pesos y dólares.

	A BANCOS		A DEPOSITANTES		TOTAL		\$
	\$	U\$S	\$	U\$S	\$	U\$S	
Boden 2005 u\$S				885		885	2.655
Boden 2007 \$	5.484		486		5.970		5.970
Boden 2012 u\$S		7.533		4.394		11.927	35.781
Total en millones de pesos (\$3 = 1 dólar)							44.406

Fuente: Ministerio de Economía de la Nación.

Estos datos no agotan los costos para el Tesoro. En efecto, el Estado deberá pagar la diferencia generada por los amparos exitosos (puesto que las entidades devolvieron dólares que contabilizan como pesos a 1,40 y no a su valor de mercado), la diferencia mencionada por la liberación de los CEDROS, como así también algunos depósitos que se encuentran en el sistema financiero pendientes de canje por títulos públicos. En el *Cuadro 7* se presentan una estimación global de los costos para el tesoro del colapso financiero, contemplando todas las fuentes que le ocasionaron compromisos concretos.

6 Uno de los problemas contables que surge continuamente se deriva de los criterios para evaluar los títulos que las entidades tienen en cartera. Es obvio que resulta muy distinto contabilizar el valor nominal, el valor actualizado o el valor de mercado de esos títulos, y este problema ha sido motivo de distintas decisiones del BCRA, empujado por la necesidad de que los balances de las entidades reflejen una posición más o menos “sana” frente a la caótica situación imperante en la realidad. En el caso en particular que se menciona, las entidades han contabilizado los títulos a su valor en dólares con el tipo de cambio “uno a uno” que explicaría que la suma llegue a unos 17.000 millones de pesos.

De acuerdo a la última información disponible, al 21-03-03, la diferencia entre los amparos pagados (12.475 millones de pesos) y los capitales desafectados (5.382) más CER (1.376) ascendería a los 5.717 millones de pesos. Esta última cifra estaría reflejando el incremento potencial adicional de la deuda pública. Como se mostró el costo de la apertura del “corralón” le significaría al Estado unos 10.600,4 millones de pesos adicionales. Por último, se encuentran unos 2.200 millones de pesos depositados en el sistema a canjearse por Boden 2013 producto del *Canje II*.

Cuadro 7. Costos para el tesoro del colapso financiero. Cifras en millones.

	Pesos	Dólares
Pesificación asimétrica		
Boden 2007	5.484	
Boden 2012		7.533
Depositantes <i>Canje I</i>		
Boden 2005		885
Boden 2007	486	
Boden 2012		4.394
Depositantes <i>Canje II</i> (2.300 millones de pesos)		
Boden 2013*		767
Amparos		
No definido	5.717	
Apertura "corralón" (10.600 millones de pesos)		
Boden 2013		3.533
Subtotales	11.687	17.112
Total (en millones de pesos)	63.023	

Fuente: Elaboración sobre la base de información del BCRA, Caja de Valores y el MECON.

Nota: *Si bien se prevé también la emisión de un Boden 2006 se resumió todo en uno al 2013 por falta de información.

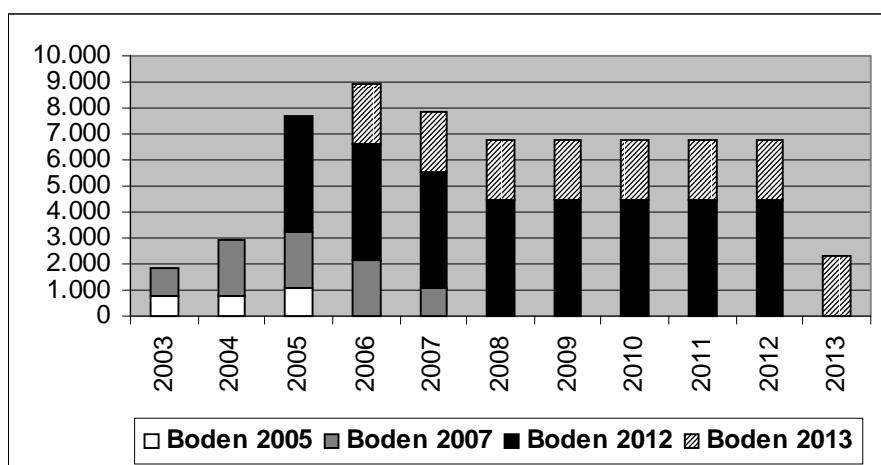
A partir de la información presentada quedan pocas dudas de que el proceso de salida del colapso de la convertibilidad le demandará al Tesoro más de 21.000 millones de dólares que incrementan la ya enorme deuda nacional⁷.

Las fechas establecidas de pago de intereses y de amortización implican un flujo de salida del Tesoro relativamente importante en los próximos años, como se muestra en el *Gráfico 9*. Una particularidad de estos bonos que los distinguen del resto es que los montos de amortizaciones e intereses pueden ser utilizados para el pago de impuestos. En este sentido, este flujo de amortizaciones debe ser entendido como una erogación futura o simplemente como una contracción potencial de los ingresos fiscales.

⁷ Los 63.023 no deben interpretarse como incremento neto de la deuda pública pues, como se dijo, los Boden entregados a los ahorristas en el *Canje I* se pusieron a disposición de las entidades financieras contra una garantía. Se estima que la mayoría de las entidades utilizaron a los títulos públicos disponibles en sus carteras para poder recibir los Boden de los ahorristas. Por tanto, la deuda pública debió haberse incrementado en los 63.023 millones de pesos menos las garantías que se estiman en 16.300 millones de pesos (originados en 885 millones de dólares de Boden 2005, 486 millones de pesos de Boden 2007 y 4.394 millones de dólares de Boden 2012).

Los pagos previstos representan valores del orden de 2.000 millones anuales este año y el próximo, equivalentes a la mitad del costo total de los subsidios del Plan Jefas y Jefes de Hogar. A partir de 2005, en cambio, esos pagos trepan hasta alcanzar los 9.000 millones de pesos anuales durante el año 2006 para estabilizarse luego hasta el 2012 en torno a los 7.000 millones de pesos, representando una pesada carga para el tesoro. Debe tenerse presente que los datos se expresan en pesos suponiendo la actual cotización del dólar, y sólo contemplando el CER acumulado hasta el 01-04-03 para actualizar el capital de los Boden 2007, lo que significa que se trata de valores de hoy que serán modificados, seguramente al alza, en función de la futura evolución del tipo de cambio y la inflación.

Gráfico 9. Flujo de amortizaciones de Boden 2005, 2007, 2012 y 2013. En millones de pesos, con una hipótesis de \$3 por dólar y un CER acumulado de 1,4343 al 01-04-03.



Fuente: Elaboración sobre la base de información del BCRA, Caja de Valores y el MECON.

Nota: Se supone que la compensación por amparos aún no definida se cubre con Boden 2013.

Esos fondos los recibirán los bancos, los ahorristas e indirectamente los deudores del sistema que, normalmente, forman parte de los sectores favorecidos de la sociedad. En cambio, serán pagados con impuesto que, en las condiciones actuales de la economía argentina, cargan normalmente sobre los sectores menos favorecidos. En consecuencia, la “solución” encontrada al problema ofrece varios resultados a destacar. En primer lugar, el compromiso estatal de asumir los costos del colapso bancario generando una distribución de ingresos (a través del gasto público) de contenido claramente regresivo. En segundo lugar, esos pagos limitan la capacidad del presupuesto para dedicar fondos a actividades de inversión y/o reparación social. Finalmente, estos compromisos a pagar alimentan una deuda cuya magnitud ya plantea dificultades de pago y en la que, precisamente, se está negociando una “quita” que, por definición no se debería extender a los montos mencionados.

Conclusión

El colapso de la convertibilidad tuvo un enorme impacto en el sistema financiero (y no sólo en él). El primer ensayo oficial de contener la fuga de los ahorros, con las normas lanzadas en diciembre de 2001, que restringían las operaciones, y se conocieron desde entonces como el “corralito”, apenas logró evitar una sangría aún mayor; una de sus consecuencias fue la reducción de la

liquidez de todo el sistema, que contribuyó a agudizar el intenso proceso recesivo local. El siguiente, de pesificar las cuentas bancarias, enfrentó numerosos inconvenientes y fue afectado por sucesivos cambios de orientación oficial. La pesificación “uno a uno” quedó vigente para los créditos bancarios, dada la imposibilidad de cobro que implicaba mantener el sistema previo luego de la devaluación; aún así, los créditos totales siguieron contrayéndose a lo largo de 2002, hasta reducirse a montos que sólo pueden calificarse de ridículos en una economía mercantil. La pesificación de los depósitos en dólares, en cambio, se encontró con una fuerte resistencia de los ahorristas, que se apoyó en sucesivas decisiones judiciales en su favor. En consecuencia, el ensayo original de una pesificación asimétrica, en la cual los depósitos se devolvían a \$ 1,40 por dólar mientras los créditos se registraban a un peso, se fue transformando en otra aún más asimétrica, por la cual se devuelven dólares a los ahorristas mientras se le cobran pesos a los deudores.

La devolución de los depósitos a corto plazo era imposible, ya fuera efectuada en pesos o en dólares. La falacia de las masivas operaciones nominales a 30 días de plazo, que se vivió en el sistema financiero durante la década del noventa, se destruyó con la convertibilidad; la sociedad se encontró, entonces, con la imposibilidad de recuperar fondos que sólo en su apariencia eran líquidos, y que se convirtieron en ahorro de mediano plazo por la fuerza de la necesidad. Los ensayos de ofrecer papeles a largo plazo (Boden o CEDROS) tuvieron una aceptación reducida frente a la fuerte preferencia por la liquidez, mientras numerosas decisiones judiciales generaban un “goteo” que se fue transformando en torrente. Esas salidas de recursos de un sistema que no los disponía crearon enormes desequilibrios sin resolver la angustia de los que no lograban recuperar sus depósitos y reclamaban más y más amparos.

Luego de casi un año y medio de crisis, el sistema va entrando nuevamente a una normalidad que no es la del pasado y que pocos se atreven a describir para el futuro. Una parte de los depósitos volvió a quedarse en los bancos, una parte está en títulos y otra salió del sistema sin encontrar refugios claros. Los bancos se quedaron, en general, a la espera del salvataje oficial, que debió atender demandas gigantes para un Tesoro agónico. Los costos del sector público son enormes, tanto en gastos ya efectuados como en nuevos compromisos de deuda, y se suman a las demandas previas, cuyas posibilidades de pago ya eran inciertas antes de esta catástrofe.

La vuelta a la dolarización de los depósitos plantea cuestiones nuevas en otros frentes, puesto que hay decisiones oficiales, como la pesificación de créditos hipotecarios privados y la pesificación de títulos públicos en dólares, que disponen ahora de antecedentes a favor de los presuntos perjudicados que reclaman el regreso al régimen previo.

Al mismo tiempo, el nuevo endeudamiento en dólares, creado por las demandas del sistema financiero, genera antecedentes decisivos para la protesta de los acreedores externos, que se reflejará en las negociaciones previstas para el resto del año. Un gobierno que reconoce nuevas deudas en dólares queda mellado en su capacidad de rechazar las deudas previas y de pedir “quitas”. La ausencia de decisiones claras, y de un poder político capaz de llevar adelante sus propias medidas, ha contribuido a llegar a esta situación, que algunos definen como el “fin del corralito” mientras que otros ven solamente el fin de la primera etapa de una larga y costosa transición sin horizonte definido.