

# El colapso de las hipotecas del norte. Las repercusiones locales

Por Leonardo Perichinsky

**El sistema financiero internacional se encuentra atravesando una de sus mayores crisis, desde cualquier óptica que se quiera analizar. Los bancos centrales de las principales economías del mundo han aportado más de 300 mil millones de dólares para calmar la situación. Los Estados deben ceder y salir a pagar el rescate de buena parte de la sociedad que quedó de rehén.**

**En esta nota analizamos algunos aspectos vinculados al nuevo episodio financiero desatado por los problemas con las hipotecas en los Estados Unidos. Por otra parte, discutimos las posibles causas que pudieran haber afectado los mercados financiero y cambiario en la Argentina**

## Introducción (In your face)

Ya hemos planteado en ediciones anteriores de esta revista<sup>1</sup> cuestiones más estructurales asociadas al actual sistema monetario y financiero mundial. En este caso nos detenemos a observar las dinámicas virtuosas y viciosas que pudieran generar los procesos de crecimiento motorizados por la valorización financiera y el relajamiento de las condiciones del crédito, que es precisamente lo que está ocurriendo actualmente en los Estados Unidos.

En segundo lugar, planteamos algunos interrogantes en relación al comportamiento de los bancos en la Argentina durante esta nueva crisis. Llama la atención que en un contexto de abundancia de efectivo tanto en poder del público como de los bancos, escasa participación de los créditos en el proceso de crecimiento en general, y de las hipotecas y la construcción en particular, la tasa de interés entre bancos se haya duplicado en apenas 24hs. Y que, con exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario local, y siendo Estados Unidos el epicentro de la crisis, hayamos asistido a una mini corrida contra el peso. Mostramos que la conducta de un segmento de bancos extranjeros<sup>2</sup> produjo la aparente escasez de dinero en el mercado financiero, a la vez que planteamos ciertas dudas sobre el accionar del Banco Central durante el episodio local.

Nuestra hipótesis es que los bancos extranjeros, que más bien pierden con la suba del dólar, desestabilizaron el mercado financiero y cambiario sólo para imponer su tesis. Esta es, que la Argentina está conectada a los episodios de crisis de los centros financieros mundiales y que la forma de resguardarnos es con más política de corte ortodoxo. Los beneficios de tal movida podrían extenderse hasta incluso a imponer un ministro de economía más pro mercado financiero.

Por último, queremos llamar la atención sobre algunos aspectos novedosos de esta nueva crisis financiera internacional, aunque no sean profundizados en esta nota. En primer lugar, esta vez el colapso fue en el centro mismo de la mundialización financiera: la ruptura de la cadena de promesas de pago de las hipotecas en los Estados Unidos fue

1) Ver revista Entrelíneas de la Política Económica del mes de junio de 2007.

2) La fuente primaria sobre la cual se basa la parte argentina de esta nota es la información publicada por el Banco Central en cuanto al movimiento de fondos en el mercado interbancario por segmento de bancos. La discriminación al interior del segmento de bancos extranjeros la realizó página 12, a través de una nota de Claudio Zlotnik, titulada Corsario Verde, del domingo 2 de setiembre de 2007, dónde plantea cuánto aportó cada banco extranjero en la corrida contra el peso. De ahí se desprende que los bancos de origen español prácticamente no participaron de la operación.

lo que produjo el nuevo cimbronazo financiero. La segunda novedad es la duración. Hace más de un mes que empezó el nuevo suceso y todavía no hay indicios de “normalización” de la situación. La tercera novedad es el tiempo que transcurrió entre uno y otro episodio. Entre la caída de la bolsa de Shangai y el inicio de esta última crisis transcurrieron menos de cinco meses. Veníamos de colapsos en países periféricos con una periodicidad bianual; y ahora los problemas se originaron en el epicentro de las finanzas mundiales y sólo después de cinco meses del suceso anterior. Por último, la profundidad de la crisis, medida en términos de asistencia por parte de las autoridades monetarias de los países centrales, también es una novedad. La asistencia de liquidez de los Bancos Centrales europeos, una vez enterados que los problemas en Estados Unidos se extendieron a Europa, superó los 300 mil millones de dólares. Esto es un 10 a 1 en relación con crisis anteriores originadas en países periféricos. Lo cual resulta lógico teniendo en cuenta que la necesidad de capitales para mantener una burbuja de precios como la analizada es proporcional al tamaño del mercado en que la misma se manifiesta.

En este sentido, parece que hubiera una nueva fase de mundialización financiera caracterizada por ciclos cada vez más cortos, y con sucesos de crisis cuya profundidad y daño parecen cada vez más profundos.

### **De burbujas, hipotecas y dinámicas circulares**

Las burbujas de precios en los mercados inmobiliarios vienen asociadas a aumentos de precios considerablemente desproporcionados en relación con las fuentes habituales que pudieran motorizar la demanda de inmuebles en un determinado lugar.

En un contexto de mercados de activos altamente interconectados, el fuerte aumento de precios de los inmuebles no puede desligarse del comportamiento de los mercados de valores y de las condiciones crediticias. Generalmente, los fuertes incrementos de precios de inmuebles suceden luego de ingresos de capitales muy grandes en relación con el tamaño del mercado y de una mayor flexibilidad en las condiciones de acceso al crédito.

Algo similar sucedió en los Estados Unidos a partir de las sucesivas reducciones de tasas y relajamiento en las condiciones de acceso al crédito que realizara la Reserva federal para evitar el estancamiento de la economía, a principios de la presente década.

La sensible suba que verificaron los activos financieros en la bolsa de valores norteamericana generó dos efectos. Por un lado, aligeró aún más las condiciones del crédito,<sup>3</sup> facilitó su acceso, y por otro lado, produjo un efecto riqueza positivo que fomentó el consumo en general y, en particular, la compra de inmuebles. Como el 30% de la riqueza de las familias norteamericanas está invertida en la bolsa, el proceso se exacerba.

Por su parte, el incremento en los precios de inmuebles promueve la construcción. La construcción de propiedades crece cuando el costo de hacer es menor que el de comprar, que es lo que sucede precisamente en un proceso de burbuja de precios de activos inmobiliarios.

Las condiciones crediticias más flexibles propician el consumo con deuda, lo cual, al igual que el crecimiento en la construcción, genera aumentos en la producción, el empleo, y las ganancias de las empresas. Las ganancias de las empresas implican expectativas de mayores dividendos futuros y, en consecuencia, más inversores estarán dispuestos a pagar precios más altos por las acciones. Esto produce una valorización en

3) Cuando sube la cotización de una acción, la empresa emisora mejora sus condiciones de financiamiento, por que tiene que emitir menos papeles para obtener un monto de financiamiento determinado, o porque paga menor tasa al caer la relación entre los dividendos que paga y el nuevo y más alto valor de la acción.

las carteras de activos de los fondos de pensión; aumentando en consecuencia el consumo de bienes durables e inmuebles, con lo que se realizan las ganancias y se retroalimenta el aumento en la bolsa de valores financieros.

Por lo tanto, mientras el aumento en la demanda efectiva convalide el aumento en las ganancias y no haya problemas en la cadena de promesas de pagos se puede verificar una dinámica virtuosa, basada principalmente en la acumulación de capital ficticio, en un proceso de crecimiento liderado por la valorización financiera.

Sin embargo, es posible demostrar que esta dinámica de acumulación va generando niveles crecientes de fragilidad, y que lo que se percibe como virtuoso puede convertirse en vicioso, y generar profundas recesiones.

Una cuestión clave en un proceso de esta naturaleza son las garantías. Por lo general, los préstamos hipotecarios poseen dos tipos de garantías. Una asociada al valor del inmueble y otra relativa al nivel de ingreso de la persona que adquiere una vivienda. Cuando el mercado está en expansión y el precio de los inmuebles crece, la garantía de los que tomaron crédito mejora. Pero a medida que los valores de los inmuebles van llegando a los máximos la garantía se vuelve más frágil, porque la probabilidad de que el valor de las propiedades caiga es mayor. Los últimos compradores, los que compran en el máximo, serán los primeros en tener una garantía menor al monto del préstamo. Como el sistema financiero reconoce esta situación, incorpora al costo del crédito un componente mayor de riesgo, que se traduce en una tasa de interés mayor, y en una cuota más elevada. El riesgo de incobrabilidad crece por las dos vías: porque la cuota se encarece en relación con el ingreso y porque la garantía puede ya no cubrir el monto de la hipoteca.

En los países centrales, la bolsa y el mercado de crédito para viviendas se conectan de manera directa a través de instrumentos financieros más desarrollados que en las economías periféricas, como la securitización de deudas hipotecarias. Esto es, básicamente, el armado de paquetes de créditos, según niveles de riesgo, que se convierten en activos financieros que cotizan en bolsa y que se utilizan para financiar los créditos hipotecarios. Quienes compran estos paquetes de deudas hipotecarias y sus derivados son inversores institucionales y bancos que constituyen fondos de inversión.

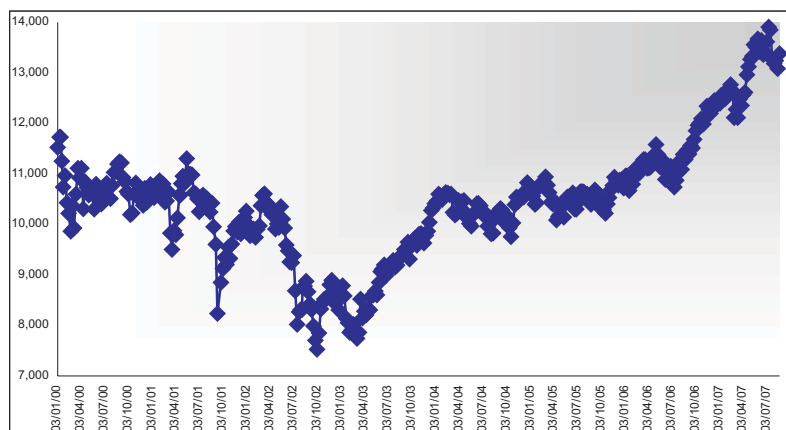
Es decir, por un lado está el riesgo intrínseco de la actividad y la falta de conocimiento real de los que compran (y financian) este tipo de actividades, y por otro lado, el riesgo sistémico asociado a la proliferación de derivados de los activos inmobiliarios. Esta desconexión entre la rentabilidad de la actividad inmobiliaria y las expectativas de revalorización a partir de ella, explica también por qué se producen las fuertes caídas en las bolsas. Las inversiones realizadas en tales condiciones son proclives a desarmarse ante el primer rumor, dada la escasa información que poseen los inversionistas primarios (no las financieras) sobre lo que están comprando y el convencimiento que tienen sobre el negocio. Aquí aparecen con fuerza también el desengaño del que invierte, en relación a su agente financiero, y la desilusión sobre los beneficios del negocio.

Del otro lado están los que arman el negocio y venden en los máximos. El juego se acaba cuando los inversores institucionales que apostaron a activos riesgosos se vuelven pesimistas en relación con el futuro del negocio. Habrá que bucear en las fuentes de

ingresos originales del crédito inmobiliario en Estados Unidos para encontrar a los ganadores de este proceso.

Pero volviendo a la conexión directa entre la bolsa y el mercado de crédito inmobiliario, resulta necesario completar el análisis incorporando los condimentos que poseen los mercados de stocks financieros en la actualidad para comprender mejor las burbujas bursátiles y sus consecuentes caídas posteriores. Cuando planteamos la dinámica virtuosa que genera el relajamiento del crédito a partir del aumento en los valores de los activos financieros no incorporamos al análisis las exageraciones hacia arriba y hacia abajo que se producen en las cotizaciones, motorizadas por la proliferación de instrumentos financieros sofisticados, naturalizados en el mundo financiero pero irrisorios para la vida real.

### Evolución índice Dow Jones 2000 -2007



Fuente: CIEPYC en base a bloomberg

La existencia de derivados financieros que permiten un elevado nivel de apalancamiento genera las exageraciones de precios en los mercados bursátiles.

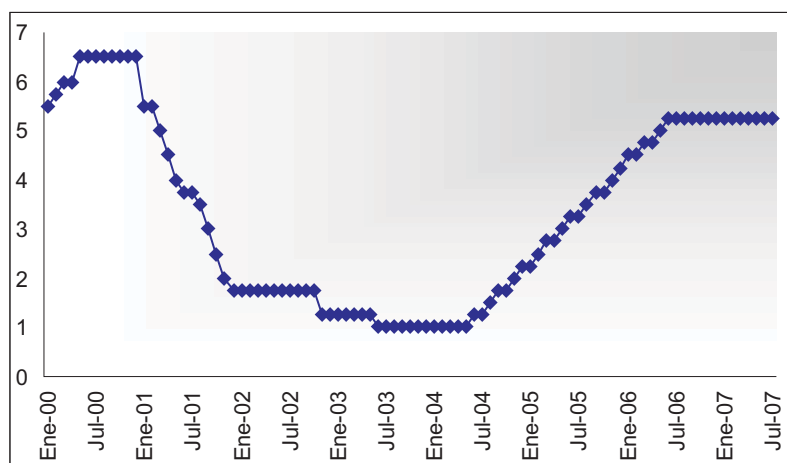
Como caso testigo de lo que está sucediendo en el mundo financiero, analizamos el "short sell", un "producto" financiero cuya traducción más o menos literal sería "venta a corto plazo". Mediante este instrumento, un inversor puede vender un activo financiero que ha alquilado, con la idea de recomprarlo más barato más adelante y hacer una diferencia de dinero. Esto es vender algo que uno no posee.<sup>4</sup> Esta operatoria requiere una garantía por parte del que alquila del orden del 20% del valor de la venta, más un alquiler mensual. Imaginemos ahora que el activo en cuestión en vez de bajar de precio, como esperaba el vendedor en corto, sube. El primer efecto es que el inquilino audaz debe ir al banco a reponer garantía para mantenerla en el 20% de su valor de mercado. Si el activo sigue subiendo, el inquilino se irá desesperando hasta verse obligado a

4) Solamente imagine si usted pudiera vender una casa que alquiló porque piensa que bajara su precio, para recomprarla más adelante. Sin embargo, quizá el mayor delirio es el del propietario que alquila sabiendo que van a vender su activo, a cambio de la renta que obtiene por el alquiler.

recomprar el activo, y cierra la operación con una pérdida. Es decir, en un contexto de suba de precios de activos financieros, el inversor que subestima los precios futuros, termina siendo quien más desesperadamente debe comprar. Si nuestro inquilino audaz no cuenta con el dinero suficiente para comprar el activo que vendió sin ser de él (o como mínimo, con el dinero suficiente para cubrir la brecha entre la cotización actual y el precio al que vendió), se rompe la cadena de promesas, y termina perdiendo también el propietario que alquiló su activo. Podríamos seguir con la ruptura de la cadena, suponiendo que el dueño, ya sin activo, había calzado una operación de compra de otro papel financiero, etc.

Cuestiones de esta índole ocurren con todos los derivados financieros, porque involucran operaciones financieras con niveles de apalancamiento (relación entre el precio del activo que uno compra y el dinero propio que posee para comprarlo) exorbitantes. Los put, call y futuros son los derivados más habituales que se utilizan en el sistema financiero.

### Evolución tasa de la Reserva Federal (En porcentajes)



Fuente. CIEPYC en base a Reserva Federal de Estados Unidos

En suma, la falta de conocimiento relativo al negocio en que se invierte, la fuerte presencia de derivados financieros, y la escasa regulación del sistema financiero, promueven los episodios de colapso en las cadenas de promesas de pago, tal como sucedió estos días con el banco Bear Stearns, la posible quiebra del banco alemán IKW, los cierres sucesivos de fondos en Oddo y el congelamiento de los fondos securitizados del BNP Paribas, asociados a las hipotecas norteamericanas.<sup>5</sup> Es decir, la caída gota a gota que va generando una sensación de sospecha general, por que todos los actores de las finanzas mundiales tienen colocaciones en estos productos derivados.

Entonces, en un contexto de corrida, de fuertes caídas en los precios de los papeles financieros, la dinámica ahora viciosa domina el desenvolvimiento futuro de la economía.

La caída en las cotizaciones restringe el acceso al crédito y a su vez produce un sensible aumento en las tasas de interés interbancarias, que a su vez puede producir mayores quebrantos al interior del esquema de créditos hipotecarios, porque va incorporando en la morosidad a los pagadores hasta aquí solventes.<sup>6</sup>

Por el lado real, la restricción del crédito contrae el consumo y la inversión y genera una

5) Estos casos nos muestran a su vez que existe una sensible interconexión entre los sistemas financieros europeo y norteamericano. Ver Frederic Lordon "Comment protéger l'économie réelle" [www.monde-diplomatique.fr](http://www.monde-diplomatique.fr).

6) A medida que sube la tasa de interés y aumenta la cuota del crédito, más bancos van teniendo problemas para responder a un retiro de fondos.

recesión en la actividad económica. Caen los beneficios y la distribución de dividendos, que produce una nueva vuelta de rosca en la caída de los activos financieros. Por otra parte, la recesión reduce el empleo y posiblemente los salarios y contrae los ingresos de los fondos de pensión, lo cual le resta compras al mercado financiero, jugando en la misma dirección recesiva.

De la profundidad de la caída dependerá el nivel de recesión que sufrirá la economía norteamericana. Seguramente, a partir de este episodio, no resultará tan sencillo, al menos en el corto plazo, aplicar políticas monetarias expansivas para reactivar la economía.

Mientras tanto, nos sigue impresionando la capacidad y velocidad de asistencia de los Estados de los países centrales cuando el episodio es financiero. A pesar de la dureza inicial, la Reserva Federal parece estar cediendo a las presiones de una tasa más baja por parte de los inversores financieros. Por primera vez los Bancos Centrales europeos coordinaron con la Reserva Federal para volcar cientos de miles de millones de dólares para evitar males financieros mayores. Los inversores institucionales y los bancos, terminan tomando como rehenes a buena parte de la sociedad, y los Bancos Centrales terminan cediendo a la presión de una mayor demanda de liquidez para que se retroalimente la burbuja.<sup>7</sup> Prolifera un lenguaje catastrófico que termina poniendo en vilo a la sociedad: sismo, derrumbe, contagio, turbulencia, etc.<sup>8</sup>

### Sistema bancario y financiero en la argentina ante la crisis

Una primera mirada sobre el comportamiento del sistema financiero y cambiario en la argentina durante el momento de mayor pánico en los mercados financieros de los países centrales nos resulta paradójica. Con liquidez por parte de los bancos, y de la economía en general, y con un sostenido exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario, y siendo la economía norteamericana el epicentro del problema, hemos asistido a fuertes subas en las tasas de interés y presiones alcistas sobre la cotización de dólar.

En el mercado interbancario (call) la tasa de interés se duplicó de un día para el otro, pasando de 9,7% anual al 20,6%, para luego retomar a niveles levemente superiores a los previos al inicio de la crisis. En el mercado cambiario, si bien la presión fue más atenuada que con las tasas de interés, también se registró una presión de demanda de dólares.

La pregunta es: en un contexto de excesiva liquidez, cómo es posible que la tasa entre bancos pueda duplicarse en 24hs; y en segundo lugar, qué produjo que bajara tan rápidamente hasta situarse casi en los niveles previos a la suba?

### La (des) conexión local

Para contestar la primera de las preguntas es necesario despejar primero la hipótesis que plantea alguna conexión entre la crisis financiera por las hipotecas en los Estados Unidos y lo que sucedió luego en la Argentina.

Si bien en la Argentina estamos en plena burbuja inmobiliaria, la situación es completamente diferente al esquema planteado sobre la economía norteamericana.

7) Ver Frédéric Lordon “Quand la finance prend le monde en otage”, *Le Monde Diplomatique*, septembre 2007.  
8) Nosotros morimos en el intento de no naturalizar palabras excesivamente cargadas de prejuicios.

Por un lado, el incremento en los inmuebles no se explica por el crédito. La economía argentina se encuentra en niveles muy bajos de crédito; en la actualidad el crédito al sector privado no financiero apenas alcanza el 11% del PBI, menos de la mitad del que se registraba en los noventa. Al interior del crédito interno, los hipotecarios sólo representan el 15% de los créditos totales al sector financiero. En tanto que por tipo de actividad, la construcción representa sólo el 2,3% del total de créditos de la economía.

Por otra parte, la relación entre salarios y valor de los inmuebles es elevada como para generar problemas de garantías. En promedio, la relación salario/inmueble es la mitad que en los 90.<sup>9</sup> Además que aquí las remuneraciones no están atadas a stocks de activos, sino a flujos.

Por ultimo, y como ya hemos planteado reiteradamente, el esquema macroeconómico actual no posee niveles de fragilidad y vulnerabilidad al contexto financiero externo, porque la economía no depende del ingreso de capitales financieros para su funcionamiento.

Por otro lado, observando la situación de liquidez del mercado bancario y financiero argentino, y de la economía en general, tampoco encontramos fundamentos para que la tasa de interés se duplique o haya una corrida contra el peso.

#### La Liquidez de la economía (en millones de pesos)

Conceptos	Jul-07	Jul-06	Var%
<b>1. Depósitos totales</b>	<b>167.653</b>	<b>134.945</b>	<b>24,2%</b>
2. Efectivo en bancos	5.450	4.722	15,4%
3. Depósitos de bancos en BCRA	22.691	14.406	57,5%
4. Pases netos	2.285	4.733	-51,7%
5. LEBAC	26.340	9.393	180,4%
6. NOBAC	35.334	23.948	47,5%
<b>Liquidez bancaria (2+3+4)</b>	<b>30.426</b>	<b>23.861</b>	<b>27,5%</b>
<b>Liquidez bancaria ampliada (2+3+4+5+6)</b>	<b>92.100</b>	<b>57.202</b>	<b>61,0%</b>
Liquidez bancaria / depósitos totales	18,1%	17,7%	2,6%
Liquidez ampliada / depósitos totales	54,9%	42,4%	29,6%
7. Circulación en poder del público	59.522	46.006	29,4%
<b>Circulación monetaria (2 + 7)</b>	<b>64.972</b>	<b>50.728</b>	<b>28,1%</b>

Fuente: CIEPYC en base a BCRA

Con anterioridad a la crisis, los bancos registraban niveles de liquidez cercanas al 19%, sin considerar las fuertes compras de letras y notas del BCRA que vienen realizando. En un mes estacionalmente poco líquido para los bancos, o de mucha demanda de efectivo por los aguinaldos y las vacaciones de invierno, culminaron julio con un 18,1% de liquidez.

Si incluimos las letras y notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), los bancos en conjunto poseen una liquidez que representa casi el 55% de los depósitos.<sup>10</sup> Un año atrás, este indicador era del 42,4%.

Es decir, no hay fundamentos económicos que justifiquen los fuertes aumentos en las

9) Como los salarios en promedio apenas pueden financiar como máximo la mitad de la compra de un inmueble, por más que se produzca una caída en los precios de las propiedades, debe ser muy abrupta para afectar la garantía del crédito.

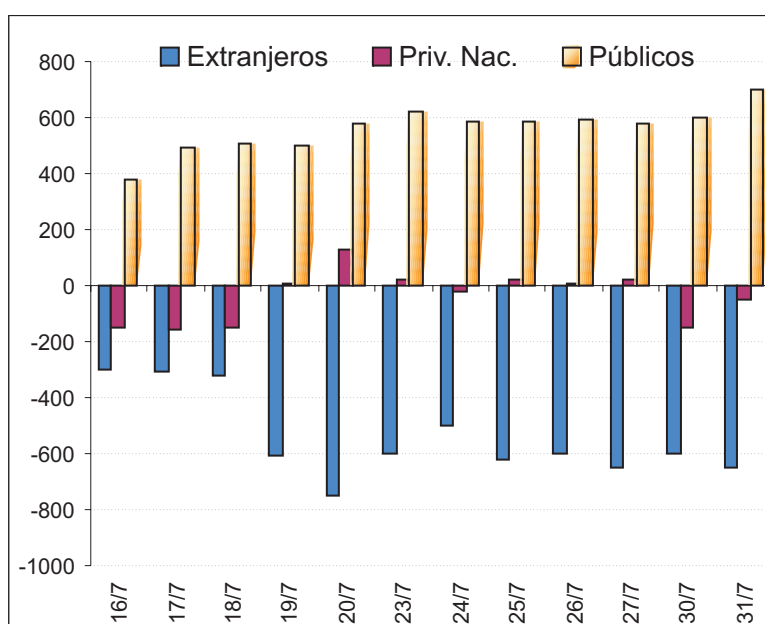
10) Nos permitimos inventar un concepto de liquidez de los bancos, que denominamos liquidez ampliada, incorporando las letras y notas del BCRA como activos líquidos de los bancos.

tasas de interés y la corrida contra el peso.

Sin embargo, si observamos el mercado interbancario y analizamos por grupo de bancos a los demandantes y oferentes netos de fondos, encontramos que los bancos extranjeros han sido en los días de mayor turbulencia financiera internacional fuertes demandantes de fondos (pesos), atentando contra la paridad cambiaria y la tasa de interés doméstica.

En el siguiente gráfico se muestra la conducta en el mercado interbancario de los distintos segmentos de bancos, como demandantes u otorgantes netos de fondos.

### Mercado interbancario: otorgantes netos de pesos por grupo de bancos (En millones de pesos)



Fuente: CIEPYC en base a BCRA

¿Cuál podría ser la motivación de los bancos extranjeros para intentar hacer subir la cotización del dólar?

Nuestra principal hipótesis es que fue una jugada netamente conspirativa el resultado de una estrategia conjunta de un segmento de los bancos extranjeros buscando condicionar a las autoridades de política económica. De mínima para instalar la idea de que la economía argentina se encuentra conectada a los centros financieros internacionales, y que un problema afuera repercute adentro de la manera en que sucedió. El discurso que pretenden imponer es, simplemente, que si hay crisis financiera afuera, acá sube la tasa y sube el dólar. Sería como llamar a una familia para pedir rescate por un supuesto rehén que no existe.

Si se instala esta idea, la recompensa buscada consiste en establecer una agenda diferente de política económica a futuro, con sesgo ortodoxo, y pro mercado financiero. En estos días, de hecho, se reforzó el concepto que fue clave en la crisis contar con un elevado nivel de reservas internacionales en el BCRA, como reaseguro.



De esta manera se explica por qué los bancos extranjeros que siempre operaron para tener una moneda doméstica lo más apreciada posible hayan tomado esta actitud. De hecho, Prat Gay, de la JP Morgan, ha sido el que más aportó a esta causa, apreciando el peso un 20% durante su gestión. Por otra parte, no fueron pocos los bancos extranjeros que pensaron en dejar el país, cuando la paridad era 4 a 1 con el dólar.

Los bancos extranjeros, junto a las empresas de servicios públicos privatizadas y los acreedores externos han sido los principales defensores de un peso apreciado, y han presionado fuertemente en esa dirección.

Si el BCRA no hubiese intervenido en esa mini corrida contra el peso, el valor del dólar habría subido un poco más, para luego retroceder sin intervención, teniendo en cuenta el enorme exceso de oferta de divisas del mercado cambiario. De hecho, es el Banco Central quien viene sosteniendo la cotización del dólar actuando como demandante casi exclusivo del saldo de cuenta corriente. Todo el mundo sabe que si el BCRA no comprara dólares cotidianamente la cotización sería un 20% inferior a la actual.

Por otra parte, el BCRA pudo haber evitado la suba del dólar, parándose como vendedor de todo lo que se demande a la paridad previa a la suba.

Entonces, los bancos extranjeros no se preocupan por las pérdidas de segundo orden que esta operación fallida les pudiera haber generado. Porque nunca pensaban en ganar en términos financieros. No salieron a comprar dólares para tener ganancias de capital por la suba del dólar. Salieron a desestabilizar para imponer una agenda cuyo objetivo es la subordinación de la acumulación productiva a la financiera. Si la evaluación oficial es que las reservas internacionales son el mejor instrumento para combatir estas operaciones de la banca internacional, entonces en realidad los desestabilizadores ganaron.

El informe monetario del BCRA del mes de julio dice, en su página 8: “esta abrupta depreciación nominal de la moneda local fue el reflejo del contexto internacional adverso que afectó a los mercados financieros locales en general”.

Esta es el planteo que intentan imponer los bancos extranjeros. Si todos terminamos creyendo esta frase, entonces este grupo de bancos ganó.

De todas formas, para sostener esta hipótesis habrá que considerarla en el marco de estrategias más generales por parte de las casas matrices de estos bancos que operan en la Argentina.

Sabemos que la forma en que la regulación argentina permite la instalación de filiales de bancos transnacionales es absolutamente asimétrica<sup>11</sup> en relación a su casa matriz. Es decir, la filial es solidaria con su casa matriz, pero no al revés.

De esto se desprende que ante una crisis de liquidez o solvencia por parte de la casa central, es posible que exista una conducta de transferencia de fondos desde las filiales. Sin embargo, no se han verificado hechos similares en el resto de las principales economías de América latina. En Brasil, incluso, en medio de la turbulencia, las calificadoras le han subido la nota a sus títulos de la Deuda Pública. Habría un castigo adicional para los países que, como el nuestro, llevan adelante políticas no tan amistosas con los centros financieros internacionales.

Por último, nos queda todavía una pregunta por responder: qué hizo retroceder al dólar y a las tasas casi a los niveles previos a la corrida?

Por el lado cambiario, el BCRA, los bancos españoles y los bancos públicos vendieron dólares de manera coordinada para frenar la fuerte demanda de esos días. Si tenemos

11) Cualquiera que haya ingresado a un banco extranjero en la Argentina habrá visto un cartel que aclara que “ningún accionista mayoritario extranjero responde por las operaciones que realiza la filial en el país”.

en cuenta los problemas asociados a la suba de precios de los bienes de la canasta básica de alimentos que acarrea una suba nominal del dólar,<sup>12</sup> no parece errada la operación de salir a fijar un techo para la cotización del dólar.

En relación con la tasa de interés, la autoridad monetaria tomó una serie de medidas tendientes a recomponer la liquidez del sistema financiero. Por un lado, se instauró la posibilidad de computar bimestralmente la constitución de los efectivos mínimos en pesos, a la vez que redujo la exigencia mínima diaria del 50% al 40%, en relación a la del mes anterior. Por otra parte, suspendió la licitación de letras y notas del BCRA prevista para el 31 de julio, y a su vez salió a rescatar LEBAC y NOBAC en circulación.

La tasa de interés entre bancos que estaba relativamente estabilizada en torno al 8% antes del episodio de crisis, se encuentra actualmente en un entorno del 12 al 14% anual, pero con una mayor volatilidad. En tanto que el dólar en el mercado mayorista se encontraba en 3,10 pesos, llegó a 3,17 y quedó estabilizado en torno a los 3,12 pesos por dólar.

La autoridad monetaria plantea que el movimiento de tasas solo afecta los créditos de muy corto plazo y que no tendrá repercusiones sobre los préstamos de más largo plazo, que son los que mayor efecto poseen sobre la actividad económica. Si bien es prematuro aventurar resultados, parece lógico suponer que asistiremos a un encarecimiento de los créditos, a menos que el Banco Central tome nuevas medidas a favor de una mayor liquidez.

De todas maneras, la autoridad monetaria debería evitar que se cambie el eje de la discusión. Con anterioridad a los sucesos en el mercado financiero y cambiario en la Argentina, la principal preocupación giraba en torno a la baja intermediación financiera; a discutir por qué los bancos no prestan.<sup>13</sup> No podemos conformarnos con regulaciones que consigan que los bancos no presten más caro lo poco que prestan.

En un plano más profundo, consideramos que se requiere avanzar sobre una agenda de temas que apunten al objetivo de desconectar lo más posible el mercado financiero local de los centros financieros internacionales, por un lado, y la dinámica de la valorización financiera del proceso de crecimiento económico en la Argentina. Este doble objetivo evitaría lo que actualmente le sucede a los Estados de los países centrales: tener que pagar enormes rescates porque buena parte de la sociedad quedó como rehén.

Los episodios de los finales de la convertibilidad constituyen un ejemplo fresco para nosotros. Toda la nueva deuda emitida luego de la devaluación, que representa actualmente cerca de la mitad del stock actual de deuda pública, fue producto del rescate del Estado a los bancos que tenían de rehén a una parte importante sociedad (o por lo menos, la más bulliciosa): depositantes y propietarios con crédito hipotecario.

Es necesario, en este sentido, analizar las políticas económicas también desde esta óptica. Es decir, pensar regulaciones e instituciones que hagan que el Estado no tenga luego que salir a rescatar a la gente que quedó de rehén. Porque la trampa está al principio, no al final.

12) Con el agravante del problema del INDEC, que al no haber convención sobre el índice de precios, cada quien ajusta los precios por su sensación térmica más que por un índice oficial.

13) El stock de crédito al sector privado no financiero apenas alcanza los 74 mil millones de pesos; menos del 11% del PBI. Las letras y notas del banco central suman 60 mil millones de pesos, casi lo mismo que todos los préstamos al sector privado.