



## 24 | Crisis cambiarias

Mario Damill y Roberto Frenkel

Una crisis cambiaria se configura cuando, bajo un régimen de tipo de cambio fijo (es decir, determinado por la decisión de la autoridad) emergen circunstancias que hacen imposible que el banco central pueda sostener la tasa de cambio comprometida. ¿Cuáles son esas circunstancias? Se presenta un exceso de demanda de divisas de tal magnitud que el banco central se ve imposibilitado de satisfacer, mediante ventas de sus reservas, la demanda excedente de moneda internacional.

Lo que suele observarse entonces es un periodo de fuertes ventas de divisas por parte de la autoridad monetaria, que no logran detener la corriente de compras y equilibrar el mercado, y finalmente no hay alternativa al abandono del tipo de cambio fijo. El precio de la moneda internacional debe necesariamente elevarse.

Por rígido que sea el compromiso de mantener el tipo de cambio fijo, su cumplimiento depende de la capacidad vendedora del banco central, acotada por la magnitud de sus reservas. Claro está que difícilmente un gobierno agote la totalidad de las reservas de su banco central en la defensa de un tipo de cambio fijo. Hay un cierto nivel mínimo de reservas internacionales que las autoridades deben necesariamente preservar, por ejemplo, para cubrir durante cierto periodo los pagos de importaciones imprescindibles.

La Argentina sufrió en 2001, simultáneamente con la crisis financiera sistémica cuyos mecanismos hemos descrito en otras notas, una crisis cambiaria. La simultaneidad de crisis financieras y cambiarias ha sido también frecuente en otros casos nacionales, tanto en el pasado relativamente reciente (en los años noventa, por ejemplo) cuanto en el más distante. En lo que sigue de esta nota ahondamos en primeramente la descripción de los mecanismos de las crisis cambiarias, para luego abordar sus interacciones con los procesos de crisis financiera.

El tipo de cambio es el precio en moneda local de la moneda internacional, esto es, de la moneda comúnmente aceptada para realizar pagos y denominar contratos internacionales. Es un precio que se determina normalmente en el mercado cambiario local según la oferta y demanda de moneda internacional. Los países adoptan distintas normas con relación al mercado cambiario, que definen el llamado régimen



cambiario. Si las autoridades se abstienen generalmente de intervenir comprando o vendiendo divisas en el mercado cambiario el régimen se denomina de flotación pura. Actualmente, los Estados Unidos constituyen el ejemplo más pertinente de régimen de flotación pura. Los regímenes de flotación minimizan el riesgo de crisis cambiaria, puesto que un exceso de demanda de divisas se corregiría mediante la suba de la paridad (aunque ésta puede generar también, por supuesto, otras consecuencias quizás indeseables). Otros países adoptan distintas modalidades de intervención en sus mercados cambiarios, que definen varios regímenes. En el polo opuesto de la flotación pura se encuentra el régimen de tipo de cambio fijo, o prefijado de acuerdo a cierta regla explícita, en el cual la autoridad pública enuncia el precio de la moneda internacional que se compromete a sostener. Puede haber distintos grados de compromiso, desde el simple enunciado de la voluntad de hacerlo hasta la creación de formas institucionales para darle más rigidez al compromiso de la autoridad. La mayor rigidez tiene el propósito de lograr mayor credibilidad del público en el tipo de cambio futuro, que, por diferentes razones, es el objetivo principal de un régimen de tipo de cambio fijo.

El régimen de convertibilidad adoptado por Argentina en 1991 constituía, por ejemplo, una forma extrema de tipo de cambio fijo, bajo el cual el precio de la moneda internacional (el dólar de Estados Unidos, en este caso) se fijó por ley aprobada por el Congreso y promulgada por el Poder Ejecutivo.

El sostenimiento del tipo de cambio fijo requiere que la autoridad monetaria del Estado – normalmente el banco central – intervenga permanentemente en el mercado cambiario para que el precio de la moneda internacional se mantenga en el valor prefijado. Si a ese precio el mercado presenta un exceso de oferta de divisas, el banco central debe comprarlo. A la inversa, si al precio prefijado el mercado presenta un exceso de demanda, el banco central debe vender toda la moneda internacional que sea necesaria para enjugar el exceso de demanda. La Ley de Convertibilidad que fijó el tipo de cambio en Argentina en 1991 era un mandato al Banco Central de la República Argentina para desempeñar las funciones mencionadas.

Los excesos de oferta y los excesos de demanda de moneda internacional pueden parecer situaciones simétricas en una primera aproximación, pero no lo son si se toma en cuenta en qué posición se encuentra la autoridad monetaria en uno y otro caso. Frente a los excesos de oferta de divisas el banco central tiene, en principio, una capacidad ilimitada de creación de dinero local, que está siendo demandado a cambio de la moneda internacional ofertada. Por el contrario, frente a los excesos de demanda de moneda internacional la capacidad de venta del banco central está restringida por sus reservas. El límite en la capacidad de intervención de un banco



central frente a un exceso de demanda de moneda internacional no es un atributo exclusivo de las economías en desarrollo. Por ejemplo, el banco central de Inglaterra se vio forzado a devaluar la libra esterlina en la crisis de 1992.

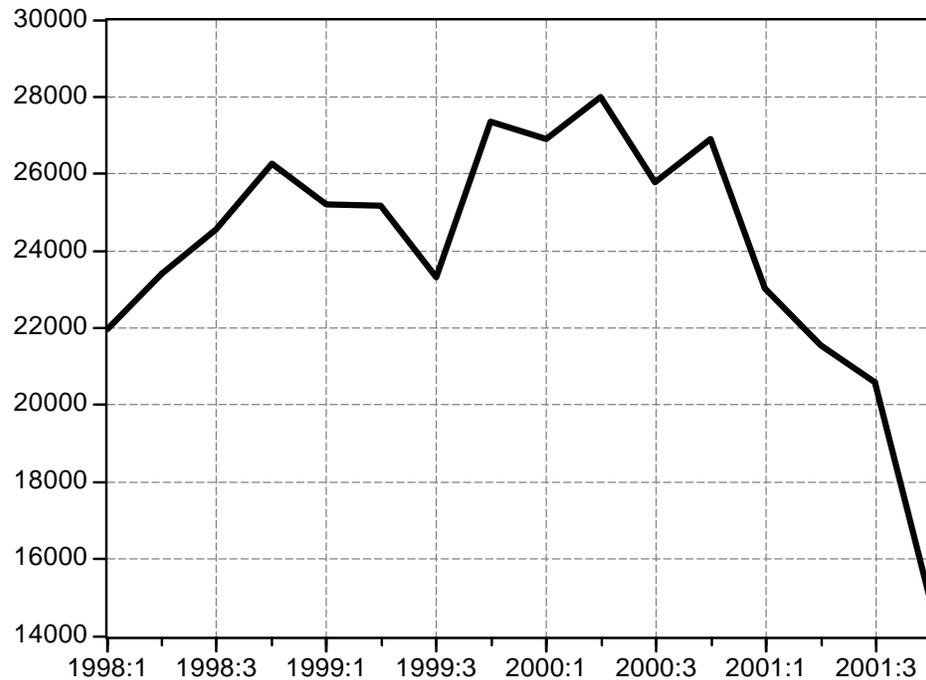
Por lo dicho, el mandato al Banco Central que representaba Ley de Convertibilidad argentina debía necesariamente interpretarse como un mandato contingente. Frente a un exceso de demanda de moneda internacional al precio fijado por la ley, el Banco Central solamente podía sostenerlo si contaba con reservas para vender en el mercado. El cumplimiento del mandato es necesariamente contingente a la disponibilidad de reservas. Nadie puede ser obligado por la ley a lo imposible.

El abandono forzado de un tipo de cambio fijo se presenta como crisis cambiaria por la asimetría entre excesos de oferta y excesos de demanda que se acaba de mencionar. Cualquiera sea la causa original del exceso de demanda de moneda internacional – una caída en los ingresos de capital, un importante déficit en la cuenta corriente del balance de pagos o una percepción más o menos generalizada de que el tipo de cambio está desalineado – la percepción por parte del público de que la capacidad de venta del banco central es limitada induce conductas defensivas y especulativas. En ese contexto, hay mayores incentivos a tomar posiciones en moneda internacional, es decir, se incrementan su demanda y las ventas del banco central, lo que refuerza a su vez las expectativas de devaluación en un proceso de causación circular. Cuando este cambio de las carteras privadas, de moneda local a moneda internacional, se generaliza, se configura una corrida contra las reservas del banco central. La corrida cambiaria se presenta en la fase final del régimen de tipo de cambio fijo y aparece como la causa inmediata de su terminación, por lo que el abandono del régimen se presenta habitualmente con la forma de crisis cambiaria.

El gráfico que sigue ilustra, por ejemplo, la severa contracción del acervo de reservas en poder del Banco Central argentino desde los últimos meses de 2001 en adelante, que llevó al fin del régimen de tipo de cambio fijo de los años noventa.



Acervo de reservas internacionales del BCRA  
(datos de fin de período, en millones de dólares,  
desde el primer trimestre de 1998 al cuarto trimestre de 2004).



Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCRA.

### Crisis cambiaria y crisis financiera

Muchas crisis financieras recientes, como la de México (1994-95), las de cinco economías del este de Asia (1997-98), Rusia (1998) y Turquía (2001), fueron más o menos simultáneas a crisis cambiarias de regímenes de tipo de cambio fijo – el desarrollo de la crisis financiera suele anticipar la crisis cambiaria, aunque ésta la realimenta – y todas tuvieron una fase final de corrida contra las reservas del banco central. La terminación del régimen de tipo de cambio fijo en Argentina en 2001 no fue una excepción. La primera oleada de corrida cambiaria se presentó en octubre de 2000 y fue detenida en diciembre por el anuncio de un acuerdo con el FMI para un paquete de apoyo (el llamado blindaje financiero). Dos oleadas más de corrida



cambiaría se presentaron en 2001 y fueron transitoriamente detenidas por anuncios de nuevas medidas y apoyos financieros internacionales. Finalmente, la última corrida tuvo lugar a fines de 2001 (los datos del gráfico anterior son trimestrales, por lo que apenas dejan ver esos breves momentos de contención de la huida del público hacia moneda extranjera).

En un contexto de tipo de cambio fijado y exceso de demanda de moneda internacional, el banco central debe vender divisas. Cuando lo hace recibe a cambio dinero local, es decir, absorbe liquidez de la economía. Esta reducción de la liquidez tiene efecto contractivo directo sobre las ventas de bienes y servicios y sobre el nivel de actividad (el público, empresas y consumidores, deja de gastar en bienes y servicios la moneda que destinan a la compra de moneda internacional). También tiene efectos indirectos a través del sistema bancario, porque el público no solamente compra moneda internacional con sus disponibilidades de billetes y monedas sino que también reduce sus depósitos en los bancos con el mismo objetivo. Así, los bancos se encuentran crecientemente ilíquidos. Para preservar su liquidez y la capacidad de hacer frente a los nuevos retiros de fondos por parte del público, los bancos procuran acelerar el recupero de sus créditos, extendiendo el problema a los deudores bancarios. Aumenta así la fragilidad financiera de los deudores bancarios y de los propios bancos, porque se incrementan los incumplimientos. Para hacerse de liquidez y afrontar los pagos que exigen los bancos, las firmas liquidan existencias de bienes y de otros activos y reducen sus niveles de actividad y empleo. Esto a su vez se propaga a otros sectores, que ven contraerse sus ventas y proceden a su vez, del mismo modo, a reducir las horas trabajadas y el empleo.

A lo largo del proceso tienden a elevarse las tasas de interés pagadas por los bancos a los depositantes (con la intención de frenar el drenaje de depósitos) y también las cobradas por los créditos. Este aumento de las tasas de interés puede desalentar las compras de moneda extranjera, haciendo más atractivo para los depositantes mantener sus colocaciones bancarias, y por el mismo motivo incentiva las ventas de divisas (ingresos de capitales). Si eso efectivamente sucediera, el exceso inicial de demanda de moneda internacional podría enjugarse y no tendría lugar la crisis cambiaria. Pero esto no ocurrió en la crisis reciente en Argentina y tampoco se observó en los otros episodios mencionados. En estos casos, el aumento de las tasas de interés locales resultó insuficiente para poner fin al exceso de demanda de moneda extranjera. Además, en la medida que ese exceso de demanda persiste, el aumento de las tasas de interés tiene un efecto perverso sobre el desarrollo de los procesos financieros, porque agudiza los problemas en los bancos y sus deudores. De una situación de creciente fragilidad financiera se pasa así a una crisis financiera sistémica, en la cual buena parte de los deudores se ven imposibilitados de honrar sus contratos



y consecuentemente los bancos acaban viéndose imposibilitados de cumplir los suyos y devolver los depósitos al público.

Frente a un exceso de demanda de moneda extranjera y consiguiente contracción de las reservas, el banco central podría preservar la liquidez del sistema inyectándola por otras fuentes, por ejemplo, por la vía incrementar sus préstamos al gobierno o la asistencia crediticia que presta a los bancos. Esto haría que no se incrementara la fragilidad financiera del sistema y no se elevaran las tasas de interés, pero alimentaría aún más la demanda de moneda internacional, la pérdida de reservas y la crisis cambiaria, en tanto persistan las condiciones que inducen el exceso de demanda de moneda extranjera.

La cuestión planteada es relativamente abstracta, de todas maneras, porque en el transcurso de las crisis mencionadas más arriba, incluyendo la argentina, los bancos centrales procuraron generalmente frenar la crisis cambiaria apelando a la iliquidez del sistema y el aumento de las tasas de interés. En el desarrollo de una crisis cambiaria las autoridades suelen apostar a que la iliquidez y el aumento de las tasas de interés – acompañadas de otras medidas y señales – consigan finalmente frenar el exceso de demanda de moneda internacional y evitar con esto el abandono del tipo de cambio fijo. Pero esa apuesta por la continuidad tiene el costo de los efectos recesivos, el aumento de la fragilidad financiera y el mayor riesgo de crisis financiera sistémica. La alternativa a esa conducta habitual sería adelantar el abandono del tipo de cambio fijo y devaluar la moneda antes que la recesión y los procesos financieros alcancen gran magnitud.

Con relación a la política monetaria frente a la crisis cambiaria, la crisis argentina de 2001 tenía una característica particular, derivada de otro aspecto del mandato impuesto por la Ley de Convertibilidad. Dicha ley estableció también que la base monetaria creada por el Banco Central no debía superar el monto de sus reservas en moneda internacional. La Carta Orgánica del Banco Central, aprobada en 1992, estableció adicionalmente estrechos límites para los créditos que el Banco Central puede otorgar al sector público y al sector financiero. Ambas leyes definieron una institucionalidad monetaria similar a las “cajas de conversión” (*currency boards*), en las cuales la autoridad monetaria puede emitir moneda local solamente a través de la compra de moneda internacional, de modo que la base monetaria (la moneda local generada por el banco central) es siempre igual o menor que las reservas internacionales.



Cuando la autoridad monetaria debe atender un exceso de demanda de moneda internacional para sostener el tipo de cambio fijo, la contracción de reservas va reduciendo *pari passu* el límite legal máximo de la base monetaria, haciendo legalmente inviable la creación de moneda por otras fuentes. Esta posibilidad aparecía adicionalmente restringida en el caso argentino por los estrechos límites a créditos del Banco Central establecidos en su Carta Orgánica. El objetivo principal de estas rígidas reglas monetarias era incrementar la credibilidad del tipo de cambio fijo, porque establecían la automaticidad de un mecanismo supuestamente correctivo de un déficit del balance de pagos, esto es, de un exceso de demanda de moneda internacional.

La idea de que la regla monetaria similar a la de un *currency board* haría imposible la emergencia de una crisis cambiaria era falsa e ilusoria. La base monetaria es el circulante en poder del público y los bancos. El mecanismo de multiplicación monetaria que realiza la intermediación bancaria precisamente multiplica el monto de activos líquidos del público que pueden volcarse a la demanda de moneda extranjera. Una unidad de moneda local creada por el banco central sirve de "base" para la generación de una magnitud mucho mayor de depósitos bancarios (y créditos, del otro lado del balance de los bancos). La liquidez en moneda local de una economía, potencialmente demandante de moneda internacional, es mucho mayor que la base monetaria, pues se adicionan a la misma los depósitos del público en bancos, a la vista, en cajas de ahorro y en plazos fijos cortos.

Según las cifras al cierre de junio de 2001, por ejemplo, antes de la última corrida contra el peso, el total de los recursos monetarios de particulares, incluyendo depósitos en bancos en moneda extranjera, equivalía a 5,8 veces la base monetaria, es decir, casi sextuplicaban al stock de dinero emitido por el Banco Central. Si a las reservas del Banco Central, que respaldaban la base monetaria, se adicionan las tenencias de moneda extranjera por parte de los bancos (parte de las cuales estaban depositadas en el exterior, bajo la figura de "requisitos de liquidez" del sistema), el cociente es menor pero, de todos modos, los activos monetarios en poder del público resultaban, a esa fecha, equivalentes a más de tres veces las reservas de moneda internacional con que contaba el sistema financiero en su conjunto.

En una crisis cambiaria, la voluntad del público de convertir sus depósitos en moneda internacional es precisamente el mecanismo más directo que conecta la crisis cambiaria con el desarrollo de la crisis financiera. El retiro de depósitos del público "desmultiplica" la base monetaria y da lugar a la illiquidez del sistema bancario.

En diciembre de 2001 el gobierno argentino intentó contener este proceso crítico estableciendo restricciones a los retiros de depósitos bancarios por parte del público.



Esas medidas significaron en realidad el fin del régimen de convertibilidad y del tipo de cambio fijo. Un dólar líquido (“contante y sonante”) pasó a ser una mercancía diferente que un dólar depositado en un banco y sujeto a restricciones en su disponibilidad. Esa mercancía debía tener un precio necesariamente mayor que un peso. Este nuevo mercado tuvo un desarrollo incipiente pero no llegó a constituirse plenamente porque muy poco después, el 2 de enero de 2002, como es bien conocido, la Ley de Convertibilidad fue derogada, la moneda se devaluó y se instituyó un nuevo régimen cambiario.