



**EFECTOS DE LA PESIFICACION  
Y DESPESIFICACION\***

**Documento de trabajo N° 1**

***Octubre de 2002***

\* Ver Serie Documentos de Trabajo



## ***Autoridades de Fundación para el Cambio***

Presidente	<i>Carlos Melconian</i>
Vicepresidente	<i>Rodolfo Santangelo</i>
Secretario	<i>Claudio Mauro</i>
Tesorera	<i>Verónica Sánchez Quintana</i>
Director Ejecutivo	<i>Edgardo Cenzone</i>

---

Leandro N. Alem 690, Piso 15 Of. B, (C1001AAO) Buenos Aires - Tel. 4313-3825 -  
cambio@iplanmail.com.ar □



# Índice

- 1- Introducción
- 2- La pesificación
- 3- Principales cambios en el sistema financiero durante la etapa de pesificación
- 4- Hacia la despesificación
  - a) El camino gradual de despesificación implícita y voluntaria
  - b) Alternativa de despesificación de depósitos
  - c) Alternativa de despesificación de depósitos y créditos
- 5- Asimetría de la despesificación, según la asistencia del BCRA a las entidades financieras
- 6- Análisis desde la perspectiva del Estado

**Anexo I:** Efectos de la pesificación sobre el sistema financiero

**Anexo II:** Análisis desde la perspectiva de los deudores del sistema financiero

**Anexo III:** Metodología de las compensaciones del sector público al sistema financiero



# Pesificación y despesificación: efectos sobre el sistema financiero, el sector público y las empresas y particulares\*

## 1. Introducción

A comienzos de febrero de 2002 el Gobierno tomó la decisión de pesificar los depósitos y los préstamos al sector privado del sistema financiero, originalmente denominados en dólares. Los depósitos fueron convertidos a un tipo de \$1.4 por dólar, en tanto que los préstamos al sector privado se pesificaron a un tipo de cambio de \$1 por dólar. Asimismo se introdujo el ajuste por inflación para depósitos y préstamos, previéndose un ajuste diferencial en este último caso, por índice de precios al consumidor o por un índice salarial, según el tipo de crédito.

En marzo se pesificó también la deuda pública mantenida por los bancos a razón de \$ 1,40 por dólar y se introdujeron dos regímenes opcionales. Por el primero se dio a los depositantes las opciones de desreprogramar sus depósitos para adquirir inmuebles y automotores nuevos y por el segundo se abrió la opción de canjear tales depósitos por bonos del Gobierno en dólares. Estas acciones gubernamentales implicaron la asunción y emisión de nuevas obligaciones por parte del Estado argentino.

Simultáneamente, comenzó el auge de retiros de depósitos vía amparos ordenado por la Justicia que obligaba a pagar los depósitos al tipo de cambio libre.

El presente trabajo parte de una descripción de los efectos directos de la pesificación sobre el sistema financiero y la deuda del sector público.

Seguidamente se analizan los efectos de una eventual decisión de despesificación sobre el sistema financiero bajo tres alternativas: **i) despesificación gradual, implícita y “voluntaria”**, que correspondería a la estrategia actual de la conducción económica; **ii) despesificación de depósitos**, que correspondería a una eventual sentencia de la Corte Suprema sobre este tema, pero suponiendo la continuidad de la pesificación de la cartera activa; y **iii) despesificación plena**, que alcanzaría tanto a préstamos como a depósitos, y también correspondería a una eventual sentencia de la Corte Suprema. A partir de los resultados de estas tres alternativas se estima el incremento de la deuda pública compatible con la solvencia del sistema financiero.

(\*): Este documento fue elaborado con datos cerrados al 2 de septiembre de 2002

## 2. La pesificación

El 3 de diciembre de 2001 el gobierno impuso restricciones “temporarias” a la extracción de depósitos en efectivo (“corralito”) y a las transferencias al exterior.

El 28/12/01 se declaró la cesación de pagos de la deuda del sector público y el 7 de enero de 2002 el Congreso promulgó la Ley 25.561, denominada “De emergencia pública y reforma del régimen cambiario”, por la que se autorizó al Poder Ejecutivo a modificar el régimen cambiario. La nueva Ley estableció la pesificación de ciertas operaciones, tales como los préstamos hipotecarios inferiores a US\$ 100.000, préstamos prendarios y los préstamos otorgados a las micro, pequeñas y medianas empresas.

El 9 de enero de 2002 se promulgó el Decreto 71/02 que devaluó la moneda a \$1.4 por dólar, primero con un doble mercado y a partir de febrero en un mercado único de cambios. Pocos días después el Gobierno introdujo una reprogramación compulsiva de los depósitos a plazo fijo y de parte de los depósitos transaccionales en dólares, dando origen al denominado “corralón”.

En cada momento, pareciera que las decisiones se tomaron tratando de distribuir el costo entre los depositantes, los deudores, los bancos y el Estado, pero dominados por una visión política bajo la cual el Estado se hacía cargo de la mayor parte de los costos saliendo a proteger a depositantes y deudores.

**La primera respuesta ante la crisis tendió a ser política:** el gobierno prometió preservar los dólares de los ahorristas y pesificar 1 a 1 los préstamos de los deudores, más allá de **la inconsistencia a nivel patrimonial de los bancos** (activos pesificados y pasivos dolarizados) y a **la insostenibilidad del arreglo a nivel de costo fiscal.**

Ante el altísimo costo del “arreglo político” de Duhalde, vino **la segunda respuesta: la pesificación asimétrica de Remes, una mezcla forzada para tender a una salida no tan extrema pero siempre más cerca de un arreglo político:** el Decreto 214/02 del 4 de febrero de 2002 dispuso: i) mantener los préstamos privados pesificados 1 a 1 (definiéndose un ajuste por CER que a posteriori terminó postergado y minimizado); ii) pesificar los depósitos a \$ 1,4 por dólar más CER. Para solucionar la pérdida patrimonial de esta asimetría los bancos fueron compensados por el Tesoro. Desde ese momento la legislación y las regulaciones del BCRA siguieron un criterio “pesificador” y “compensador”.

El Cuadro 1 resume los alcances de la pesificación asimétrica:

## Cuadro 1

### ALCANCES DE LA PESIFICACIÓN ASIMÉTRICA

	Activos	Pasivos
<b>Pesificación 1 a 1 + ajuste por CVS a partir del 1/10/02</b>	<p><b>Préstamos a personas físicas:</b> i) que tengan como garantía hipotecaria la vivienda única, familiar y de ocupación permanente; ii) personales con garantía prendaria originariamente convenidos hasta la suma de U\$S 30.000; iii) El resto de los préstamos personales originariamente convenidos hasta la suma de U\$S 12.000</p>	
<b>Pesificación 1 a 1 + CER</b>	<p>1. Préstamos al sector privado constituidos bajo legislación argentina, no incluidos en los préstamos que ajustan por CVS y con la excepción de algunas financiaci3nes que quedaron en dólares (el ajuste por CER corre a partir del 1/10/02); 2. Deudas de los Estados Provinciales contraídas con entidades financieras en las que tengan participaci3n accionaria mayoritaria, originadas en la adquisici3n de carteras crediticias aprobadas por el BCRA, transferidas efectivamente al 31/12/01.</p>	
<b>Pesificaci3n a \$ 1,40 por dólar + CER</b>	<p>1. Integraci3n de requisitos de liquidez y los dólares en la caja de los bancos; 2. Los préstamos garantizados así como el resto de la deuda del Gobierno Nacional y Provincial (salvo la parte que se pesificó 1 a 1)</p>	<p>Salvo los rubros que quedaron en dólares los pasivos se pesificaron a la relaci3n de \$ 1,40 por dólar + CER</p>
<b>Quedaron en dólares</b>	<p>1. Financiaci3nes vinculadas al comercio exterior; 2. Saldos de tarjeta de crédito correspondientes a consumos realizados fuera del pa3s; 3. Contratos de futuros y opciones, incluidos los autorregulados y las cuentas destinadas exclusivamente a la operatoria de dichos mercados; 4. Financiaci3nes al sector privado constituidas bajo legislación extranjera.</p>	<p>1. Obligaciones por intermediaci3n financiera con residentes en el exterior; 2. Contratos de futuros y opciones; 3. Dep3sitos en entidades financieras locales que hubiesen sido efectuados por bancos o instituciones financieras del exterior siempre que se transformen en líneas de crédito que se mantengan y apliquen efectivamente como mínimo por un plazo de cuatro años.</p>

Coficiente de Estabilizaci3n de Referencia (CER): coeficiente de indexaci3n que ajusta por la inflaci3n minorista

Coficiente de Variaci3n de Salarios (CVS): coeficiente de indexaci3n que ajusta en base a las variaciones salariales.

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA

La pesificaci3n asimétrica afectó negativamente el patrimonio neto de las entidades financieras ya que, mientras gran parte de los pasivos se pesificaron al cambio de \$ 1,40 por dólar, los activos se pesificaron parte a \$ 1,40 (préstamos al sector público) y parte 1 a 1 (préstamos al sector privado). Adicionalmente, las líneas de crédito de los bancos con el exterior quedaron en dólares, por lo cual el pasivo se incrementó al ritmo de la devaluaci3n del peso. El Gobierno asumió esta p3rdida patrimonial y los bancos recibieron un bono compensaci3n. En el Cuadro 2 se presentan los efectos patrimoniales sobre el sistema financiero al momento de la pesificaci3n de activos y pasivos. Se detallan los cambios de los rubros más significativos. En el Anexo 1 se presenta una exposici3n más detallada.

## Cuadro 2

Cifras en millones

### Balance del sistema financiero al 31/12/01, pre-devaluación

Activos	En \$    En US\$    Total en \$			Pasivos	En \$    En US\$    Total en \$		
	\$ 1 = US\$ 1				\$ 1 = US\$ 1		
Disponibilidades	2.925	7.074	9.999	Depósitos del Sector Público	2.891	1.539	4.430
Activos del Sector Público	1.460	26.528	27.988	Depósitos del Sector Privado	16.243	46.296	62.539
Préstamos al S. Privado no fin.	14.833	36.915	51.748	Redescuentos y pases	3.610	5.465	9.075
Otros activos netos	2.405	10.196	12.600	ON's y Líneas de crédito Ext.	22	11.399	11.421
				Otros	409	5.461	5.870
<b>TOTAL</b>	<b>21.622</b>	<b>80.713</b>	<b>102.335</b>	<b>TOTAL</b>	<b>23.175</b>	<b>70.160</b>	<b>93.335</b>
				<b>Patrimonio Neto</b>	En \$    En US\$    Total en \$		
					-1.553	10.553	9.000

### Balance del sistema financiero post pesificación asimétrica

#### ANTES DEL BONO COMPENSACIÓN

Activos	En \$    En US\$    Total en \$			Pasivos	En \$    En US\$    Total		
	\$ 1,4 = US\$ 1				\$ 1,4 = US\$ 1		
Disponibilidades	12.829	0	12.829	Depósitos del Sector Público	5.046	0	5.046
Activos del Sector Público	38.411	0	38.411	Depósitos del Sector Privado	81.058	0	81.058
Préstamos al S. Privado no fin.	51.748	0	51.748	Redescuentos y pases	11.106	0	11.106
Otros activos netos	8.567	6.803	18.091	ON's y Líneas de crédito Ext.	313	11.107	15.863
				Otros	926	4.944	7.848
<b>TOTAL</b>	<b>111.555</b>	<b>6.803</b>	<b>121.079</b>	<b>TOTAL</b>	<b>98.449</b>	<b>16.052</b>	<b>120.921</b>
				<b>Patrimonio Neto</b>	En \$    En US\$    Total en \$		
					13.106	-9.249	158

#### LUEGO DEL BONO COMPENSACIÓN

Activos	En \$    En US\$    Total en \$			Pasivos	En \$    En US\$    Total		
	\$ 1,4 = US\$ 1				\$ 1,4 = US\$ 1		
Disponibilidades	12.829	0	12.829	Depósitos del Sector Público	5.046	0	5.046
Activos del Sector Público	38.411	0	38.411	Depósitos del Sector Privado	81.058	0	81.058
<b>Bono compensación</b>	<b>115</b>	<b>9.249</b>	<b>13.063</b>	Redescuentos y pases	11.106	0	11.106
Préstamos al S. Privado no fin.	51.748	0	51.748	ON's y Líneas de crédito Ext.	313	11.107	15.863
Otros activos netos	8.567	6.803	18.091	Otros	926	4.944	7.848
<b>TOTAL</b>	<b>111.670</b>	<b>16.052</b>	<b>134.142</b>	<b>TOTAL</b>	<b>98.449</b>	<b>16.052</b>	<b>120.921</b>
				<b>Patrimonio Neto</b>	En \$    En US\$    Total en \$		
					13.221	0	13.221

**NOTA: Se incluyen únicamente activos y pasivos financieros** (no incluye bienes de uso, bienes diversos, bienes intangibles, obligaciones y créditos diversos))

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA y estimaciones propias

En términos simplificados, el Bono de Compensación por la Pesificación Asimétrica se calculó bajo las siguientes hipótesis:

- 1) El patrimonio financiero neto antes de la devaluación era de \$ 9.000 M, integrado por: a) una posición negativa en pesos: \$ 1.553 M (activos en pesos menos pasivos en pesos); b) una posición positiva en dólares: U\$S 10.553 M (activos en dólares menos pasivos en dólares).
- 2) Contablemente, la devaluación hubiera incrementado el patrimonio financiero neto del sistema a \$ 13.221 M, resultante de un incremento de la valuación de los activos y pasivos en dólares de \$ 10.553 M a \$ 14.774 M ( $10.553 \times 1.4$ ).
- 3) El Decreto 905/02 del 31/05/02 y la Comunicación A 3716 del BCRA del 5/09/02 establecieron que el bono de compensación se calculase de manera tal que el patrimonio financiero neto de los bancos medido en pesos luego de la pesificación asimétrica (con los activos y pasivos que quedaron en dólares valuados a \$ 1,4 por dólar) quedase en \$ 13.221 M, es decir, en el mismo nivel en que hubiese quedado en caso de que no se hubiese pesificado (incluyendo la ganancia por la devaluación).
- 4) Debido a que el bono de compensación en pesos no solucionaba el problema de descalce de monedas (el sistema financiero quedó con más pasivos que activos en dólares), se permitió a los bancos canjear el bono en pesos por un bono en dólares (a un cambio de \$ 1,4 por dólar) por hasta el importe de la posición neta negativa en dólares.
- 5) De esta forma, se calculó un bono compensación en dólares por U\$S 9.249 M - dejando el patrimonio financiero neto en dólares del sistema financiero igual a cero -y un bono compensación en pesos por \$ 115 M.

En el Cuadro 3 se ejemplifica el cálculo del bono compensación a nivel macroeconómico.

### Cuadro 3

## EJERCICIO DE CÁLCULO DEL BONO COMPENSACIÓN A NIVEL MACROECONÓMICO

En millones de pesos

<b>1)</b>	<b>Patrimonio financiero neto a Dic-01</b>	<b>9.000</b>
	Exposición en pesos	-1.553
	Exposición en dólares (expresada en \$ al cambio \$ 1 = U\$S 1)	10.553
<b>2)</b>	<b>Impacto de la devaluación a \$ 1,4 = U\$S 1</b>	<b>4.221</b>
	Ganancia por posición neta positiva en moneda extranjera (40% de 10.553)	
<b>3) =1+2</b>	<b>Patrimonio neto después de la devaluación</b>	<b>13.221</b>
	Exposición en pesos	-1.553
	Exposición en dólares (expresada en \$ al cambio \$ 1,4 = U\$S 1)	14.774
<b>4)</b>	<b>Impacto de la pesificación asimétrica</b>	<b>-13.062</b>
	a) Pérdida por pesificación de activos al cambio \$ 1 = U\$S 1	-14.014
	b) Recupero por pesificación de pasivos al cambio \$ 1 = U\$S 1	950
<b>5)</b>	<b>Patrimonio financiero neto antes de la compensación</b>	<b>157</b>
	Exposición en pesos	13.106
	Exposición en dólares (expresada en \$ al cambio \$ 1,4 = U\$S 1)	-12.948
	<i>Exposición en dólares expresada en U\$S</i>	<i>-9.249</i>
<b>6) = -4</b>	<b>Bono compensación a los bancos*</b>	<b>13.064</b>
	a) Bono en U\$S para revertir la exposición neta deudora en dólares (expresado en \$ al cambio \$ 1,4 = U\$S 1)	12.948
	b) Bono en \$	115
<b>7</b>	<b>Patrimonio neto después de la compensación</b>	<b>13.221</b>
	Exposición en pesos	13.221
	Exposición en dólares	0

(\*): Bono que hace que el patrimonio neto vuelva al mismo valor post-devaluación

A nivel microeconómico el resultado es diferente: a) los bancos que tenían un fuerte endeudamiento con el exterior (pasivos que no fueron pesificados) quedaron con una posición en dólares negativa superior al monto por el que debían ser compensados, por lo cual, pese a canjear todos los bonos en pesos por bonos compensación en dólares, quedaron con una posición en dólares negativa (por ejemplo, un banco que recibió un bono compensación en pesos por \$ 1.500 M y que tenía una posición en dólares negativa por U\$S 1.600 M, canjeó el total del bono en pesos por un bono en dólares de U\$S 1.070 M (\$ 1.500 M / 1,4), y así y todo quedó descalzado por U\$S 530 M); b) aquellos bancos con

mayor deuda local (más pasivos pesificables) recibieron un bono compensación por un monto superior a la posición negativa en dólares, por lo cual, al realizar el canje para no quedar descalzados en dólares todavía les quedaron en cartera bonos en pesos (este es el caso de un banco que recibió un bono compensación en pesos por \$ 3.600 M y quedó con una posición en dólares negativa por U\$S 1.000 M, es decir que sólo necesitó canjear \$ 1.400 M del bono en pesos por un bono en dólares de U\$S 1.000 M, revirtió el descalce de monedas y así y todo le quedó en cartera bono compensación en pesos por \$ 1.600 M).

Como resultado **se emitieron bonos compensación en pesos por \$ 3.084 M y bonos compensación en dólares por U\$S 7.323 M, siendo este el costo fiscal de la pesificación asimétrica.** Aquellos bancos que quedaron con una posición en dólares negativa, tendrán la opción de recibir redescuentos del BCRA por hasta ese monto para adquirir un “bono cobertura” en dólares (a \$ 1,4 por dólar) de forma de llevar la posición en dólares a cero.

La solución propuesta por la compensación mantiene el patrimonio del sistema en pesos ajustados por inflación, ya que activos y pasivos se ajustan por CER. Consecuentemente, incrementos del tipo real de cambio tienden a reducir el patrimonio del sistema medido en dólares y viceversa.

Si se hubiese optado por mantener constante el patrimonio financiero del sistema medido en dólares en lugar de mantenerlo constante medido en pesos (es decir que ante movimientos del tipo de cambio el patrimonio financiero expresado en dólares se mantenga constante), hubiera sido necesario otorgar un redescuento en pesos por \$13.221 millones para que las entidades suscriban un bono **adicional** en dólares por US\$ 9.444 millones, de tal manera que la posición neta en pesos hubiese sido nula y la posición en dólares positiva en dicha magnitud. En esta situación variaciones del tipo de cambio por encima de 1.4 hubiesen mantenido constante el patrimonio del sistema medido en dólares. Claramente la contrapartida hubiese sido un deterioro patrimonial del BCRA o el Tesoro, por lo cual esta opción sería imposible de llevar a cabo. En el Cuadro 4 se ejemplifican ambas alternativas.

## Cuadro 4

# ALTERNATIVAS DE COMPENSACIÓN POR LA PESIFICACIÓN ASIMÉTRICA

En millones	Expresado en pesos	Expresado en dólares
	Al tipo de cambio de cada momento	
<b>1) Patrimonio financiero neto a Dic-01 (Tipo de cambio \$ 1 = U\$S 1)</b>	<b>9.000</b>	<b>9.000</b>
Exposición en pesos	-1.553	-1.553
Exposición en dólares	10.553	10.553
<b>2) Patrimonio financiero neto post-devaluación (\$ 1,4 = U\$S 1)</b>	<b>13.221</b>	<b>9.444</b>
Exposición en pesos	-1.553	-1.109
Exposición en dólares (expresada en \$ al cambio \$ 1,4 = U\$S 1)	14.774	10.553
<b>3) Alternativas de compensación:</b>		
<b>A) Patrimonio financiero neto con bono compensación que deja constante el patrimonio financiero neto en \$ (\$ 1,4 = U\$S 1)</b>	<b>13.221</b>	<b>9.444</b>
Exposición en pesos	13.221	9.444
Exposición en dólares	0	0
<b>Efecto de una devaluación del tipo de cambio</b>		
<b>Patrimonio financiero neto (\$ 3,5 = U\$S 1)</b>	<b>13.221</b>	<b>3.777</b>
Exposición en pesos	13.221	3.777
Exposición en dólares	0	0
<b>B) Patrimonio financiero neto con bono compensación que deja constante el patrimonio financiero neto en U\$S (\$ 1,4 = U\$S 1)</b>	<b>13.221</b>	<b>9.444</b>
Exposición en pesos	0	0
Exposición en dólares	13.221	9.444
<b>Efecto de una devaluación del tipo de cambio</b>		
<b>Patrimonio financiero neto (\$ 3,5 = U\$S 1)</b>	<b>33.053</b>	<b>9.444</b>
Exposición en pesos	0	0
Exposición en dólares	33.053	9.444

## 3. Principales cambios en el sistema financiero durante la etapa de pesificación

Durante los primeros 8 meses de la pesificación se destacan los siguientes efectos:

- a) Entre fines de 2001 y el 2 de septiembre de 2002 los depósitos se redujeron en \$35.000 M de pesos (sin contar el canje de Cedros por Boden).
- b) Parte de esta caída de depósitos, **\$ 15.000 M**, tuvo como contrapartida la **cancelación de préstamos** al sector privado.
- c) El remanente se financió con **asistencia del BCRA por \$ 11.000 M**, y con
- d) La constitución de **nuevos depósitos a plazo fijo por \$ 9.250 M**.

### Cuadro 5

#### Variaciones para el período 31/12/01 al 2/09/02

Millones de pesos

<b>Pérdida de depósitos*</b>	<b>35.475</b>
<b>Total de fuentes de financiamiento</b>	<b>35.362</b>
Asistencia del BCRA	11.153
Nuevos depósitos	9.249
Cancelación de préstamos	14.960

(\*): Es la pérdida contable, ya que no incluye la diferencia por tipo de cambio de los amparos judiciales pagados

- e) La posición neta en pesos del sistema en su conjunto cayó alrededor de \$ 5.600 M (activos en pesos menos pasivos en pesos) entre diciembre de 2001 - post pesificación asimétrica - y septiembre de 2002. Parte de esta reducción estaría asociada a la diferencia de cambio que pagaron los bancos por los amparos judiciales (aproximadamente \$ 3.600 millones) y a las pérdidas operativas del sistema durante los primeros ocho meses del 2002. Las pérdidas por \$ 3.600 millones pueden dar lugar a reclamos de los bancos contra el Estado Nacional.
- f) Parte de los montos de depósitos retirados a 1.4 podrían también generar reclamos adicionales (aunque el posible fallo de la Corte Suprema parecería abarcar únicamente a los depósitos remanentes). En tal caso existirá un pasivo contingente adicional del sistema financiero por la despesificación, el cual debe estimarse en función del diferencial entre el tipo de cambio libre y el tipo de cambio efectivamente pagado al momento del retiro de los fondos. El Estado Nacional deberá hacerse cargo de esta contingencia cuyo monto potencial total podría llegar a US\$ 16.450 millones (tal como se explica en el punto 4).

En el Cuadro 6 se presenta una estimación de la situación del sistema financiero a principios de septiembre de 2002, sin considerar la actualización del activo por CER y CVS y la del pasivo por CER.

### Cuadro 6

Cifras en millones - No incluye ajuste por CER

<b>Balance del sistema financiero al 2-Sep-02</b>							
<b>Activos</b>	En \$ En U\$S Total en \$			<b>Pasivos</b>	En \$ En U\$S Total		
	\$ 3,5 = U\$S 1				\$ 3,6 = U\$S 1		
Disponibilidades	8,215	525	<b>10,053</b>	Depósitos del Sector Público	6,066	0	<b>6,066</b>
Activos del Sector Público	40,492	236	<b>41,320</b>	Depósitos del Sector Privado	31,334	0	<b>31,334</b>
Bono compensación	3,084	7,323	<b>28,715</b>	CEDROS	18,081	0	<b>18,081</b>
Préstamos al S. Privado no fin.	36,788	0	<b>36,788</b>	BODEN*	8,036		<b>8,036</b>
Otros activos netos	5,697	5,745	<b>25,806</b>	Redescuentos y pases	22,259	0	<b>22,259</b>
				ON's y Líneas de crédito Ext.	1	10,581	<b>37,035</b>
				Otros	874	4,702	<b>17,330</b>
<b>TOTAL</b>	<b>94,275</b>	<b>13,830</b>	<b>142,681</b>	<b>TOTAL</b>	<b>86,651</b>	<b>15,283</b>	<b>140,141</b>
				<b>Patrimonio Neto</b>	<b>En \$</b>	<b>En U\$S</b>	<b>Total en \$</b>
				<u>Sin ajuste por CER</u>	<u>7,624</u>	<u>-1,453</u>	<u>2,540</u>
				<u>Con ajuste por CER</u>	<u>16,295</u>	<u>-1,453</u>	<u>11,211</u>

(\*): La contabilización efectiva de la operación de canje implicará una reducción de este pasivo por \$ 8.036 M con contrapartida en una reducción idéntica de los préstamos al sector público.

**NOTA:** Se incluyen únicamente activos y pasivos financieros

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA y estimaciones propias

El ajuste por CER incrementa la posición financiera neta en pesos de \$ 7.626 M a \$ 16.295 M.

Si se permitiese que las entidades adquieran definitivamente los Boden con préstamos garantizados se reducirían tanto el activo como el pasivo en pesos en la misma magnitud, sin modificar la posición neta en pesos.

## 4. Hacia la despesificación

### a) El camino gradual de despesificación implícita y voluntaria

La estrategia del gobierno seguida desde mediados de 2002 parece consistir en una **despesificación gradual y voluntaria**, que alcanza exclusivamente a los **depósitos**. Las autoridades no han planteado alternativa alguna de despesificación de la cartera activa. El gobierno está dispuesto a asumir los costos de esta estrategia de despesificación de depósitos.

Cronológicamente, el **primer instrumento despesificador, desprolijo y discrecional** (impulsado por la justicia y no por el gobierno) **fueron los amparos**. Tanto en diciembre como en enero, algunos depositantes recurrieron a la Justicia en busca de amparos y lograron medidas cautelares que obligaron a los bancos a restituir los depósitos en su moneda original contra las disposiciones del Ejecutivo. Para los bancos, la diferencia cambiaria entre pagar los depósitos al dólar libre en vez de a \$ 1,4 (como lo había establecido al pesificación) tuvo hasta ahora un costo de alrededor de \$ 3.600 M.

El segundo instrumento despesificador, esta vez sí impulsado por el gobierno, se manifestó a través del Decreto 905/02 del 31 de mayo de 2002 que impulsó el canje voluntario de depósitos reprogramados por Bonos del Tesoro (BODEN).

El Decreto 1836 del 16 de septiembre de 2002 autorizó a los bancos a adquirir estos bonos para entregar a los ahorristas mediante el canje de los mismos por activos públicos que posean en su cartera de acuerdo al siguiente orden de prelación: a) Bonos del Gobierno Nacional 2% 2007 por hasta el importe de la compensación recibida por la pesificación asimétrica; b) Préstamos garantizados del Estado Nacional en cartera al 31/12/01 y c) Deudas del Sector Público Provincial. **En términos de deuda pública, esta operación implica un aumento de la deuda nominada en dólares vis a vis una caída de la deuda nominada en pesos ajustada por CER.** Pero si se tiene en cuenta que esta deuda en pesos era originariamente en dólares, la deuda pública no se ve alterada si se la compara con la existente antes de la pesificación.

El tercer instrumento es el nuevo canje voluntario puesto en marcha por el gobierno a través del Decreto 1836 del 16 de Septiembre de 2002. El menú de opciones para los depositantes es doble: i) una Letra bancaria en pesos que paga \$ 1,4 por dólar más CER con cobertura cambiaria pública por la diferencia de cambio existente al momento de la devolución; ii) un Bono en dólares con cobertura bancaria hasta \$ 1,4 más CER.

Esta secuencia de acciones gubernamentales no modifica el hecho de que el patrimonio de los bancos expresado en dólares siga expuesto a variaciones del tipo real de cambio, dado que la posición en dólares del sistema es negativa y la posición en pesos positiva. Las cláusulas de indexación del activo y el pasivo permiten que el patrimonio del sistema expresado en pesos se mantenga en términos reales. En esta situación sólo una apreciación real del peso sería compatible con el mantenimiento del patrimonio en dólares del sistema y también con la recuperación de su rentabilidad operativa. A los actuales precios relativos, la despesificación de depósitos financiada por el Tesoro no es suficiente para recuperar la solvencia y rentabilidad del sistema financiero.

## **b) Alternativa de despesificación de depósitos**

Hemos evaluado esta alternativa considerando dos variantes:

- i. No retroactivo: la despesificación alcanza solamente a los depósitos reprogramados originalmente pesificados que no han sido desreprogramados y cuyos titulares todavía no han ejercido ninguna de las opciones de canje por bonos en dólares ofrecidas por el gobierno, es decir que la despesificación alcanzaría a la totalidad de los Cedros remanentes;
- ii. Retroactivo: la despesificación alcanza al total de pasivos pesificados originariamente, debiéndose pagar plenamente las diferencias entre los montos cobrados en pesos al tipo de cambio de 1.4 y el tipo de cambio de mercado.

Bajo la alternativa i) se despesificarían \$ 18.081 M de CEDROS, equivalentes a US\$ 12.915 M a un tipo de cambio de 1.4. La pérdida patrimonial del sistema es equivalente a la diferencia entre el tipo de cambio de mercado al que ahora se contabilizarían estos depósitos y el tipo de cambio de 1.4 al que habían sido pesificados, aplicado al stock de US\$ 12.915 M. Consecuentemente el patrimonio del sistema sufriría las siguientes modificaciones:

### Cuadro 7

#### Despesificación de CEDROS remanentes, a un tipo de cambio de \$ 1,4 por dólar:

caída de pasivos en pesos por \$ 18.081 M

Aumento de pasivos en dólares por US\$ 12.915 M (\$ 18.081 M / 1,4)

En millones	Expresado en pesos	Expresado en dólares \$ 3,5 = U\$S 1
<b>Patrimonio financiero neto al 2-Sep 02</b>	<b>2.539</b>	<b>725</b>
<b>Sin ajuste por CER</b>		
Posición neta en pesos	7.624	2.178
Posición neta en dólares	-5.086	-1.453
<b>Patrimonio financiero neto post despesificación</b>	<b>-24.583</b>	<b>-7.024</b>
Posición neta en pesos (\$ 7.624 M + \$ 18.081 M)	25.705	7.344
Posición neta en dólares (- U\$S 1.453 M - U\$S 12.915 M)	-50.288	-14.368
<b>Bono compensación para mantener el Patrimonio del sistema medido en pesos</b>	<b>27.122</b>	<b>7.749</b>
<b>-\$ 24.583+\$ 27.122= \$ 2.539</b>		

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA

En la sección 6 se evalúa el costo fiscal de esta alternativa.

Bajo la alternativa b) la despesificación alcanzaría al total de depósitos que fueron pesificados en diciembre, revirtiendo la operación de canje voluntario de CEDROS por BODEN. A diciembre de 2001 los depósitos en dólares ascendían a US\$ 48.000 M. Luego de la pesificación a \$ 1,4 por dólar (que elevó los depósitos en

pesos a \$ 67.200 M) los bancos devolvieron depósitos por \$ 35.000 M. Con esos \$ 35.000 M, a un tipo de cambio promedio de \$ 2,4 por dólar, los depositantes pudieron comprar dólares por un total de U\$S 14.600 M ( $\$ 35.000 / 2,4$ ), por lo cual todavía restaría devolver depósitos por U\$S 33.400 M ( $U\$S 48.000 M - U\$S 14.600 M$ ).

## Cuadro 8

### Ejercicio de despesificación de todos los depósitos pesificados

En millones	Expresado en pesos	Expresado en dólares \$ 3,5 = U\$S 1
<b>Patrimonio financiero neto al 2-Sep 02</b>	<b>2.539</b>	<b>725</b>
<b>Sin ajuste por CER</b>		
Posición neta en pesos	7.624	2.178
Posición neta en dólares	-5.086	-1.453
<b>Patrimonio financiero neto post despesificación</b>	<b>-82.162</b>	<b>-23.475</b>
<b>Posición neta en pesos</b>	<b>39.824</b>	<b>11.378</b>
Posición pre despesificación	7.624	
Más caída de pasivos en \$ por despesificación depósitos en cartera: \$ 67.200 M pesificados a dic-01 menos \$ 35.000 M pagados	32.200	
<b>Posición neta en dólares</b>	<b>-121.986</b>	<b>-34.853</b>
Posición pre despesificación		-1.453
Menos aumento de pasivos en U\$\$ por despesificación depósitos: U\$S 48.000 M a dic-01 menos U\$S 14.600 M pagados ( $\$ 35.000 M / 2,4$ )		-33.400
<b>Bono compensación necesario para mantener el Patrimonio del sistema expresado en pesos</b> -\$ 82.162+\$ 84.700 = \$ 2.539	<b>84.700</b>	<b>24.200</b>

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA

En la sección 6 también se evalúa el costo fiscal de esta alternativa.

### c) Alternativa de despesificación de depósitos y créditos

Hemos analizado esta alternativa bajo dos supuestos: i) la despesificación es total sobre los créditos y depósitos remanentes y ii) al igual que en el caso anterior la despesificación alcanza al total de depósitos originalmente pesificados.

En ambos casos hemos supuesto que **los redescuentos y pases del sistema no son despesificables**. Dicha asistencia financió parcialmente la pérdida de depósitos del sistema. En la nueva situación los créditos se dolarizan, pero los redescuentos no, lo que genera una ganancia patrimonial para el sistema en su conjunto.

Por otra parte hemos estimado que el incremento de la incobrabilidad, que al nivel actual del tipo real de cambio puede llegar a US\$ 12.600 millones (Anexo II).

En el Cuadro 9 se presenta una estimación del efecto de despesificación sobre el patrimonio del sistema, bajo la alternativa i): despesificación de CEDROS y préstamos remanentes. En dicho Cuadro no se incluye una estimación del deterioro de la cartera crediticia, el cual se analizará posteriormente.

## Cuadro 9

### Despesificación de Activos y CEDROS remanentes

En millones - No incluye ajuste por CER

#### Efectos sobre el Pasivo

	Tipo de cambio \$/ U\$\$	Variación de pasivos en \$	Variación de pasivos en U\$\$
1- Despesificación de CEDROS remanentes	1,4	-18.081	12.915

#### Efectos sobre el ACTIVO\*

	Tipo de cambio \$/ U\$\$	Variación de activos en \$	Variación de activos en U\$\$
1- Disponibilidades	1,4	-7.074	5.053
2- Títulos públicos	1,4	-7.629	5.449
3- Títulos privados	1,0	-331	331
4- Préstamos al sector público	1,4	-29.510	21.079
5- Préstamos al sector privado neto de provisiones	1,0	-17.413	17.413
<b>SUBOTAL</b>		<b>-61.957</b>	<b>49.324</b>
6- Anulación bono compensación		-3.084	-7.323
<b>TOTAL</b>		<b>-65.041</b>	<b>42.001</b>

#### Efectos Patrimoniales

	Expresado en pesos	Expresado en dólares \$ 3,5 = U\$\$ 1
<b>Patrimonio financiero neto al 2-Sep 02</b>	<b>2.539</b>	<b>725</b>
Posición neta en pesos	7.624	2.178
Posición neta en dólares	-5.086	-1.453
<b>Patrimonio financiero neto post despesificación</b>	<b>57.380</b>	<b>16.394</b>
Posición neta en pesos	-39.336	-11.239
Posición neta en dólares	96.716	27.633

$$\$ 7.624 + \$ 18.081 - \$ 65.041$$

$$U\$ - 1.453 - U\$ 12.915 + U\$ 42.001$$

(\*): Salvo en el caso de los préstamos al sector privado, la despesificación de activos se calcula sobre el monto originalmente pesificado a dic-01

Fuente: M&S CONSULTORES en base a BCRA

Hemos supuesto que la cancelación de préstamos ocurrida durante este período correspondió exclusivamente a préstamos originalmente otorgados en dólares, por lo cual sólo restan por cancelar US\$ 17.413 millones (netos de provisiones) sujetos a una eventual despesificación.

Si no tomamos en consideración el probable incremento de la cartera irregular, la despesificación incrementa el patrimonio financiero neto del sistema de \$ 2.540 M (US\$726 M) a \$ 57.382 M (US\$ 16.395 M).

Este resultado obedece básicamente a que los pasivos a ser despesificados, US\$ 12.915 M son inferiores a los activos re-dolarizados US\$ 49.325 M, de los cuales US\$ 17.744 M se re-dolarizan 1 a 1 (títulos y préstamos al sector privado neto de provisiones), en tanto que US\$ 31.581 M se re-dolarizan a \$ 1.4 por dólar. Adicionalmente supusimos la anulación completa de los Bonos de Pesificación Asimétrica, ya que ante una despesificación carecen de sentido. El sistema termina siendo acreedor neto en dólares (activos en dólares menos pasivos en dólares) por aproximadamente US\$ 27.600 M.

Considerando que ante una despesificación de los créditos las provisiones por incobrabilidad podrían incrementarse en US\$ 12.600 M, el patrimonio financiero neto del sistema se reduciría de US\$ 16.400 M a US\$ 3.800 M al tipo de cambio actual.

## **5. Asimetría de la despesificación, según la asistencia del BCRA a las entidades financieras.**

Esta situación es solo válida para el sistema en su conjunto. Pero dado que la asistencia del BCRA se concentró en pocas entidades, es posible que la mayoría de las entidades del sistema enfrenten serias pérdidas patrimoniales ante una eventual despesificación tanto de activos como de pasivos. En general, cuanto mejor posicionada se encontraba una entidad en términos de liquidez y solvencia (lo que implicó que la entidad no recurriera a la asistencia del BCRA, que no está sujeta a una despesificación) más adverso será el efecto de la despesificación. De la misma manera, es posible conjeturar que cuanto mejor la cartera de la entidad, peor será el efecto de la despesificación, ya que es muy posible que los créditos con menor riesgo crediticio ya se hayan cancelado.

En base a la información disponible no es posible realizar una estimación para cada entidad en particular. No obstante sabemos que cuatro entidades concentraron el 80% de la asistencia otorgada por el Banco Central a lo largo del año. Por lo tanto la despesificación afectará seriamente la solvencia de la mayoría de las entidades financieras.

El efecto sobre el patrimonio es exactamente el mismo que el de una dolarización de los redescuentos, ya que para una misma pérdida de depósitos la entidad debió recurrir a la liquidación de sus activos para poder enfrentar dicha pérdida. En tal caso el incremento de la cartera irregular podría más que compensar el

incremento del patrimonio (debido a la despesificación de otros activos, como préstamos al sector público o efectivo pesificado), implicando la quiebra de algunas entidades.

Entre diciembre de 2001 y el 2 de septiembre de 2002 la caída de depósitos se financió en gran medida con redescuentos y pases activos del Banco Central, que se incrementaron en \$ 11.153 millones (post pesificación de los pases). Si la pérdida de depósitos se hubiese financiado exclusivamente con recupero de cartera, la posición neta en pesos post despesificación de activos y CEDROS remanentes, cambiaría de -\$ 39.336 M a -\$ 28.183 M, en tanto que la posición en dólares se reduciría de US\$ 27.633 M a US\$ 16.480 M, consiguientemente el patrimonio neto del sistema se reduciría de \$ 57380 M (US\$ 16.394 M) a \$ 29.500 M (US\$ 8.428 M).

### Cuadro 10

## Efecto de la despesificación en el caso que los bancos no hubiesen recibido redescuentos

En millones

Tipo de cambio: \$ 3,5 = US\$ 1

	Post-redolarización		Diferencia	
	Caso actual	Sin redescuentos y pases activos		
57680 110043,5 39036				
<b>Posición financiera neta en \$</b>	<b>-\$39.336</b> - US\$ 11.239	<b>-\$28.183</b> - US\$ 7.472	<b>\$11.153</b> US\$ 3.767	La posición mejora porque la pérdida de depósitos no se financia con redescuentos y pases (menos pasivos en pesos)
<b>Posición financiera neta en US\$</b>	<b>US\$ 27.633</b> \$96.716	<b>US\$ 16.480</b> \$57.680	<b>US\$ -11.153</b> -\$39.036	La posición se deteriora ya que hay \$ 11.153 M menos de préstamos para re-dolarizar (al cambio de \$1 = US\$1)
<b>Patrimonio financiero neto</b>	<b>\$57.380</b> <b>US\$ 16.394</b>	<b>\$29.497</b> <b>US\$ 8.428</b>	<b>-\$27.883</b> <b>- US\$ 7.966</b>	

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA

Considerando un incremento de las provisiones de US\$ 12.600 millones, finalmente el patrimonio financiero neto del sistema se reduciría a -US\$ 4.172 M.

Un punto importante a destacar es que todos los cálculos sobre la variación patrimonial del sistema se basan en el mantenimiento de los valores contables de los créditos otorgados al sector público. Si considerásemos la valuación de mercado, el sistema como un todo sería insolvente. Ahora bien, la renegociación de la deuda pública puede implicar una quita de capital, pari passu para todos los acreedores. Una quita del 18% tornaría nulo el patrimonio del sistema, dado que el patrimonio neto del sistema (US\$ 3.800 millones considerando las provisiones

adicionales) es aproximadamente equivalente al 18% del stock de créditos al sector público. Nuevamente remarcamos que este cálculo es para el sistema en su conjunto, si considerásemos las entidades sin asistencia del BCRA, la quita sobre la deuda pública compatible con la solvencia de las entidades sería menor, aunque cada caso dependerá de la composición de los portafolios de cada entidad en particular.

En el caso en que la redolarización alcance a los préstamos ya cancelados (\$ 14.960 M), la posición neta en dólares se incrementaría de U\$S 27.600 M a U\$S 42.594 M, y el patrimonio financiero neto de U\$S 16.400 M a U\$S 27.081 M. Considerando el incremento de provisiones por U\$S 12.600 M, el patrimonio se incrementaría de U\$S 4.000 M a U\$S 14.400 millones. Este ejercicio debe interpretarse como tal, dado que resultaría extremadamente complicado que los bancos puedan recuperar las diferencias de cambio de los préstamos ya cancelados. Por otra parte, esta alternativa sólo tendría sentido en el caso en que se redolarizaran también todos los depósitos ya cancelados, no sólo los remanentes.

En la sección 6 también se resume el costo fiscal de esta alternativa. Queremos destacar que cada banco debe tratarse como un caso individual y que resultará muy difícil resolver cada caso particular, ya que este dependerá de la composición de cartera de cada entidad y de la cancelación de créditos ya acontecidos durante los primeros 8 meses del año. Lamentablemente se permitieron cancelaciones anticipadas, lo que probablemente implique que estas operaciones sean irreversibles.

## **Alternativa de despesificación total de depósitos**

Como ya explicamos en el capítulo 4, la alternativa de despesificación total de depósitos implicaría una pérdida patrimonial adicional, respecto del balance estimado a septiembre de 2002 luego de la redolarización de todos los activos y Cedros remanentes, que ascendería a US\$ 16.450 M (ver la diferencia del patrimonio financiero neto entre el cuadro 7 - despesificación únicamente de CEDROS remanentes - y el cuadro 8 - despesificación de todos los depósitos originariamente pesificados). El patrimonio del sistema se reduciría de US\$ 27.081 M millones a US\$ 10.631 millones, antes de considerar la pérdida por incremento de provisiones por riesgo de incobrabilidad. Adicionalmente debe considerarse la asimetría planteada en la sección anterior respecto de la asistencia del BCRA, lo que indica que bajo esta alternativa las entidades presentarían problemas de solvencia prácticamente irreversibles.

## **6. Análisis desde la perspectiva del Estado**

En el cuadro 11 se resume el costo fiscal de las alternativas tratadas en el capítulo 4, que corresponden a casos de despesificación de depósitos exclusivamente. La

despesificación de pasivos implica que el patrimonio del sistema en su conjunto tiende a deteriorarse ante una despesificación. En consecuencia, el recupero de la solvencia patrimonial requerirá que el Estado compense dichos deterioros. En el Anexo 3 se presenta la metodología de estimación de las compensaciones del sector público al sistema financiero.

**Cuadro 11**  
Incremento de la deuda pública en los  
casos de despesificación de depósitos

<b>Patrimonio financiero neto a sep-02</b> (sin ajuste por CER)	U\$S M	<b>726</b>
<b>Bono compensación</b>		
Por despesificación de CEDROS remanentes	U\$S M	<b>7.749</b>
Por despesificación del total de depósitos	U\$S M	<b>24.200</b>

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA y estimaciones propias

En el caso de despesificación de los depósitos remanentes, el Estado deberá emitir un bono adicional por US\$ 7.749 millones para compensar las pérdidas del sistema. Todos estos casos pueden interpretarse como el resultado de una despesificación asimétrica, donde los depósitos se pesificaron al tipo de cambio libre.

En el último caso, despesificación total de depósitos el Estado deberá emitir un título adicional de US\$ 24.200 millones.

En todos estos casos las soluciones al deterioro patrimonial del sistema pueden instrumentarse tanto entregando un título público en dólares equivalente al deterioro, como otorgando un redescuento para que las entidades compren los títulos públicos en dólares para devolver los depósitos.

**El caso de despesificación total es más complejo de analizar.** En esta alternativa, el patrimonio del sistema en su conjunto tiende a recuperarse ante una despesificación, sin considerar el efecto de deterioro de las carteras crediticias debido al incremento del tipo real de cambio.

En tal caso no es necesario que el estado instrumente el Bono de despesificación asimétrica, pero **toda la deuda pública instrumentada con el sistema financiero volverá a dolarizarse.** Volveríamos a la Fase I del canje ya que la restante deuda interna fuera del sistema bancario debería también despesificarse. Esto indica que la deuda pública en dólares volvería al nivel previo a la devaluación y la pesificación, tal como puede apreciarse en el Anexo 3.

## Cuadro 12

### Incremento de la deuda pública en los casos de despesificación total

En millones de dólares	Dic-01	Dic-01 post pesificación y bono compensación /1	Sep-02 Sin ajuste por CER	Despesificación total de activos y pasivos	
				sólo CEDROS remanentes	Total de depósitos
Tipo de cambio	1,0	1,4	3,5	3,5	3,5
<b>Sector público:</b>					
<b>Deuda neta con el sistema financiero*</b>	<b>-26.205</b>	<b>-36.029</b>	<b>-15.504</b>	<b>-26.978</b>	<b>-26.978</b>
Variación respecto del 12/01		-9.824	10.701	-773	-773
Variación respecto del 9/02				-11.474	-11.474

(\*): (Títulos públicos + Lebac + préstamos al sector público + encajes) - (Redescuentos + pases)

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA y estimaciones propias

**No sorprendentemente, en el caso de la despesificación total que abarca a todos los depósitos, la deuda del sector público con el sistema financiero termina siendo similar a la existente antes de la pesificación y la devaluación.**

Desde la perspectiva del Tesoro, la situación vuelve a ser idéntica a la original. La deuda neta del sector público con el sistema financiero se reduce con respecto a la situación a septiembre de 2002 simplemente por la redolarización de la deuda pública.

### **Análisis del ajuste fiscal compatible con la solvencia del sector público**

El ranking de costo fiscal de las alternativas en términos de endeudamiento del sector público es el siguiente:

- 1) La despesificación del total de depósitos implicaría un incremento del endeudamiento neto del sector público de US\$ 26.200 M en diciembre de 2001 a US\$ 39.700 M, es decir un incremento del orden de US\$ 13.500 M (US\$ 15.504 M a sep-02 según Cuadro 12 + un incremento de US\$ 24.200 M según Cuadro 11).
- 2) La despesificación total de activos y pasivos remanentes (incluidos los encajes bancarios), incrementa la deuda neta del sector público con el sistema financiero en tan sólo US\$ 773 M más que en diciembre de 2001, aunque es probable que el Estado deba asistir a algún grupo de entidades en un monto aproximado de US\$ 4.000 millones para compensar las pérdidas patrimoniales del sistema (ver Cuadro 12).
- 3) La alternativa gradual o de despesificación de los CEDROS remanentes implica una ganancia fiscal en términos de una reducción del endeudamiento

de US\$ 2.952 M (un stock de U\$S 26.205 M a dic-02 contra U\$S 15.504 M a sep-02 según Cuadro 12 más un incremento de U\$S 7.749 M según Cuadro 11).

En el segundo caso, el sector público es acreedor neto en pesos del sistema financiero (redescuentos) y deudor neto en dólares, por lo cual reducciones del tipo real de cambio fortalecen el patrimonio del sector público. En tanto que bajo las alternativas de despesificación únicamente de depósitos, el sector público es deudor neto en pesos, lo cual podría implicar una demanda por licuación de deudas (vía hiperinflación) por parte del propio estado.

Debemos notar que aun cuando la deuda pública no se vea incrementada, el cociente entre endeudamiento y recaudación fiscal se ha triplicado, al igual que el pago de intereses respecto de la recaudación. Claramente esto depende del nivel del tipo real de cambio.

En el Cuadro 13 se presenta la magnitud del ajuste fiscal compatible con la solvencia del sector público nacional en términos de la magnitud del superávit primario respecto de los ingresos fiscales. Al tipo de cambio actual se requeriría un superávit equivalente al 50% de los ingresos fiscales para el pago de un interés promedio del 7% sobre la deuda pública despesificada, v.g., re-dolarizada.

Conjeturamos que el ajuste de largo plazo será del orden de 20/25% de los ingresos, dado que es posible que el tipo real de cambio converja a un nivel del orden de 1.5 y que adicionalmente se verifiquen quitas de intereses y/o capital sobre la deuda pública.

### Cuadro 13

#### **Superávit primario como % de los ingresos fiscales, compatible con el pago de intereses de la deuda pública**

Millones de U\$S

Deuda pública a Dic-01	144,400			
Tasa de interés	7%			
Tipo real de cambio	1.0	1.5	2	2.5
Ingresos fiscales	52,500	35,000	26,250	21,000
Intereses	10,108	10,108	10,108	10,108
<b>Ajuste fiscal compatible con la solvencia</b> (Intereses / Ingresos fiscales)	<b>19%</b>	<b>29%</b>	<b>39%</b>	<b>48%</b>

El pago de intereses es compatible con la solvencia, ya que en el mediano y largo plazo la relación deuda/PBI tiende a reducirse. Por otra parte, estimamos que el tipo real de cambio de equilibrio tenderá a un nivel permanentemente superior al registrado durante la convertibilidad, dado que pasaríamos de una situación de

ingreso de capitales a una situación de egresos equivalentes, al menos, al pago de intereses de la deuda externa (pública y privada).

En el caso de una despesificación total de depósitos la deuda pública se incrementaría en una magnitud inferior al 8%, por lo que la magnitud del ajuste fiscal no cambiaría significativamente respecto de lo planteado en el Cuadro 14. Una reducción de la tasa de interés de 50 bp implicaría mantener constante el pago de intereses. En el cuadro 9 se presentan el ajuste fiscal compatible con la solvencia, para diferentes niveles de la tasa de interés.

**Cuadro 14**  
**Superávit primario como % de los ingresos fiscales,**  
**compatible con el pago de intereses de la deuda pública,**  
**para diferentes tasas de interés de la deuda negociada**

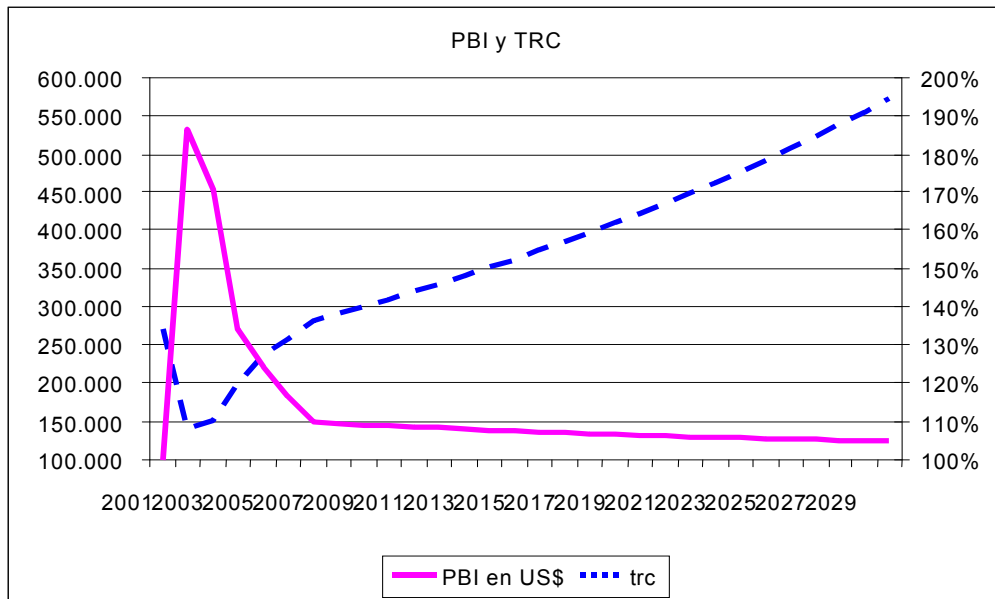
<u>Tasas de interés</u>	<u>Tipo real de cambio</u>			
	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>
7%	19%	27%	37%	46%
6%	17%	23%	31%	40%
5%	14%	19%	26%	33%
4%	11%	15%	21%	26%

Notemos por ultimo, que una reversión completa de la fuga de capitales llevaría el tipo real de cambio a niveles muy cercanos a los existentes en diciembre de 2001, por lo cual el ajuste fiscal sería más viable. El ajuste fiscal con fuga de capitales determinara un colapso total de la demanda agregada y en consecuencia no es sostenible. Por lo cual concluimos que solo es razonable realizar el ajuste fiscal en un contexto de normalización institucional, renegociación de la deuda pública, y reversión de las expectativas.

En el Gráfico 1 se presenta una evolución posible del tipo real de cambio para un escenario optimista, bajo los siguientes supuestos:

- a) La economía presenta una importante recuperación a partir del 2004, el PBI en dólares alcanza los niveles del 2001 a principios del 2007.
- b) La tasa de crecimiento de largo plazo es de 3% anual.
- c) El balance comercial converge a US\$ 8.000 millones por año.

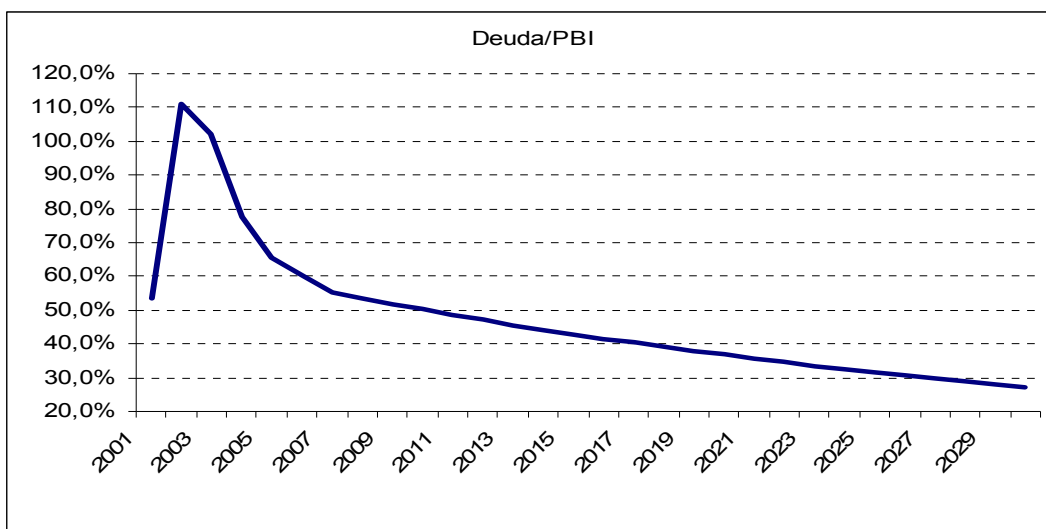
**Gráfico 1**



Bajo estos supuestos, el tipo real de cambio converge a 110% a partir del 2001 (base 2001 = 100%).

La Deuda pública como porcentaje del PBI alcanza los valores del 2001 en el 2008. (Gráfico 2). El cociente entre pago de intereses e ingresos fiscales también alcanza el valor del 2001 en el año 2008, siguiendo un comportamiento idéntico a la dinámica de la relación deuda/PBI.

**Gráfico 2**



## Anexo 1

### Efectos de la pesificación sobre el sistema financiero

Millones de \$	Dic-01	Pesificación	Supuestos
<b>Activos financieros en \$</b>	<b>26,202</b>	<b>120,695</b>	
Disponibilidades	2,925	12,829	Se incrementan por el monto de las disponibilidades en U\$S (encajes) pesificados a 1,4
Títulos públicos	175	7,804	Se incrementan por el monto de los títulos públicos en U\$S pesificados a \$ 1,4
Títulos privados	234	565	Se incrementan por el monto de los títulos privados en U\$S pesificados 1 a 1
Préstamos S. Público	1,284	30,607	Se incrementan por el monto de los préstamos al S. público en U\$S pesificados a \$ 1,4 (una porción mínima se pesificó 1 a 1)
Préstamos S. Privado	14,833	51,748	Se incrementan por el monto de los préstamos en U\$S pesificados a un tipo de cambio de \$ 1 = U\$S 1
Previsiones	-2,404	-6,946	El incremento corresponde a las provisiones por incobrabilidad de los préstamos en dólares, pesificadas 1 a 1
Sedesa + Fideicomisos financieros	406	3,019	Pesificación de estos rubros en U\$S a \$ 1,4
Contrapartida pases BCRA	-	7,110	
Otros	8,748	13,844	
Bono compensación pesificación asimétrica	-	115	Corresponde al monto necesario para restituir el patrimonio financiero neto del sistema al nivel del 31-12-01, una vez que la posición neta original en US\$ se valuó a \$ 1,4 por dólar, es decir, computando la ganancia cambiaria de la devaluación

Millones de U\$S	Dic-01	Pesificación	Supuestos
<b>Activos financieros en U\$S</b>	<b>88,186</b>	<b>20,012</b>	
Disponibilidades	7,074	-	
Títulos públicos	5,449	-	
Títulos privados	234	-	
Préstamos S. Público	21,079	-	
Préstamos S. Privado	36,915	-	
Previsiones	-4,542	-	
Sedesa + Fideicomisos fin.	2,098	232	
Contrapartida pases	5,079	-	
Otros	14,800	10,531	
Bono compensación pesificación asimétrica		9,249	Corresponde al monto necesario para hacer nula la posición neta del sistema en U\$S

Millones de \$	Dic-01	Pesificación	Supuestos
<b>Pasivos financieros en \$</b>	<b>27,755</b>	<b>107,474</b>	
Depósitos	19,135	86,103	Se incrementan por el monto de los depósitos en U\$S a 1,4 por dólar
Redescuentos	3,610	3,610	Los redescuentos en su origen eran en pesos
Pases pasivos del BCRA	0	7,110	El incremento corresponde a la pesificación a \$ 1,4 por dólar de los pases del BCRA
Obligaciones subordinadas	0	341	Efecto de la pesificación 1 a 1 de las obligaciones subordinadas con residentes locales
Resto de pasivos	5,010	10,309	

Millones de U\$S	Dic-01	Pesificación	Supuestos
<b>Pasivos financieros en U\$S</b>	<b>77,633</b>	<b>20,012</b>	
Depósitos	47,835	0	
Redescuentos	386	-	
Pases pasivos del BCRA	5,079	-	
Obligaciones con el exterior	14,118	14,118	No se pesificaron
Obligaciones subordinadas	2,275	1,934	Se pesificaron sólo las obligaciones con residentes locales, alrededor de un 15% del total, a un cambio de 1 a 1
Resto de pasivos	7,941	3,960	

	Dic-01	Pesificación
<b>Posición neta en \$ = activos en \$ - pasivos en \$</b>		
expresado en \$	-1,553	13,221
expresado en U\$S	-1,553	9,444
<b>Posición neta en U\$S = activos en U\$S - pasivos en U\$S</b>		
expresado en \$	10,553	0
expresado en U\$S	10,553	0
<b>Patrimonio financiero neto = activos menos pasivos</b>		
expresado en \$	9,000	13,221
expresado en U\$S	9,000	9,444

## **ANEXO II**

### **1. Análisis desde la perspectiva de los deudores del sistema financiero.**

La pesificación puede interpretarse como una medida “complementaria” a la devaluación que puso fin al régimen de la convertibilidad. Una devaluación sin despesificación hubiera implicado un serio deterioro patrimonial, o incluso la quiebra masiva del sistema bancario, por el incremento de la cartera irrecuperable.

La pesificación generó que ese costo se pase plenamente a los depositantes, aunque esto se limitó por la pesificación asimétrica y la indexación, lo que implica que ese costo deberá ser asumido por el Estado.

La aplicación de la indexación (CER o salarios) tiende a resolver parcialmente el problema de los deudores del sistema financiero, ya que estas medidas no consideran la totalidad de la complejidad del problema ante un cambio tan brusco de precios relativos y caída del nivel de actividad. La alternativa óptima hubiese sido ajustar las deudas por la variación del ingreso nominal neto de los deudores, en cuyo caso se hubiese mantenido la capacidad de pago en términos proporcionales al negocio de cada deudor.

#### **2.1. La capacidad de pago de la deuda**

Desde una perspectiva económica, el valor de una deuda es proporcional a la capacidad de pago del deudor y no el valor facial o contractual de la deuda. La capacidad de pago de una deuda, v.g., su valor económico, está determinada por el valor presente del flujo de fondos de la empresa.

Dicho flujo de fondos es equivalente al excedente de la empresa, luego del pago de impuestos, reinversión de utilidades (si esto tiene sentido económico) y mantenimiento de una rentabilidad normal para el accionista. De otra manera será más negocio cerrar la empresa, venderla, concursarla o quebrarla.

La estructura de la deuda, corto o largo plazo, no modifica la capacidad de pago, aunque si puede implicar alguna acción legal por parte de los acreedores.

Esquemáticamente el flujo de fondos en Pesos (Ft) de la empresa se define como:

$$(1) F_t = F(Y_t, e_t) P_t (1 - T)$$

Y es el nivel de actividad en términos reales (equivalente al volumen de producción físico de la empresa), e el tipo real de cambio, T la tasa de impuesto a las ganancias, P<sub>t</sub> es el nivel de precios (puede ser uno distinto para cada sector no transable) y t indica cada período de tiempo. Supondremos que F incluye la inversión óptima (que puede ser la mínima necesaria para seguir operando) y que no hay distribución de utilidades a los accionistas.

Remarcamos que esta capacidad de pago está expresada en Pesos. La capacidad de pago en dólares (ft) se define como:

$$(2) ft = F(Y_t, e_t) P_t/E_t = F_t/e_t$$

Et es el tipo de cambio nominal. Notemos que una devaluación reduce ft para el caso del sector no transable por dos vías, primero, vía el efecto directo del incremento del tipo real de cambio, segundo, la reducción de Ft por el cambio adverso de los precios relativos. También hay un efecto adicional por la reducción del nivel de actividad, pero este es un efecto macro, común (aunque con distinta intensidad) para todos los sectores no transables.

En la presente coyuntura las empresas productoras de bienes y servicios transables no presentan una reducción en Y, a la vez que el aumento de e las hace más solventes. Por lo cual no se analizará este caso específicamente. Se supondrá que la cartera de un banco asignada a este sector no sufre ningún deterioro. Queda sin embargo una duda respecto del sector sustitutivo de exportaciones donde la reducción del nivel de actividad puede haber sido tan importante que más que compensó la mejora de precios relativos.

Si consideramos el caso de los no transables, tendremos que el **cambio** en la capacidad de pago en dólares (dCPT) es equivalente a:

$$(3) dCPT = (F(Y_t, e_t)/e_t - F(Y, e)/e)(1 - T)$$

Antes de la devaluación y la contracción del nivel de actividad CP era función de e (el tipo real de cambio pre-devaluación) e Y (el nivel de actividad previo).

El valor presente (VP) del flujo de dCPT's indica el deterioro de la capacidad de pago.

Supongamos que previo a la devaluación:

$$(3) VP (F(Y, e)/e)(1 - T_t) = \mathbf{D} + \mathbf{PN}$$

**D** indica el Valor Nominal de la deuda en dólares (previo a la devaluación) y **PN** el patrimonio neto de la empresa previo a la devaluación. Este patrimonio neto está valuado a precios de mercado y es simplemente el excedente de VP sobre **D**. A su vez, **D** también puede interpretarse como el valor presente de los pagos de capital e intereses de la deuda de la empresa. VP se interpreta como el valor económico del activo de la empresa.

Puede considerarse que el valor de **D**, ya incluía las provisiones compatibles con deterioros previos de la capacidad de pago producidos por los 4 años de recesión.

Dadas las condiciones macroeconómicas, supondremos que se producirá:

- Un cambio permanente del tipo real de cambio de equilibrio,  $e_t < e$ , al menos por un período considerable de tiempo.
- Una reducción permanente del nivel de actividad (respecto de lo que hubiese sido cuando la empresa tomó la decisión de endeudarse),  $Y_t < Y$ . Esto también se producirá por un período considerable de tiempo. Como veremos en el capítulo 5, desde una perspectiva macroeconómica la diferencia entre  $Y_t$  e  $Y$ , estará en gran medida determinada por la diferencia entre  $e_t$  y  $e$ .

Esto indica que se producirá un cambio permanente de la solvencia de los deudores productores de bienes y servicios no transables.

El mismo razonamiento puede aplicarse al endeudamiento de los individuos, considerando el cociente entre el salario y el tipo de cambio y a las empresas productoras de bienes y servicios públicos, considerando el cociente entre tarifas y tipo de cambio.

## 2.2. El nivel "óptimo" de quita

La quita ( $Q$ ) nominal en dólares de la deuda compatible con la capacidad de pago de la empresa será:

$$(4) Q = D - VP(F(Y_t, e_t)/e_t)(1 - T)$$

Si  $D$  es menor que el nuevo  $VP$ , no se produce quita alguna. La disminución de  $VP$  es absorbida plenamente por el patrimonio de la empresa.

Este valor puede ser 0 para un exportador y 100% para una empresa productora de no transables. Los casos intermedios dependerán de la relación inicial  $VP/D$  de la empresa. Dicha relación también se interpreta como la Cobertura de Gastos Financieros (CGF) o el cociente entre el Resultado Operativo (neto de impuestos) y los gastos financieros. Si esa relación es mayor a 1 la empresa tiene capacidad de amortización de su deuda, en tanto que si es igual o menor a 1, la empresa es insolvente.

$$(5) CGF = (VP (F(Y, e)/e)(1 - T))/D$$

Cuanto mayor la relación inicial  $VP/D$ , menor la probabilidad de que sea necesaria una quita de la deuda de la empresa para restituir su solvencia.

Tal como hemos definido la quita, el Patrimonio Neto de la empresa, post devaluación es nulo. Podrían definirse quitas superiores con el objetivo de mantener, por ejemplo, una determinada relación positiva entre el PN y el nuevo  $VP$ .

**Notemos que el valor de  $Q$  es independiente de la pesificación.**  $Q$  es la reducción del valor de mercado (en US\$) de la empresa, y por lo tanto determinará el valor de la quita en dólares compatible con la solvencia del deudor. Este valor

es más alto cuando mayor sea el lapso en que tarde en recuperarse el nivel de actividad y mayor la tardanza de recuperación de los precios relativos previos a la devaluación, es decir de la dinámica de  $e_t$  e  $Y_t$ .

La pesificación puede interpretarse como una alternativa de quita absolutamente independiente del valor de mercado de los activos de la empresa. En el único caso en que la pesificación coincide con la quita "óptima" es en el caso en que la reducción del nuevo VP de los activos de la empresa es proporcional al incremento del tipo real de cambio.

La quita implícita en la pesificación, más ajuste por CER o salarios ( $Q_p$ ) se define como:

$$(6) Q_p = D - D \times P_t/E_t = D - D/e_t$$

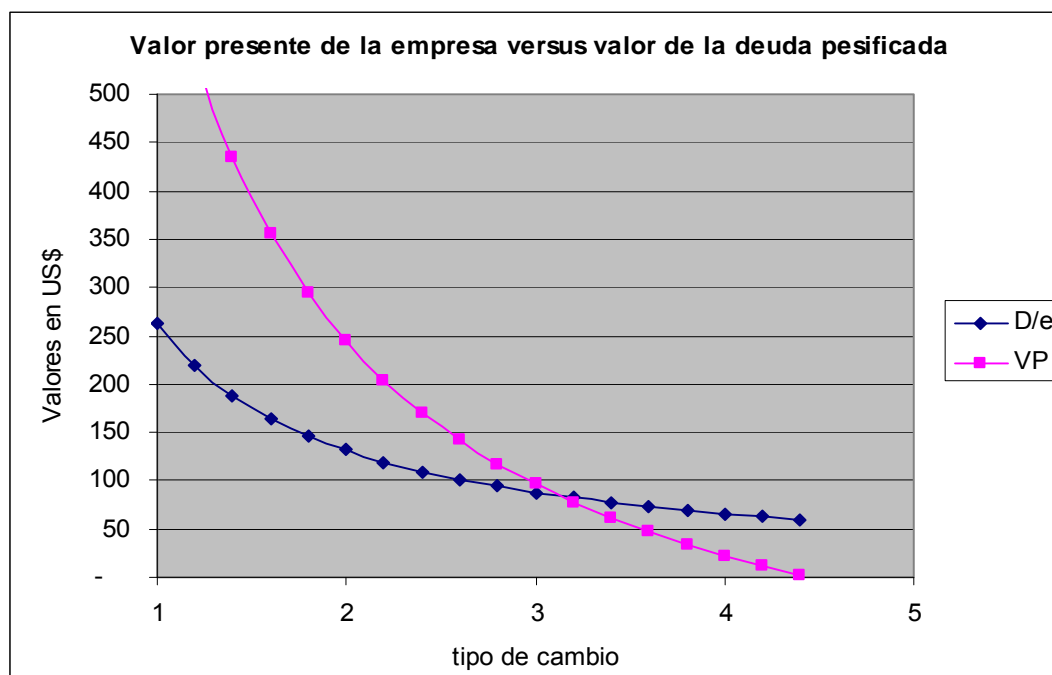
$D$  indica el valor nominal de la deuda en dólares pesificada. Es fácil ver que para que:

$$(7) Q_p = Q, \text{ se debe cumplir que:}$$

$$(8) D/e_t = VP(F(Y_t, e_t)/e_t)(1 - T)$$

En el gráfico 1 se presenta una ilustración de este tema. Para altos valores de  $e$  la quita implícita en la pesificación es menor a la quita que torna a la empresa solvente,  $D/e > VP$  y viceversa. Las diferencias dependen de la caída en el salario real ( $W/P$ ) y en la proporción de los insumos transables en la producción del no transable.

**Gráfico 1**



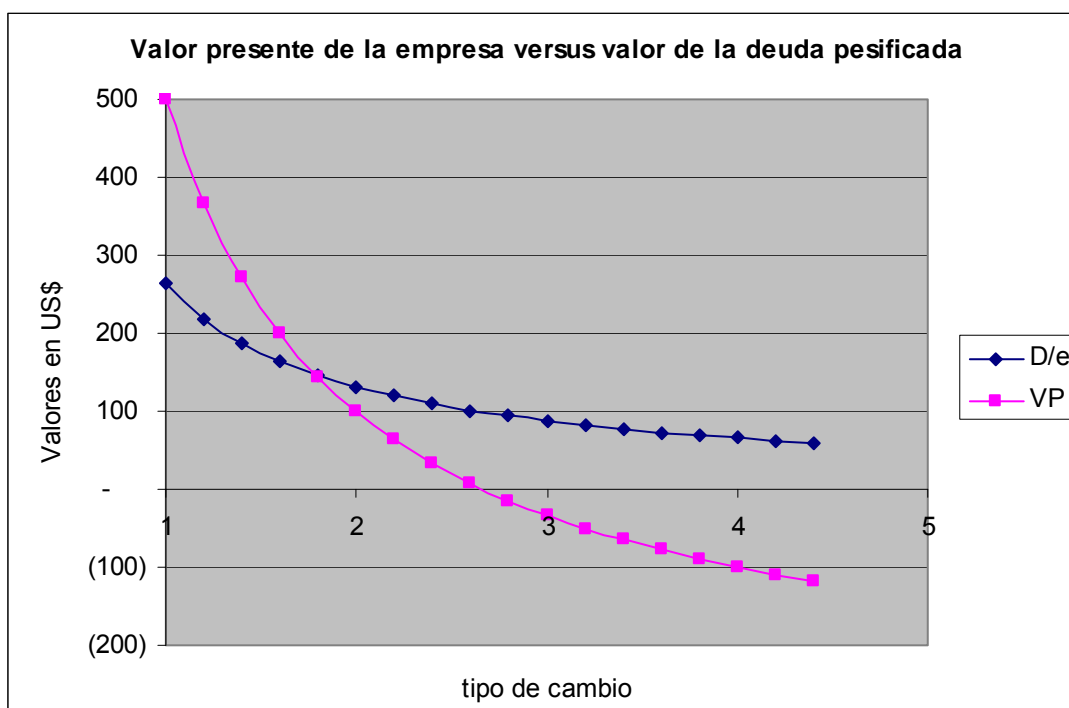
En el caso en que no se utilizan insumos transables y el salario real se reduce la quita de la pesificación es siempre mayor que la quita compatible con la solvencia, es decir que la pesificación es un subsidio implícito al deudor. En el caso de las empresas productoras de bienes transables, la quita implícita en la pesificación es un subsidio sin sentido económico, ya que el VP de la empresa se ha incrementado.

Sólo en el caso en que no se utilizan insumos transables y el salario real se mantiene constante y la relación original  $VP/D = 100\%$  ambas quitas son equivalentes.

Concluimos que la pesificación no resuelve el problema de solvencia de los deudores, cada caso debe tratarse separadamente. Cuanto mayor sea la utilización de insumos transables, menor la reducción del salario real y mayor el aumento del tipo de cambio real, la quita implícita en la pesificación resultará incompatible con la solvencia, por lo cual las carteras bancarias se deteriorarán a pesar de estar pesificadas (Gráfico 2).

Aún pesificados, ciertos deudores quebrarán igual, a menos que tengan una reducción de deuda adicional a la implícita en la pesificación.

**Gráfico 2**



La reducción en el nivel de actividad reduce en todos los casos la solvencia del deudor, requiriendo una mayor quita a igual tipo real de cambio.

Concluimos que así como la pesificación no resuelve el problema de solvencia de los deudores, la despesificación no lo agrava siempre que las quitas óptimas sean compatibles con la legislación vigente. No hay alternativa a la negociación caso por caso.

Ahora bien, este problema depende de la dinámica del tipo real de cambio. En la medida que el tipo real de cambio se reduzca, la solvencia de los deudores tiende a aumentar y en tal caso la quita implícita en la pesificación tiende a ser superior a la quita "óptima". Recordemos que sólo son equivalentes cuando el salario real se recupera plenamente y no existen insumos dolarizados.

### **2.3. Estimación cuantitativa de las quitas compatibles con la solvencia de los deudores del sistema bancario.**

Previo a la devaluación, el stock de créditos al sector privado ascendía a \$ 52.000 millones, correspondiendo el 62% a cartera comercial y el resto a cartera de consumo, vivienda y cartera comercial inferior a \$ 200.000. La cartera irregular alcanzaba al 23% de los financiamientos a individuos y al 12% en el caso de la cartera comercial. En el cuadro 1 se presentan distintas alternativas de pérdidas del conjunto de las empresas bajo los siguientes supuestos:

- a) El 20% de la cartera comercial está prestada al sector transable.
- b) El cociente entre Resultado Operativo/Intereses (CGF) antes de la devaluación era 3. Este cociente es equivalente al cociente entre el VP (descrito en la sección anterior) y el valor nominal de la deuda.
- c) El desvío estándar de este cociente se ha estimado de tal manera que un resultado operativo igual a los intereses coincida con la respectiva irregularidad del sector bajo una distribución normal. En este caso el cociente es igual a 1, lo que indica que la empresa sólo puede pagar los intereses, pero nunca amortizar el capital. Por ejemplo, en el caso de los bienes no transables se estimó que la distribución normal acumulada para el valor 1 (indica un resultado operativo igual a la carga financiera) con una media de 3 (promedio del cociente RO/Intereses) y un desvío estándar de 1.7 es 12%, equivalente a la cartera irregular del sector, v.g., el 12 % de las empresas presenta pérdidas por debajo de ese nivel.
- d) El cociente entre el Resultado Operativo/Intereses se calculó para cada sector en función de una estimación del uso de insumos transables y no transables y gastos salariales de cada sector y del nivel del tipo real de cambio.
- e) Se supuso que los salarios se mantenían constantes en relación al precio de los bienes no transables.
- f) El tipo real de cambio utilizado debe interpretarse como un promedio de los próximos 10/15 años.

Cuadro 1

### Estimación del incremento de provisiones del sistema financiero ante diferentes niveles del tipo de cambio real

	Dic-02	Tipo real de cambio			
		1	1.5	2	2.5
<b>Total cartera</b>	<b>52,000</b>	<b>52,000</b>	<b>52,000</b>	<b>52,000</b>	<b>52,000</b>
Cartera individuos	19,760	19,760	19,760	19,760	19,760
Cartera comercial	32,240	32,240	32,240	32,240	32,240
Transables	6,448	6,448	6,448	6,448	6,448
No transables	25,792	25,792	25,792	25,792	25,792
<b>Total cartera neta de provisiones por incobrabilidad</b>	<b>43,607</b>	<b>43,607</b>	<b>37,699</b>	<b>33,633</b>	<b>31,005</b>
Cartera individuos	15,227	15,227	12,734	11,332	10,463
Cartera comercial	28,381	28,381	24,965	22,301	20,541
Transables	5,676	5,676	6,348	6,422	6,437
No transables	22,705	22,705	18,617	15,879	14,104
<b>Incremento de provisiones</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5,908</b>	<b>9,974</b>	<b>12,602</b>
<b>Cartera irregular</b>	<b>8,393</b>	<b>8,393</b>	<b>14,301</b>	<b>24,275</b>	<b>36,877</b>
Individuos	23.0%	23.0%	36.0%	43.0%	47.0%
Comercial	12.0%	12.0%	23.0%	31.0%	36.0%
Transables	21.0%	12.0%	2.0%	0.0%	0.0%
No transables	12.0%	12.0%	28.0%	38.0%	45.0%

Estas estimaciones indican que la cartera total del sistema se deteriora a medida que mayor es el tipo de cambio real. Notemos sin embargo que la cartera irregular del sector transable disminuye a medida que el tipo real de cambio aumenta.

**El incremento de provisiones indica la pérdida potencial neta del sistema, el cual llegaría a US\$ 13.000 millones si se mantiene por siempre el nivel actual del tipo real de cambio.**

En el Cuadro 2 se presentan las estimaciones del cociente Resultado Operativo a intereses para diferentes niveles del tipo real de cambio. Notemos que este cociente no es otra cosa que una estimación de los valores de VP/D explicados en la sección anterior.

**Cuadro 2**  
**Estimaciones de VP ante diferentes**  
**niveles del tipo real de cambio**

	Dic-02	<b>Tipo real de cambio</b>			
		<b>1</b>	<b>1.5</b>	<b>2</b>	<b>2.5</b>
Salario / Intereses	3.00	3.00	2.00	1.50	1.20
SD Salario / Intereses	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70
RO / Intereses Transables	3.00	3.00	4.67	5.50	6.00
SD No Transables	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
RO / Intereses no Transables	3.00	3.00	2.00	1.50	1.20
SD no Transables	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70

Observamos que el cociente RO/Intereses se incrementa para el sector transable, en tanto que disminuye para los individuos y el sector no transable.

En base a las estimaciones del cuadro 2 se ha calculado la incobrabilidad como aquel nivel que bajo una determinada distribución normal acumulada (cuya media se reduce a medida que el tipo real de cambio aumenta) hace que el deudor se torne insolvente, es decir que no pueda pagar los intereses plenamente. Este cálculo es notoriamente diferente a la quita agregada implícita en una pesificación. Esta supone que la quita es igual para todos los deudores independientemente de su capacidad de pago, en tanto que de acuerdo a nuestro cálculo sólo no pagan los que no pueden pagar. En conclusión, la quita implícita de la pesificación, a nivel agregado, siempre será mayor que la quita "óptima" dado que los que podrían pagar todo también sufren una quita.

Reducciones del salario real en términos de bienes no transables mejoran la cobrabilidad de la cartera comercial, tanto transable como no transable, pero empeoran la cartera de individuos. Bajo los parámetros supuestos, una reducción del salario real del 50% no cambia mucho la pérdida total del sistema (Cuadro 3)

**Cuadro 3**  
**Efectos de una reducción del salario real**  
**(en términos de los precios de los bienes no transables)**

	Dic-02	<b>Tipo real de cambio</b>			
		<b>1</b>	<b>1.5</b>	<b>2</b>	<b>2.5</b>
Salario / Pnt = 100%	0.00	0	5,908	9,975	12,603
Salario / Pnt = 50%	0.00	1,129	5,553	9,219	11,831

Estas estimaciones nos indican que por cada 10 centavos de incremento del tipo de cambio real el sistema financiero pierde aproximadamente US\$ 1.000 millones en el valor de su cartera de crédito al sector privado.

## ANEXO III

### Metodología de estimación de las compensaciones del sector público al sistema financiero.

**Cuadro 1**  
**Incremento de la deuda pública compatible con la solvencia del sistema bancario en los casos de despesificación de depósitos**

En millones		Dic-01	Dic-01 post pesificación y bono compensación /1	Sep-02 Sin ajuste por CER	Despesificación de CEDROS remanentes	Despesificación del total de depósitos
Tipo de cambio	Moneda	1.0	1.4	3.5	3.5	3.5
<b>Sistema financiero</b>						
Posición en \$	\$	-1,553	16,190	7,624	25,705	39,824
Posición en \$ expresada en U\$S	U\$S	-1,553	11,564	2,178	7,344	11,378
Posición en U\$S	U\$S	10,553	-1,926	-1,453	-14,368	-34,853
Nuevos títulos públicos	U\$S				7,749	24,200
<b>Patrimonio financiero neto</b>	<b>U\$S</b>	<b>9,000</b>	<b>9,639</b>	<b>726</b>	<b>726</b>	<b>726</b>
Variación respecto del 12/01	U\$S		638	-8,274	-8,274	-8,274
Variación respecto del 9/02	U\$S				0	0
<b>Sector público: deuda neta con el sistema financiero*</b>						
Posición en \$	\$	1,128	-40,188	-28,632	-28,632	-28,632
Posición en \$ expresada en U\$S	U\$S	1,128	-28,706	-8,181	-8,181	-8,181
Posición en U\$S	U\$S	-27,333	-7,323	-7,323	-7,323	-7,323
Nuevos títulos públicos	U\$S				-7,749	-24,200
<b>Deuda total</b>	<b>U\$S</b>	<b>-26,205</b>	<b>-36,029</b>	<b>-15,504</b>	<b>-23,253</b>	<b>-39,704</b>
Variación respecto del 12/01	U\$S		-9,824	10,701	2,952	-13,499
Variación respecto del 9/02	U\$S				-7,749	-24,200

(1): El monto del bono compensación que se utiliza en este cálculo es el que finalmente se emitió (\$ 3.084 M y U\$S 7.323 M).

Por esta razón, el patrimonio financiero neto a dic-01 post pesificación, no coincide con el expuesto en los Cuadros 2 y 3, donde se ejemplifica el caso en que la posición neta en dólares del sistema financiero hubiera quedado en cero.

(\*): (Títulos públicos + Lebac + préstamos al sector público + encajes) - (Redescuentos + pases)

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA y estimaciones propias

## Cuadro 2 Despesificación total

En millones		Dic-01	Dic-01 post pesificación y bono compensación /1	Sep-02 Sin ajuste por CER	Despesificación total de activos y pasivos	
Tipo de cambio	Moneda				sólo CEDROS remanentes	Total de depósitos
		<u>1.0</u>	<u>1.4</u>	<u>3.5</u>	<u>3.5</u>	<u>3.5</u>
<b>Sistema financiero</b>						
Posición en \$	\$	-1,553	16,190	7,624	-54,295	-40,176
Posición en \$ expresada en U\$\$	U\$\$	-1,553	11,564	2,178	-15,513	-11,479
Posición en U\$\$	U\$\$	10,553	-1,926	-1,453	42,594	22,109
Nuevos títulos públicos	U\$\$					
<b>Patrimonio financiero neto</b>	<b>U\$\$</b>	<b>9,000</b>	<b>9,639</b>	<b>726</b>	<b>27,081</b>	<b>10,630</b>
Variación respecto del 12/01	U\$\$		638	-8,274	18,080	1,629
Variación respecto del 9/02	U\$\$				26,355	9,904
<b>Sector público: deuda neta con el sistema financiero*</b>						
Posición en \$	\$	1,128	-40,188	-28,632	20,369	20,369
Posición en \$ expresada en U\$\$	U\$\$	1,128	-28,706	-8,181	5,820	5,820
Posición en U\$\$	U\$\$	-27,333	-7,323	-7,323	-32,798	-32,798
Nuevos títulos públicos	U\$\$				0	0
<b>Deuda total</b>	<b>U\$\$</b>	<b>-26,205</b>	<b>-36,029</b>	<b>-15,504</b>	<b>-26,978</b>	<b>-26,978</b>
Variación respecto del 12/01	U\$\$		-9,824	10,701	-773	-773
Variación respecto del 9/02	U\$\$				-11,474	-11,474

(1): El monto del bono compensación que se utiliza en este cálculo es el que finalmente se emitió (\$ 3.084 M y U\$\$ 7.323 M).

Por esta razón, el patrimonio financiero neto a dic-01 post pesificación, no coincide con el expuesto en los Cuadros 2 y 3, donde se ejemplifica el caso en que la posición neta en dólares del sistema financiero hubiera quedado en cero.

(\*): (Títulos públicos + Lebac + préstamos al sector público + encajes) - (Redescuentos + pases)

Fuente: **M&S CONSULTORES** en base a BCRA y estimaciones propias

# **Serie Documentos de Trabajo**

## **Fundación para el Cambio**

1. **Efectos de la Pesificación y Despesificación**, elaborado por Carlos Rivas, Octubre de 2002.
2. **Reestructuración de Deuda Soberana Luego de un Default Desordenado**, elaborado por Nicolás Dujovne y Pablo Guidotti, Octubre de 2002.
3. **Principios para la Reforma del Estado Nacional**, elaborado por Gerardo Strada Saenz y Pablo García Mithieux, Octubre de 2002.
4. **El Sistema Financiero en la Argentina, una Propuesta de Reforma**, elaborado por Nicolás Dujovne y Pablo Guidotti, Noviembre de 2002.
5. **Políticas e Instituciones para dinamizar el Sector Externo en la Argentina**, elaborado por Julio J. Nogués con la colaboración de José A. Cerro, Noviembre de 2002.
6. **Gasto Público Social en la Argentina**, elaborado por Grupo Sophia, Diciembre de 2002.
7. **Lineamientos para una Política de Comercio Exterior**, Elaborado por Edgardo Cenzone y Pablo Goldín, Enero de 2003.
8. **Lineamientos para la Renegociación de Contratos Regulados**, Elaborado por Edgardo Cenzone y Pablo Goldín, Enero de 2003.
9. **Lineamientos de un Programa Económico**, Elaborado por Carlos Melconian, Rodolfo Santangelo, Edgardo Cenzone, Claudio Mauro y Pablo Goldín, Febrero de 2003.
10. **Modelos de Cálculo del Producto Potencial y Output Gap**, elaborado por Pablo Goldín y Facundo Martínez Maino, Abril de 2003.
11. **El nuevo “Contrato Fiscal” como parte de la Refundación de las Instituciones de la República**, elaborado por Ricardo Cossio y Eduardo Gil Roca, Mayo de 2003.