

La fragmentación monetaria en el noreste de la Argentina MONETARY FRAGMENTATION IN NORTHEASTERN ARGENTINA

Santiago CHELALA(*)

RESUMEN

El presente trabajo es una investigación realizada para evaluar el impacto de la fragmentación monetaria argentina en las economías regionales del noreste del país, en particular en las provincias de Corrientes y Chaco. El objetivo principal es analizar los marcos normativos que dieron origen a la fragmentación monetaria y los motivos que explicaron la diferencia de cotización entre las distintas monedas. Adicionalmente, se examinaron los mecanismos de decisión vigentes en el Banco Central sobre la oferta monetaria planteando alternativas institucionales que consideren las necesidades provinciales.

Palabras claves: economías regionales, cuasimonedas, Ley de Gresham.

ABSTRACT

This research article analyses the origin and also the impact of Argentinean monetary fragmentation in regional economies, especially in the provinces of Corrientes and Chaco. The main goal of this research is to compare provincial and national regulation and explain the differences in currencies market values. In addition, we explain the decision process in a centralized monetary administration, or Central Bank decisions, and we discuss institutional alternatives that consider regional economies' necessities.

Key words: regional economies, provincial currencies, Gresham Law.

RECIBIDO: 07/08/2013 / ACEPTADO: 20/12/2013

* El autor es Doctor en Economía, Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires e investigador del CONICET. Correo schelala@gmail.com. El autor agradece la colaboración de María Ludmila Vargas Viola en el primer borrador sobre las normativas legales vinculadas a la aparición de cuasimonedas en Corrientes y Chaco. También agradece a María José González Gervasoni, a Marcos Medina y a las autoridades de la Universidad de la Cuenca del Plata.

Introducción

La crisis económica de 2001 tuvo en la Argentina serias consecuencias para la sociedad, ocasionando un fuerte impacto en materia de recesión, pobreza, indigencia y desempleo. Aunque el episodio parece haber quedado atrás, la velocidad de los hechos no siempre permite detenerse a analizar profundamente fenómenos de interés científico o social vinculados a una tragedia. La mayoría de las veces, especialmente en el transcurso de una crisis, los sucesos coyunturales se superponen unos a otros sin dejar demasiado margen para identificar oportunamente causas, consecuencias, mecanismos de transmisión entre variables, y lecciones que permitan tomar los recaudos necesarios para evitar que se repitan errores o sus consecuencias más adversas.

Uno de los episodios originado en la crisis, pero que tuvo continuidad años después y que al mismo tiempo resultó poco estudiado por la literatura económica, es la fragmentación monetaria de la Argentina. Nos referimos al período entre 2001 y 2004 en el que circularon en el territorio nacional catorce papeles que cumplían total o parcialmente las funciones del dinero, fenómeno de vital interés en nuestra historia monetaria, ya que las cuasimonedas llegaron a conformar la tercera parte del circulante existente en ese momento.¹

Si bien esta segmentación no fue totalmente novedosa, es difícil encontrar un caso de magnitudes similares a lo largo de la historia económica mundial. La voracidad de la crisis obligó a descuidar el análisis de este hecho puntual, que pone de manifiesto las características de las economías regionales en países emergentes y la forma específica que toma el dinero en estos sistemas.

Ya en la década de 1980, o incluso antes si se consideran antecedentes más lejanos, los bonos provinciales fueron utilizados por las provincias cuando se vieron sometidas a procesos de racionamiento de fondos por parte del Gobierno Nacional. Los casos de Tucumán y Jujuy fueron emblemáticos, aunque la emisión fue marginal en relación a las dimensiones monetario-financieras del país.

En una escala considerable, la proliferación de monedas provinciales comenzó en julio de 2001 en la provincia de Buenos Aires, con los llamados patacones, la fuente de financiamiento alternativa que eligieron las autoridades para cubrir el déficit provincial ante la restricción para emitir que significaba la vigencia de la caja de conversión.² El efecto positivo que tuvo sobre el comercio en una primera etapa y el endurecimiento del financiamiento nacional condujo a varias provincias a sumarse al sistema con monedas propias, y a la Nación

¹ Theret (2013) y la conferencia de La Haya de ese año son solo una muestra de la actualidad del tema y del interés que recibe en la comunidad científica internacional.

² Veremos que un antecedente inmediato de los patacones fue la emisión de cuasimoneda provincial que realizó la provincia de Corrientes con la intervención federal de 1999.

a emitir Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales (LECOP), con características similares, para intentar introducir cierto orden monetario.

El fenómeno está lejos de carecer de actualidad al menos en tres frentes. En primer lugar, en algunos casos, las cuasimonedas sirven a las provincias como un elemento de negociación para conseguir fondos del gobierno nacional. El caso más reciente fue el de la provincia de Buenos Aires, que en 2012 desdobló el pago del sueldo anual complementario a empleados públicos antes de lograr asistencia financiera de la Nación. La posibilidad de emitir cuasimonedas estuvo nuevamente sobre la mesa. ¿Hasta qué punto la emisión de una cuasimoneda provincial impacta en la credibilidad de la moneda nacional convirtiendo así en sistémico un problema regional? Como veremos, la propagación del impacto de una moneda provincial dependerá del tamaño de la provincia, de su incidencia en la economía nacional, de la cantidad emitida y del signo político del gobierno local (si es oposición o no al gobierno nacional). En tanto que emisión dependerá al mismo tiempo de la posibilidad de acceso a otras fuentes de financiamiento.³

En segundo lugar, las restricciones al ahorro en moneda extranjera (también llamado cepo cambiario) iniciaron una interesante discusión acerca del Peso, la moneda nacional. Si desde un punto de vista estructural, no interesan tanto los precios sino los precios relativos, ¿hasta qué punto una moneda que no es convertible, o al menos tiene reducida su capacidad de conversión, puede considerarse dinero y no cuasimoneda? ¿Cuál es el precio relativo del Peso argentino cuando rigen restricciones cambiarias? Esta incógnita se refuerza por la permanencia de un proceso inflacionario que impacta sobre la capacidad de reserva de valor, una de las tres funciones del dinero.⁴

En tercer lugar, la exteriorización de activos externos y la impresión de Certificados de Depósito para Inversión Inmobiliaria (CEDIN) que realizó el Gobierno en el segundo semestre de 2013 volvieron, luego de un intento de pesificación forzada, a convertir el mercado inmobiliario argentino en un mercado bimonetario, donde las operaciones pueden hacerse en pesos o en dólares. Cabe entonces preguntarse si estos certificados con poder de compra cumplen algunas funciones del dinero y si pueden ser considerados cuasimonedas.

Por estas razones resulta oportuno realizar una radiografía de la experiencia de la década pasada. Lejos de tener un interés puramente histórico, el análisis del rol de las cuasimonedas tiene plena vigencia porque permite desentrañar los efectos de tener monedas complementarias en circulación.

³ En provincias pequeñas el efecto financiero de un quiebre de reglas como puede aislarse y ser muy acotado, como pasó en 2012 con la pesificación de títulos públicos del Chaco.

⁴ Periódico El Cronista, 31 de octubre de 2012.

En este marco, el objetivo principal de la investigación es establecer las causas de la aparición de cuasimonedas y analizar sus consecuencias, especialmente para las provincias de Corrientes y Chaco. Con este fin, nos proponemos responder los siguientes interrogantes. ¿Cuál fue el origen de la emisión de cuasimonedas? ¿Fue la proliferación de monedas un condicionante o una ayuda para la expansión económica regional posterior a la crisis? Como el aumento de los precios no fue homogéneo en todo el territorio nacional, ¿en qué medida la escalada inflacionaria inmediatamente posterior a la crisis fue causada por la aparición de monedas alternativas? ¿Cuáles fueron los cambios institucionales, fiscales y monetarios, que permitieron la reunificación monetaria y cuáles son las asignaturas pendientes en la materia?

En nuestra tarea, diferenciaremos los aspectos monetarios de los fiscales. La hipótesis con la que iniciamos la investigación es que si bien hubo modificaciones en ambos planos, las lecciones de la crisis solo tuvieron consecuencias relevantes en el plano institucional vinculado al área fiscal, mientras en las instituciones monetarias el aprendizaje fue escaso o nulo, por lo que no pudo eliminarse por completo la incertidumbre y con ella el riesgo de un posible regreso de cuasimonedas a las economías regionales en el futuro. Veremos que la aparición de cuasimonedas fue clave para mantener el consumo interno y el funcionamiento de los mercados a nivel local. Pero también que, aunque la fragmentación contribuyó a aminorar el impacto de la crisis, el fenómeno obligó a hacer un replanteo de las instituciones fiscales. En el plano estrictamente monetario la tarea para evitar nuevas fragmentaciones aún no fue efectuada. Las cuasimonedas surgieron como una respuesta ligada a las características puntuales de cada jurisdicción, la producción, la situación fiscal y el peso de la deuda, y por más de tres años formaron parte integral de la dinámica económica del país.

Los casos de Corrientes y Chaco merecen ser estudiados de manera exhaustiva porque en el noreste del país se dio un fenómeno poco frecuente: la proximidad de ambas capitales puso de manifiesto la externalidad monetaria provocada de una jurisdicción a la otra.⁵ Además, Corrientes tuvo la cuasimoneda que sufrió mayor depreciación, con una pérdida del valor nominal en transacciones que superó el 50%. De allí que estos dos factores se combinan para que el fenómeno que estudiamos se manifieste de forma singular en la región y merezca una atención especial.

Las cuasimonedas

Por cuasimoneda nos referimos a los títulos públicos provinciales utilizados como medio de pago por una provincia para saldar obligaciones corrientes que en un período de normalidad se saldarían con dinero. Otra característica es que no son emitidas por la autoridad monetaria nacional, y

⁵ Sobre la definición de externalidad monetaria véase Chelala (2010).

que el curso legal se determina por las autoridades provinciales y por lo tanto el curso legal es estrictamente en territorio provincial. Quedan fuera de esta definición otros títulos provinciales, en especial los que cotizan en Bolsa o se adquieren en operaciones de mercado abierto, y las monedas privadas que surgieron con la aparición de los clubes de trueque durante la crisis económica, incluso ciertos instrumentos emitidos por gobiernos municipales. Incluimos en el análisis las LECOP emitidas por el gobierno nacional, porque se repartieron en las provincias y su finalidad fue la de ejercer un mayor control sobre las emisiones locales, utilizadas para pagar sueldos, jubilaciones y otros gastos corrientes.

La relación con la moneda de curso legal reside en que sus tenedores, primarios o secundarios, podían utilizarlas, siempre que fueran aceptadas por comerciantes y empresas de servicios, para comprar alimentos u otros bienes, pagar a sus proveedores y también impuestos nacionales y/o provinciales. Constituían activos financieros de alta liquidez, y dada la facilidad con la que se intercambiaba por dinero funcionaron como tal. Fueron por tanto un sustituto del dinero.⁶

No obstante, veremos que su aceptación fue diversa en distintas provincias. Mientras que en algunas provincias la emisión fue acotada, su aceptación difundida, y lograron mantener la paridad cambiaria con el peso (moneda de circulación legal) en otras provincias su circulación fue más restringida y sufrieron una fuerte depreciación en relación a la moneda más fuerte que le servía de respaldo.

A su vez, estos títulos que tuvieron diferente denominación en cada provincia, tenían una fecha de vencimiento, y en algunos casos pagaban una tasa de interés y hasta eran sujetos a depósitos bancarios.

De las tres funciones clásicas del dinero, medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor, las cuasimonedas provinciales cumplían las dos primeras. La tercera resultó más difícil, ya que al haber una moneda superior (en el sentido de que era directamente convertible como el peso, y no indirectamente como las monedas provinciales),⁷ el atesoramiento se daba a través de esta moneda más fuerte. Al cumplir dos de las tres funciones clásicas del dinero, se las llama "casi dinero", o cuasimoneda.⁸

⁶ En términos de agregados monetarios, $M1^* = \text{circulante} + \text{cuentas a la vista} + \text{cuasimonedas}$. Donde el asterisco anuncia la incorporación de un elemento adicional. En el balance del Banco Central la oferta monetaria que incorpora las cuasimonedas se denominó Base Monetaria Amplia.

⁷ Decimos indirectamente porque para obtener moneda de validez internacional, como el dólar, primero era necesario cambiar las cuasimonedas a pesos y luego a divisa externa.

⁸ Existe una variada literatura sobre el tema que en oportunidades confunde las cuasimonedas con monedas privadas emitidas por un grupo determinado, que también se las llama monedas complementarias o monedas sociales.

Aspectos monetarios del problema

La literatura económica sobre las cuasimonedas tiene tres fuentes: aquella que pone énfasis en la naturaleza del dinero, la que trata del fortalecimiento institucional del federalismo en sus aspectos monetarios y la que estudia fenómenos exóticos como las llamadas externalidades monetarias. Las tres fuentes resultan de interés para comprender el fenómeno en su complejidad.

En lo que hace a la naturaleza del dinero, es popular la sentencia de Sir Thomas Gresham, para quien siempre la mala moneda, o de menor valía, expulsa a la buena moneda de circulación. Para Gresham esto ocurre siempre que circulen dos monedas de distinto valor, y dada la generalidad con que fue hecha la sentencia, se la conoce como Ley de Gresham. En palabras de Giffen (1891), la moneda buena, que es expulsada, desaparece físicamente del país porque es exportada o atesorada. Es decir, la moneda buena es demandada para el comercio exterior en la importación de bienes o se ahorra, y solo la mala moneda permanece y se hace visible en forma doméstica para el comercio interno.

Pese a que la Ley de Gresham se volvió un enunciado genérico, para Giffen el efecto desplazamiento solo se produce cuando ambas monedas hacen el mismo trabajo, que puede no ser el caso en un sistema bimonetario. El autor señala que tanto la moneda sobrevaluada como la subvaluada pueden permanecer juntas. Este fenómeno estará acompañado por una propensión mayor al atesoramiento de la moneda fuerte y a diferencias en las tasas de cambio legal y de mercado. Que esto suceda dependerá de múltiples factores, como la posibilidad de utilizar ambas monedas con cheques o certificados bancarios y la modalidad de exportación.

Otros autores tampoco concuerdan con la versión original y absoluta de Sir Gresham. Según Rolnick y Weber (1986), la Ley de Gresham puede ser refutada por numerosos ejemplos históricos en los cuales la mala moneda no desplaza a la buena. Citan el caso de los Estados Unidos de comienzos del siglo XIX, que se manejaba con un sistema monetario compuesto por el dólar americano y el dólar español. Este último constituía 22% de la circulación total. Algo similar sucedió con la incorporación más adelante de los Greenbacks, notas del Congreso destinadas a financiar la guerra civil, que circularon como medio de cambio en coexistencia con los otros papeles. Otro ejemplo histórico hace referencia a lo acontecido con la llegada de la Guinea en la Inglaterra del siglo XIX.

Estos casos específicos permiten a Rolnick y Weber refutar una versión más moderna de la Ley de Gresham, que propone que el desplazamiento se dará si existe un tipo de cambio fijo entre ambas monedas. Por más que

la buena y la mala moneda sean de curso legal, los precios se fijarán en términos de la moneda mala, y los comerciantes estarán dispuestos a otorgar un premio o descuento a los consumidores que compren con la moneda fuerte. Es decir que ninguna de las dos monedas desaparecerá de circulación. Los autores avanzaron aún más lejos y propusieron una nueva versión de la Ley de Gresham según la cual la mala moneda desplaza a la buena siempre que los costos de usar la buena moneda al valor de mercado sean muy altos. Esto significa que las bajas denominaciones de la moneda fuerte tenderán a desaparecer ya que en proporción resulta más caro que circulen con un descuento sobre los precios fijados en base a la moneda débil. En cambio los billetes de mayor denominación, que pueden obtener un premio de manera menos costosa, se mantendrán en circulación.

Por su parte, Selgin (1996) avala la proposición de la Ley de Gresham porque la legislación, al obligar a aceptar ambas monedas, pone a compradores y vendedores en una situación similar al dilema del prisionero, en la que el único equilibrio de Nash no cooperativo es utilizar la mala moneda para las transacciones domésticas. A pesar de que los pagos y el bienestar es mayor si ambos utilizan la buena moneda, la pérdida de desprenderse de la buena moneda y recibir la mala lleva a la solución no cooperativa. Para este autor, si por disposiciones legales los jugadores están obligados a aceptar ambas monedas que son de curso legal, se cumple la Ley de Gresham.

De los párrafos anteriores se desprende que la incorporación a un sistema monetario de otra moneda puede tener diversas características, y de allí que los resultados para el sistema económico en su conjunto y en términos de política monetaria puedan diferir. Theret y Marques P (2002) analizan la convivencia de distintas monedas de curso legal en la economía cubana desde el punto de vista de la Teoría de la regulación francesa, que pone énfasis en el funcionamiento de las instituciones. Posiciones diversas al respecto pueden verse en Guidotti y Rodríguez (1992) y Aglieta y Orlean (2002). Allí radica la necesidad de complementar el análisis puramente económico con un análisis institucional.

Para el caso específicamente argentino, Theret (2013) describe en un trabajo reciente la experiencia exclusiva del Bocode en la provincia de Tucumán. Por su parte, Shephard (2011) estudia en perspectiva el caso de Argentina en comparación a la experiencia de Venezuela y otras monedas llamadas también monedas sociales o complementarias.

Observamos que no parecería haber un completo acuerdo entre los economistas sobre la validez de la Ley de Gresham en su forma clásica ni tampoco en sus modernas reformulaciones. Por el contrario, aunque por mucho tiempo los manuales de economía dieron por cierta la llamada Ley de Gresham, según la cual la mala moneda (de menor valor) desplaza a la buena

(de mayor valor) de circulación, el consenso sobre la validez de esta consigna está lejos de ser unánime y en todo caso dependerá de factores institucionales.

En este marco, cabe preguntarse si la Ley de Gresham se verificó en la Argentina a partir de 2001 o si no lo hizo, y en este último caso, cuáles fueron las causas por las que los diferentes tipos de monedas circularon por varios años de forma conjunta. Como veremos, la clave no solo pasará por incentivos adicionales otorgados para la aceptación, como la posibilidad de pagar impuestos, sino a la oportunidad para quienes pudieran acceder a estos beneficios. De hecho, una facción menor de la sociedad logró obtener cuantiosas ganancias gracias al acopio de las cuasimonedas, comprándolas a un precio de mercado muy inferior al nominal y luego recibiendo a la hora de la unificación monetaria y rescate un precio sustancialmente mayor.

Volviendo a cuestiones teóricas, para analizar el impacto de las cuasimonedas es necesario considerar la famosa controversia sobre la neutralidad del dinero. Según Friedman (1968), la política monetaria no sirve para reducir desempleo, el trade-off entre inflación y desocupación es únicamente temporal, y sólo los cambios no anticipados en la inflación producen modificaciones permanentes. En contrapartida a esta posición monetarista, la teoría estructural de la inflación, para la cual la expansión monetaria puede ser consecuencia y no causa de la suba de precios, otorga a la política monetaria un rol importante para controlar la escalada inflacionaria.⁹ Desde este punto de vista es posible preguntarse en qué medida las cuasimonedas sostuvieron el consumo y el empleo y si este efecto fue duradero.

Asimismo, en materia de federalismo monetario, Olivera (1989) plantea la necesidad de avanzar hacia una descentralización del Banco Central de la República Argentina (BCRA) para convertirlo en una entidad federal que garantice la unidad monetaria en todo el territorio. Los incisos b) y c) del artículo 12 de ese proyecto de reforma conceden atribuciones adicionales a los directorios regionales. Por un lado, éstos debían informar al presidente del Banco Central sobre el desenvolvimiento de las sucursales y agencias provinciales y sobre la necesidad de nuevas sucursales y agencias en su distrito. Por el otro, tendrían que resolver sobre adelantos, redescuentos y otras operaciones de banca central con instituciones de su distrito, exceptuando aquellas operaciones reservadas al directorio nacional, que por supuesto contaría con mayores facultades que los directorios regionales. El proyecto de descentralización no se puso en marcha por diversos motivos. La discusión parlamentaria de su implementación quedó marginada ante la crisis inédita que sufrió el país y que obligó al traslado anticipado del Gobierno a Carlos Menem seis meses antes de lo previsto.¹⁰ Más adelante, con la instauración del régimen de convertibilidad, el Banco Central verá reducido su instrumental de política monetaria y más que expandirse buscará fortificarse

⁹ Sobre el tema véase Olivera (1977).

¹⁰ El entonces senador por Salta, Juan Carlos Romero, fue uno de los promotores del proyecto de descentralización, que no llegó a pasar la Comisión de Economía del Senado. Véase Romero (1989).

puertas adentro para evitar nuevos excesos de emisión. En los noventa se reformó la Carta Orgánica con ideas y objetivos distintos.

En cuanto a la descentralización, Olivera (1989) distingue entre descentralización operativa (limitada sólo a la apertura de sucursales), descentralización administrativa (que suma a la ejecución el proceso decisorio) y la descentralización patrimonial (que añade aún más autonomía de acción y responsabilidades patrimoniales a la anterior). Estos diversos grados de descentralización responden a los conceptos de unidad técnica, unidad económica y unidad jurídica vinculadas a la actividad de una organización. Incorporados al Banco Central conducen a la racionalización de la política monetaria, ya que “toda política monetaria racional debe tener en cuenta las diferencias regionales”.¹¹

A lo largo del trabajo veremos que la fragmentación monetaria condujo a una serie de reformas institucionales que modificaron la relación entre Nación y provincias, aunque los cambios institucionales no se manifestaron en la esfera monetaria, incluso a pesar de la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central en 2012.

Por último, con respecto a las externalidades monetarias, hemos tratado el tema en extensión en otro trabajo. Solo diremos que la multiplicidad de cuasimonedas y la estrecha relación de Corrientes y Chaco en términos económicos y geográficos ocasionan que la región sea un interesante foco de análisis sobre este punto. Fueron muchos los casos de trabajadores que cobraban sus salarios en una moneda provincial pero vivían y consumían en la otra provincia generando distorsiones de precios a partir de lo que denominamos externalidades monetarias.¹²

Aunque todos estos aspectos resultan significativos para comprender el fenómeno, es necesario ahondar en cuestiones vinculadas a las limitaciones de un régimen monetario de tipo de cambio fijo, a la estrechez fiscal y a la restricción presupuestaria, a las finanzas públicas regionales y a los problemas de endeudamiento provincial para tener una visión completa de los enfoques útiles para abordar la realidad doméstica en un período de crisis.

La fragmentación monetaria

Distintas provincias argentinas afectadas por este proceso de endeudamiento y estrangulamiento de sus finanzas, y ante las dificultades hacer frente a sus gastos (principalmente pago de salarios), se vieron obligadas a emitir una moneda o cuasimoneda de circulación local que sirvió para cancelar ciertas obligaciones provinciales en una primera etapa, pero luego tuvo varias de las características propias del dinero. En total, catorce

¹¹ Olivera (1991) citado también por De Miguel (2005).

¹² Chelala (2010).

provincias y varios municipios, además del Gobierno Nacional, imprimieron su propia moneda durante 2001 y 2002 hasta alcanzar los 7.814 millones de pesos, la tercera parte de la base monetaria.¹³

Emitieron títulos Buenos Aires, Catamarca, Córdoba, Corrientes, Chaco, Entre Ríos, Formosa, La Rioja, Mendoza y Tucumán. Otras provincias emitieron bonos para pagar a proveedores de una circulación muy reducida, como Chubut o Río Negro. Mientras que San Juan y Misiones iniciaron los trámites legislativos para emitir sus monedas pero no llegaron a hacerlo.¹⁴

Las jurisdicciones que no emitieron fueron seis, pero recibieron LECOP del Gobierno Nacional para pagar gasto corriente. La Ciudad de Buenos Aires recibió 140 millones de pesos en LECOP, Santa Fe 270 millones de pesos, Santiago del Estero 136 millones, La Pampa 69 millones, Santa Cruz 95 millones, y San Luis 50 millones de pesos. Es decir que en todo el territorio nacional circularon cuasimonedas, impresas por gobiernos provinciales o por la propia Administración Nacional, impedida de emitir moneda tradicional sin antes ampliar las reservas internacionales por la vigencia de la Ley de Convertibilidad.

Las cuasimonedas circularon de manera generalizada hasta diciembre de 2003, quedando remanentes hasta el año 2005. El 94,6% de los papeles fue rescatado, o quitado de circulación, en el segundo semestre de 2003 por el Banco Central a partir de una serie de acuerdos con las provincias emisoras. El remanente de los títulos, de menor envergadura, permaneció en manos de tenedores originales hasta el vencimiento, o formaron parte de rescates puntuales por parte de los gobiernos provinciales o por parte del Tesoro Nacional sin la intervención del Banco Central.

Sin considerar las LECOP, las cinco provincias con mayor emisión de cuasimonedas (Buenos Aires, Córdoba, Corrientes, Tucumán y Entre Ríos) superan el 95% del total emitido. Si se tienen en cuenta las LECOP, los patacones de Buenos Aires representaron el 33% del total de la emisión.

¹³ Al realizarse la emisión durante la vigencia de la convertibilidad cambiaria, la cifra equivaldría a 7.814 millones de dólares, dado que el peso se cambiaba uno a uno en relación al dólar.

¹⁴ Hubo incluso algunos municipios que intentaron hacer algo similar emitiendo una especie de instrumento de cancelación de obligaciones para pagar sueldos a empleados municipales, como los municipios de Frías (Santiago del Estero) y San Francisco (Córdoba).

Tabla 1. Emisión de cuasimonedas según tipo de rescate

	Emisor	Nombre	Valor Nominal (millones de pesos)	Valor de Rescate (millones de pesos)	VR / VN	Cotización mínima de mercado
Rescate del Banco Central durante 2003	Nación	LECOP	3187	3187	100,0%	98%
	Buenos Aires	Patacon	2644	2644	100,0%	98%
	Córdoba	Lecor	649	619	95,5%	95,5%
	Entre Ríos	Federales	254	193	75,7%	72%
	Corrientes	Cecacor	249	185	74,3%	52%
	Tucumán	Bocade	167	155	92,8%	85%
	Chaco	Quebrachos	99	88	88,9%	85%
	Formosa	Bocanfor	85	70	82,4%	70%
	Catamarca	Bonocat	56	56	100,0%	99%
		Subtotal (1)		7390		
De circulación reducida	Mendoza	Petrom	75			
	Tierra del Fuego	Letras	30			
	Chubut	Petrobono	20			
	Río Negro	Petrobono	20			
	La Rioja	Bonos Series A y B	10			
		Subtotal (2)		155		
Rescate propio o del Tesoro	Conjunto de provincias (3)		269			
	TOTAL (1+2+3)		7814			

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y SIGEN

Las LECOP fueron impresas por la Nación para reducir el caos de impresión y para otorgar ciertas garantías mínimas de seguridad en los instrumentos. En total se repartieron 3.187 millones de pesos y se evitó así que otros distritos, con necesidades menos urgentes, emitieran una cuasimoneda. No obstante, la proliferación de cuasimonedas cercenó la

confianza en el peso y en la permanencia del régimen de tipo de cambio fijo.¹⁵ En términos cuantitativos, estas monedas regionales llegaron a representar la cuarta parte de la base monetaria.

Gráfico 1. Cuasimonedas en relación a la base monetaria (en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

El Banco Central no intervino en las negociaciones para la emisión. Sí lo hizo el Ministerio de Economía, que permitió la emisión siempre que no supere la nómina salarial de empleados provinciales. A mediados de 2001, la impresión de cuasimonedas se vislumbró como la única alternativa posible para mantener a flote las cuentas públicas provinciales y se creyó que no habría riesgos sistémicos siempre que la emisión sea reducida y se mantuviera bajo control.

Los marcos normativos que dieron origen y regularon las cuasimonedas en las provincias resultan fundamentales para comprender de una manera orgánica las diferencias en la circulación y en las cotizaciones de mercado que tuvieron durante el tiempo que fueron utilizadas.

¹⁵ Un detalle de este proceso se encuentra en Chelala (2002).

La aparición del Cecacor

A finales de la década del noventa, a los problemas económicos y financieros de Corrientes se sumó un problema de gobernabilidad. Una vez que se demoró o frenó la cesación de pagos de haberes a empleados públicos, en medio de una profunda crisis institucional, económica, política y social, organizaciones sociales, sindicales, docentes, empleados públicos, profesionales, organizaciones religiosas, y ciudadanos autoconvocados se manifestaron a partir junio de 1999 y en varias oportunidades en la plaza principal de la Ciudad de Corrientes, Capital de la provincia homónima. A estas manifestaciones se las llamó "Plazas de la Dignidad". El reclamo principal era el pago de salarios adeudados junto a la exigencia de cambios en la conducción política. Las manifestaciones se prolongaron en el tiempo en espera de la ayuda económica nacional y se trasladaron al puente General Belgrano que une a las provincias de Corrientes y Chaco. El reclamo social tuvo su epílogo con la decimoséptima intervención federal de Corrientes.¹⁶

Una serie de decretos dieron vida y nutrieron la circulación de cuasimonedas a partir de la intervención federal. El Decreto Ley N° 1/1999, promulgado y publicado en Boletín Oficial con fecha 30 de diciembre de ese año, declaró la emergencia y autorizó la emisión de Certificados de Cancelación de Obligaciones de la Provincia de Corrientes (Cecacor) hasta la suma de 400 millones de pesos. Según la normativa estarían destinados a la cancelación de las obligaciones de cualquier naturaleza del sector público provincial, incluso las generadas con los entes de su dependencia. Inicialmente se emitirían en dos series. La serie A, hasta la suma de 150 millones de pesos con vencimiento a los diez meses de la fecha de emisión y con un interés anual del siete por ciento, pagadero conjuntamente con el capital al vencimiento del plazo señalado. La serie B hasta la suma de 250 millones de pesos a veinticuatro meses de plazos, con un interés anual también de de siete por ciento. En esta última, el capital se amortizaría al vencimiento del plazo señalado y los intereses en cuatro cuotas trimestrales, venciendo la primera de ellas a los quince meses de la fecha de emisión.

Previo al vencimiento de la primera serie se dictó y promulgó con fecha 05/07/2000 y publicación en el Boletín Oficial el día 6 de junio de 2000, el Decreto Ley N° 34/2000, que modificó el artículo 29 del Decreto Ley N° 1/1999 referido a la emisión de la serie B de los Cecacor, prorrogando el vencimiento de los intereses de la primera serie en tres meses, es decir, a los dieciocho meses.

Posteriormente el mismo artículo sufrió nuevas modificaciones mediante los decretos leyes N° 114/2001 de fecha 25/01/2001 y N° 134/2001 de fecha 5/7/2001. El primero de ellos dispuso la modificación de la serie B

¹⁶ El Gobierno Nacional depuso de sus funciones al gobernador provincial y nombró en su lugar un interventor.

(permitiendo solo lo emitido a la fecha, 100 millones de pesos) y autorizó la emisión de la serie C hasta 100 millones de pesos devengando un interés del 4% con vencimiento a los dieciocho meses de la emisión. En tanto el segundo Decreto Ley desdobló la emisión de la serie C en primera y segunda emisión, la primera por 100 millones de pesos y la segunda por 50 millones de pesos operando el vencimiento de la segunda emisión a los trece meses.¹⁷

Finalmente, con fecha 10/12/2001 y por Decreto Ley N° 210/2001 se declaró la Emergencia Económica y Social y se modificó el Decreto Ley N° 1/1999 ampliando en 200 millones de pesos la autorización de la emisión de Cecacor, los cuales podrían emitirse en serie D o en más series. Paralelamente la provincia se adhirió al Título Cuarto de la Ley N° 25.453 Régimen de Equilibrio Fiscal con Equidad, que imponía una serie de condiciones a cambio de facilidades de financiamiento.

A medida que se autorizaban nuevas emisiones y se refinanciaban los intereses y el capital principal, caía la valuación de la cuasimoneda respecto del peso convertible, rigiendo únicamente la circulación de uno a uno establecida por Decreto Ley N° 157/2001 a los fines de la moratoria del pago de obligaciones tributarias provinciales. La oferta de cuasimoneda aumentaba pero disminuían los bienes y servicios que podía adquirirse con los títulos.

La aparición del Quebracho

En la provincia de Chaco, la emisión para abonar a proveedores, empleados y prestadores de salud recién surge hacia el año 2001. En principio fueron repudiados por los empleados públicos provinciales sobre la base de las experiencias de sus vecinos correntinos. Se emitieron en valores de 1, 2, 5, 10, 20, 50 y 100, al igual que la nominación de la moneda nacional, por lo que un quebracho no solo equivalía nominalmente a un peso convertible sino que cualquier billete de la moneda nacional tenía su equivalente en quebracho. La emisión de bonos fue autorizada por Ley Provincial N° 4.951 y sancionada en octubre de 2001.¹⁸

Esta ley autorizaba al Poder Ejecutivo provincial a emitir instrumentos para la cancelación de las obligaciones devengadas o a devengarse, de cualquier naturaleza, establecidas en el presupuesto provincial y leyes especiales, hasta cubrir como límite el monto del importe correspondiente a la disminución de las transferencias nacionales de los fondos de coparticipación, de fondos especiales o específicos, o de cualquier otra naturaleza desde el 1

¹⁷ Como puede verse, la autorización de emisión supera los bonos efectivamente rescatados por el BCRA. La diferencia se debe a distintas razones. Por un lado, no todo lo autorizado fue emitido. Pero además, hubo un rescate anticipado que realizó la provincia a través de la emisión de un título de deuda provincial llamado "bono dorado" y también se utilizaron fondos del tesoro provincial. Aún así, hasta el día de hoy persisten ciertas inconsistencias en las cuentas públicas provinciales vinculadas con las cuasimonedas.

¹⁸ En forma paralela la provincia se adhirió a la Ley Nacional N° 25.344 de Emergencia Económica y Financiera.

de agosto del año 2001, como así también para cubrir el déficit presupuestario operativo y los servicios de la deuda no reprogramados; obligando además a los municipios a percibir en carácter de coparticipación los mencionados instrumentos. Se cargaba así la responsabilidad última de la emisión al Gobierno Nacional, ya que la provincia dejaba asentado que la emisión se haría solo para cubrir la disminución de transferencias que reciba por parte de la Nación.

Los instrumentos de pagos fueron denominados “Certificados de Cancelación de Obligaciones de la Provincia del Chaco: Quebracho”. En la ley se establecieron las condiciones generales de emisión, un plazo no inferior a un año y medio ni mayor a los tres años y una tasa nominal anual inferior al ocho por ciento (8%). A diferencia del marco normativo de Corrientes, al momento de esta emisión ya se contaba con experiencia nacional en la emisión de cuasimonedas, habiendo comenzado a circular las LECOP. Esta experiencia contribuyó a que la ley provincial sea más completa que los decretos leyes correntinos, estableciendo en su articulado la posibilidad de utilizar los instrumentos para la cancelación de obligaciones del orden nacional o de otras provincias, “de conformidad con los convenios que se celebraren oportunamente”.¹⁹ También se previó la extinción irrevocable de las obligaciones públicas y privadas efectuadas con los bonos emitidos, la eximición tributaria, impositiva y de gravámenes sobre los certificados, la paridad con el billete convertible de curso legal penando con multas a quienes pagaren por debajo de la misma y se otorgaron amplias facultades al ejecutivo provincial para la refinanciación o rescate anticipado.

Sobre la base de esta normativa, el Decreto Provincial Nº 1690/01, autorizó la emisión de la serie I de Quebracho hasta la suma de 50 millones de pesos, con plazo de un año y seis meses contados desde la fecha de emisión y una tasa de interés nominal anual de 8% a pagar en dos cuotas, la primera un año después de la emisión y la segunda juntamente con el capital al vencimiento del plazo. El Decreto Nº 2137/01 dispuso la emisión de la serie 2 de Quebracho, con fecha de emisión 12 de enero de 2002, por otros 50 millones de pesos, con plazo de 18 meses y tasa de interés de 8%. Más adelante, el Decreto Nº 231/02, de fecha 11/03/2002 dispuso la emisión de la serie 3 de Quebracho por 50 millones de pesos e iguales condiciones.²⁰

Las Resoluciones del Ministerio de Economía, Obras y Servicios Públicos de Chaco Nº R.0288; R.0295/01 y R.288/01 definieron la utilización de los Quebracho en el pago de haberes de empleados provinciales hasta el 40% de la remuneración. A diferencia de Corrientes se buscó darle al

¹⁹ Ley Provincial Nº 4.951.

²⁰ También para Chaco la autorización de emisión superó lo rescatado por el BCRA. La diferencia se debe también a que no entraron en circulación todos los títulos quebrachos impresos. En particular, la circulación de cuasimonedas se frenó en la segunda parte de 2002, tras la devaluación del peso y la transferencia a las provincias de Lecop y moneda nacional.

personal la opción de aceptar los títulos, pero en la práctica era solo una opción aparente. Los agentes que no aceptaran cobrar en Quebracho debían manifestarlo de manera expresa siendo considerada la falta de una manifestación la aceptación de los pagos con el título. En los casos en que se manifestara la no aceptación, el pago quedaba diferido hasta que el tesoro provincial o la respectiva tesorería jurisdiccional contare con excedentes financieros suficientes para atender el pago con pesos, sin fecha tentativa ni plazos mínimos de garantía para el cobro. Es decir, los agentes podían elegir entre cobrar en Quebrachos o no cobrar, y convertirse en acreedores de la provincia.

Los valores de circulación de las cuasimonedas

Ambas legislaciones provinciales pretendieron fijar el valor nominal del título en paridad con el peso. No obstante, el valor de los títulos llegó a caer hasta en un 50% en promedio y se buscaron adoptar medidas para frenar la depreciación. En la provincia de Corrientes, el Decreto Ley N° 154/2001 de septiembre de 2001 estableció sanciones para las personas que comercialicen los Cecacor sin estar autorizados, ya que la especulación en el mercado secundario de cuasimonedas contribuía a reducir su valor de mercado.

Más formal fue la normativa en Chaco. La Ley provincial N° 4.951 creó la Comisión de seguimiento, monitoreo y contralor de la circulación de los Quebracho, la que estaría integrada por un diputado de cada bloque parlamentario, un representante designado por el Ministerio de Economía, Obras y, Servicios Públicos, un representante del Ministerio de la Producción, y representantes de sectores privados (comercio, industria, servicios). Esta Comisión tendría como principal tarea realizar todas las acciones y gestiones tendientes a informar y asesorar al poder ejecutivo, a efectos de lograr que los certificados tengan un mercado provincial lo más amplio, transparente y seguro posible. Su objetivo era asegurar la paridad del poder de compra al peso convertible de curso legal.

Precisamente con ese fin, una serie de normativas adicionales dispusieron la utilización de cuasimonedas en diversos sectores de la economía. Los gobiernos provinciales liquidaban pagos en canastas de monedas compuestas por pesos, certificados provinciales y LECOP. Sin embargo, solo los bancos provinciales admitían la apertura de cuentas en los certificados emitidos por las respectivas jurisdicciones, dificultándose el comercio y el pago de obligaciones entre jurisdicciones en cuasimonedas, no existiendo comunicación o circular al efecto del BCRA que autorizara la apertura de cuentas especiales. Los bancos privados las rechazaban.

En el sector energético, las empresas provinciales proveedoras de servicios, principalmente de servicios eléctricos, aceptaron las cuasimonedas como forma de pago pero hasta en máximo de cincuenta por ciento de la facturación. Estas empresas a su vez tuvieron rápidamente dificultades para cancelar sus propias obligaciones con proveedores de otras jurisdicciones.

Por su parte, los organismos nacionales, como la Administración de Ingresos Públicos (AFIP) y Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), no aceptaron la cancelación de obligaciones, ni aportes y contribuciones en cuasimonedas emitidas por Corrientes o Chaco, aún cuando el Estado Nacional cancelaba obligaciones reales con las provincias en LECOP.

Para entender las razones de la pérdida de valor de los títulos provinciales en el mercado es fundamental remitirse a la Comunicación "A" 3.325/01 del Banco Central que amplió el uso del Patacón emitido por Buenos Aires y permitió a las entidades financieras recibirlos en pago de préstamos personales, hipotecarios para vivienda y prendarios otorgados, siempre que se verifique que el titular de la obligación sea un agente activo de la administración provincial y que se trate de un tenedor original de esos títulos. El beneficio generalizado contribuyó a mantener la paridad del patacón pero como no alcanzó a Corrientes ni a Chaco, ni a ninguna otra provincia que haya emitido cuasimoneda, limitó el uso de los títulos y redujo su valor en el mercado.²¹

Con el transcurso del tiempo, las cotizaciones redujeron en ambas provincias. En Corrientes, los Cecacor llegaron incluso a cotizar a sólo 30% de su valor nominal durante la etapa más aguda de la crisis. La caída fue más abrupta en las ciudades del interior de la provincia, donde los monopolios en las cadenas de comercialización y distribución de alimentos que actuaron como monopsonistas de las cuasimonedas tenían el poder de fijar los precios de los títulos. Un estado provincial disminuido en sus capacidades por la velocidad de la crisis no logró intervenir exitosamente para frenar la depreciación.

Sin embargo, Schavarzer y Finkelstein (2003), destacan el efecto positivo de las cuasimonedas en el primer trimestre de 2001 para elevar los niveles de consumo debido a que la monetización de la economía se encontraba por debajo de los promedios históricos como consecuencia de la fuga de capitales. También destacan el exceso de los títulos en los trimestres siguientes, debido a la paulatina apertura del corralito.²²

²¹ Los legisladores chaqueños que pidieron la extensión del beneficio para su provincia sin éxito definieron la situación con la frase "Dios está en todas partes, pero atiende en Buenos Aires".

²² Se denominó "corralito" a las restricciones impuestas en el último trimestre de 2001 para retirar dinero en efectivo de las entidades financieras, poniendo un límite semanal de 250 pesos con tarjeta de débito y liberando las extracciones sólo para la versión electrónica de pagos.

En Corrientes, la primera emisión de Cecacor permitió superar la anemia monetaria, reactivando inicialmente el comercio. Schvarzer y Finkelstein calculan distintos coeficientes para valorar la monetización de las economías locales y concluyen que la mayor circulación de bonos en relación al Valor Bruto de Producción (VBP) fue en la Corrientes, con 3,2%, seguido de Formosa con 2,6% y de Entre Ríos con 1,8%. En Chaco el ratio alcanzó 1,5%.²³ De la investigación surge que para mantener la paridad cambiaría entre las monedas la emisión no debería superar un 30% del VBP de la provincia emisora.

Otros indicadores sobre la cantidad relativa de cuasimonedas explican en parte la depreciación que sufrió el Cecacor de Corrientes. La provincia fue la que más emitió en relación a sus ingresos corrientes y a su gasto en personal, y su moneda fue la que más se depreció. Los indicadores muestran a Chaco mejor ubicada ya que al recibir en proporción más LECOP del Gobierno Nacional, la emisión de quebrachos fue menor.²⁴ En relación a la deuda pública, Entre Ríos fue la que más moneda local emitió.²⁵

Tabla 2. Emisión en relación a indicadores provinciales seleccionados (2001, en porcentaje)

	Emisión / Ingresos Corrientes	Emisión / Gasto en salarios	Emisión / Deuda Pública	Valor de mercado
<i>Buenos Aires</i>	33,8	46,0	25,2	98,0
<i>Catamarca</i>	11,7	20,8	10,7	99,0
<i>Córdoba</i>	29,7	47,5	24,4	95,5
<i>Corrientes</i>	35,8	56,0	23,5	52,0
<i>Chaco</i>	11,8	16,4	6,3	85,0
<i>Entre Ríos</i>	24,0	37,5	27,1	72,0
<i>Formosa</i>	14,7	21,5	6,7	70,0
<i>Tucumán</i>	17,0	27,9	13,1	85,0

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

Los factores económicos y financieros por sí mismos no alcanzan para identificar las distintas cotizaciones de las cuasimonedas sino que es necesario complementar este análisis con factores institucionales,

²³ El Valor Bruto de Producción (VBP) se utilizó como variable proxy del PBG o la cantidad de transacciones.

²⁴ Calcagno et al (2003) también destacan que Corrientes presentó el panorama más desalentador al comparar la cantidad de cuasimonedas en relación a los ingresos propios de la provincia.

²⁵ Centramos el análisis en los ocho títulos provinciales, que sumados a las LECOP, fueron los que formaron parte del proceso de unificación monetaria instrumentado por el Banco Central y sobre los que se tiene información sobre el precio efectivo de rescate y su diferencia con los valores de mercado. En conjunto representan 94,5% de la emisión total de cuasimonedas.

relevantes en la formación de expectativas y en la aceptación o rechazo de un determinado instrumento cambiario. De allí la necesidad de fortalecer las instituciones federales en la esfera monetaria.

La temprana intervención federal sumada a la magra situación de las finanzas provinciales y a la emisión temprana de las cuasimonedas permiten sostener que la crisis de deuda tuvo en la provincia de Corrientes uno de sus primeros y más importantes capítulos en cuanto representó un antecedente a considerar por otras provincias. La decisión de emisión de los certificados de cancelación fue tomada por la intervención federal de los tres poderes del Estado y los estados municipales. De esta forma, las autorizaciones de emisión no tenían control parlamentario. Esta situación no ocurrió en Chaco el marco normativo fue menos improvisado.

Los indicadores de cantidad de emisión señalan en Corrientes diferencias importantes frente a otras provincias, como por ejemplo en la relación entre emisión e ingresos corrientes o gasto en salarios. Sin embargo, si bien pueden ser una guía, no se observó una relación directa o estricta entre estos indicadores y el descuento de mercado que tuvieron las cuasimonedas. Esto se debe a que muchos factores, como las expectativas sobre emisiones futuras, su aceptación por parte de comercios, el trato brindado por los organismos nacionales o la historia con que cada provincia cuenta en materia de emisión propia resultan difíciles sino imposibles de cuantificar con precisión.²⁶

De cualquier forma, resulta claro que la robustez o debilidad del marco normativo de origen de las cuasimonedas, su nivel de generalidad en la circulación y aceptación de organismos locales y nacionales, y luego (eventualmente) la forma y el precio de rescate de los papeles son todos factores que incidirán en el valor de mercado de la cuasimoneda durante su etapa de uso.

Resulta al menos llamativo que tras la unificación monetaria se adoptaron solamente mecanismos de prevención fiscal y de control de la deuda pública provincial, como los Programas de Financiamiento Ordenado (PFO) y los Programas de Asistencia Financiera (PAF), entre otros.²⁷ No se revisaron ni adecuaron los mecanismos normativos de la política monetaria ni el accionar del Banco Central para incorporar de manera regular a los procesos de decisión las necesidades monetarias provinciales, una cuestión sobre la que nos detendremos más adelante.

²⁶ Por ejemplo, en Tucumán el Bocado llevaba años en circulación.

²⁷ Los PAF y los PFO fueron acuerdos bilaterales entre las provincias y la Nación para recibir asistencia financiera, en especial reestructurar pasivos de las provincias con la Nación con condiciones ventajosas para las primeras, a cambio de una serie de condiciones, como la prohibición de endeudarse sin previa autorización.

Unificación monetaria y licuación de pasivos

A comienzos de enero de 2002, la Ley Nacional N° 25.561 declaró la emergencia pública en materia social, económica, administrativa, financiera y cambiaria y modificó la Ley de Convertibilidad reestructurando los contratos y las obligaciones contraídas con el sector financiero y entre particulares. En su artículo 12° estableció que el Poder Ejecutivo Nacional procedería al canje de los títulos nacionales y provinciales que hubiesen sido emitidos como sustitutos de la moneda nacional de curso legal en todo el territorio del país, previo acuerdo con todas las jurisdicciones provinciales. Con el quiebre de la convertibilidad y la devaluación del peso, la circulación de monedas provinciales con diferente cotización perdió sentido, a la vez que la necesidad de recuperar confianza en la moneda nacional impulsó el proceso de reunificación monetaria.

El 27 de febrero de 2002 se suscribió un acuerdo entre la Nación y las provincias ratificado por Ley Nacional N° 25.570. En el texto las provincias encomendaron al Estado Nacional la renegociación de las deudas públicas provinciales de modo de convertirlas en títulos nacionales, siempre que las jurisdicciones deudoras asumieran con el Estado nacional la deuda resultante de la conversión y la garantizan con los recursos provenientes de la coparticipación federal presente y futura.

Las provincias se comprometían a no contraer nuevo endeudamiento con características de cuasi moneda, no aumentar el endeudamiento flotante y en caso de que el endeudamiento contingente se transforme en deuda exigible, a elaborar una propuesta de cancelación a largo plazo congruente con el Programa de Financiamiento Ordenado (PFO).

En este marco legal, el Decreto 743/03 y la Resolución Ministerio de Economía de la Nación N° 266/03 regularon el retiro de sus cuasimonedas provinciales circulantes al 31 de Enero de 2003, debiendo las provincias encomendar por Decreto Provincial y el Estado Nacional aceptar por Decreto Nacional. Al encomendar las provincias su rescate debían asumir con Estado Nacional de deuda resultante garantizándola mediante afectación de la coparticipación pudiendo optar por los títulos público nacionales Boden 2011 o Boden 2013, ambos denominados en pesos y con un interés anual de 2%. También debían comprometerse en caso de existir remante de títulos públicos a disponer medidas tendientes a dejarlos sin efecto emitiendo un Título Provincial Escritural Sustitutivo con vencimiento en septiembre de 2006. El Estado Nacional fijó un monto máximo por cada Jurisdicción instrumentado mediante dos tipos de rescate cuyos procedimientos fueron establecidos por el Banco Central de la República Argentina.

En primer término se llevó a cabo una licitación pública con un tramo competitivo por el 60 de las emisiones originales con un precio máximo de corte por jurisdicción, y otro tramo no competitivo o de segunda vuelta a precio de rescate igual al principal con descuento del 5%.²⁸ También tramos especiales para el sector público nacional, provincial y municipal, un tramo minorista para tenedores de hasta quinientas unidades en valor nominal y un tramo minorista especial para tenedores en virtud de una relación de empleo público o previsión hasta el límite de sus tenencias conforme a recibos de pago, todos a un valor nominal de rescate de uno a uno.

En el caso de las jurisdicciones en las cuales se observara paridad entre la cuasimonedas y el peso, el Banco Central compró las cuasimonedas provinciales, emitiendo pesos, contra los Boden 2011 y Boden 2013 que emitió el Tesoro Nacional.

En el caso de los Cecacor de Corrientes, el rescate se hizo a un valor nominal de 249,1 millones de pesos y con un precio de corte de 75, emitiéndose para su rescate 185,2 millones de pesos respaldados en Boden 2013.²⁹ En tanto en Chaco el rescate de Quebracho sumó un valor nominal de 99 millones de pesos y fueron rescatados al 88 de su valor nominal emitiendo el BCRA 88 millones de pesos respaldados en Boden 2013.³⁰

Las cuasimonedas llegaron a cotizar muy por debajo del valor nominal, en particular en Corrientes, donde en promedio perdieron hasta la mitad de su valor. Sin embargo, el rescate que realizó el Gobierno Nacional tuvo un precio de corte (o precio de rescate) superior y cercano a la paridad. En la práctica, como los papeles se rescataron en gran medida por encima del valor de mercado, la decisión resultó ser una solución salomónica. El rescate al valor nominal hubiera elevado más la deuda de las provincias con la Nación, mientras que un rescate a valor de mercado hubiera sido perjudicado a los tenedores finales de las cuasimonedas, de allí que se hicieran excepciones para los tenedores minoristas. De cualquier forma, las provincias donde el rescate se hizo bajo el valor nominal lograron licuar parte de sus pasivos, ya que pagarían a la Nación, por ejemplo en el caso de Corrientes, 75 centavos por cada peso de emisión de deuda en cuasimonedas.

Es necesario remarcar que no necesariamente los tenedores finales de cuasimonedas fueron los que perdieron en el rescate. Los tenedores originarios (empleados públicos y proveedores) cambiaron a valores bajos las cuasimonedas en grandes cadenas de supermercados o empresas de servicios públicos. Éstas, a su vez, que adquirieron las cuasimonedas muy

²⁸ El precio de corte fue determinado por el Ministerio de Economía y Producción a través del Órgano Coordinador del Sistema de Administración Financiera.

²⁹ Datos de la Auditoría General de la Nación (AGN).

³⁰ La emisión total de Boden en pesos, 2011 y 2013, para ser utilizados al programa de unificación con garantías de las provincias sumó 3.989 millones de pesos.

por debajo del valor nominal, las canjearon en el rescate a un valor más elevado, obteniendo así un cuantioso beneficio. En un juego de suma cero, mientras los fiscos provinciales licuaron pasivos y los tenedores finales obtuvieron ganancias (al adquirir previamente las cuasimonedas a menor precio), los tenedores originales terminaron perdiendo la parte proporcional de sus ingresos cobrados en cuasimonedas.

Cuasimonedas e inflación

El esquema de análisis de las externalidades en la esfera de la microeconomía puede ser de utilidad para fenómenos macroeconómicos en el área monetaria, tal es el caso de la emisión de monedas provinciales o cuasimonedas. Desde este punto de vista, es posible formalizar el efecto que tendrá una emisión provincial sobre otra provincia que por razones políticas o institucionales decide no emitir su moneda cuando se produce la fragmentación del sistema. Chelala (2010) muestra que la centralización de las decisiones en un Banco Central resulta más eficiente. Si el efecto de la emisión monetaria sobre la demanda más que supera los costos en términos de inflación, la externalidad monetaria cambia de signo y pasa a ser positiva, impulsando al conjunto de la economía.

Es difícil saber con exactitud en qué medida las cuasimonedas aportaron a la inflación que tuvo la Argentina durante el 2002. Desde el punto de vista de la teoría monetaria, la respuesta parece sencilla. En promedio, durante el 2002 las cuasimonedas representaron 23% de la base monetaria total, es decir que la inflación habría sido 23% inferior al 41% verificado. ¿Podría decirse entonces que la emisión de cuasimonedas aportó 9,5% de la inflación registrada en 2002? Esta respuesta sería por supuesto un exceso de simplificación. Es más factible que el impacto en precios haya sido también indirecto a través del tipo de cambio.

La sobre reacción inicial del tipo de cambio tras el quiebre de la convertibilidad debió considerar la oferta monetaria amplia que incluía las cuasimonedas y como los precios tienen cierto grado de rigidez a la baja ante movimientos del tipo de cambio, la sobre reacción del tipo de cambio ocasionada en parte por la emisión de cuasimonedas debió tener a su vez consecuencias inflacionarias.³¹

Asimismo, la reciente crisis financiera internacional mostró que en períodos extremos la emisión monetaria no es necesariamente inflacionaria, ya que existe capacidad ociosa y exceso de demanda de bienes y servicios. Para cuantificar el efecto inflacionario sería necesario preguntarse además cuál habría sido el tipo de cambio tras la salida de la convertibilidad de no

³¹ Chelala (2009) trata la rigidez de precios ante variaciones cambiarias de distinto signo.

existir cuasimonedas, una respuesta difícil de precisar ante la importancia de las expectativas en la fijación del tipo de cambio.³²

Política monetaria y federalismo

Las instituciones federales de cada país suelen respetar la idiosincrasia y la historia local. Watts (2003) describe los distintos modos que pueden adoptar las instituciones públicas en países federales, y compara el funcionamiento de las áreas legales, administrativas y financieras de Canadá, Estados Unidos, Alemania, Brasil, Argentina, entre otros estados. Pone énfasis en el grado de descentralización del proceso decisorio y la independencia económica relativa de los distintos estados o provincias de cada Nación encontrando diferencias significativas y otorgando una variedad de características posibles para el federalismo.

En materia de regulación bancaria, la Reserva Federal de los Estados Unidos acostumbra ser un ejemplo a tener en cuenta, aunque no es el único posible. La Fed, como se la conoce en la jerga económica, se compone de doce bancos o reservas federales regionales a lo largo del país (Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas y San Francisco), y tiene además otras veinticinco sucursales en distritos de relevancia que responden a los bancos regionales. A modo de ejemplo, la Reserva Federal de San Francisco tiene oficinas en Los Ángeles, Portland, Salt Lake City y Seattle.

La descentralización no es solo geográfica. El Comité Federal de Mercado Libre (FOMC, según sus siglas en inglés) cuenta con doce miembros y se encarga de diseñar la política monetaria. Siete miembros del Consejo de Gobernadores, el presidente del Banco Federal de Nueva York y cuatro de los otros once presidentes de los Banco Federales que van rotando. Es a partir de las ocho reuniones anuales del FOMC que se alteran las tasas de interés de modo de alcanzar un balance entre crecimiento e inflación. En esas reuniones también se analizan las diversas situaciones de las economías de cada región y los análisis quedan plasmados en los comunicados oficiales que se emiten a su término.

Más allá del proceso decisorio en el que las voces de las distintas regiones del país son escuchadas, las reservas federales regionales funcionan como verdaderas usinas de investigación. Cercanas a la realidad micro de cada distrito se encargan también de contribuir con su trabajo a la estabilidad macroeconómica nacional y a estudiar las relaciones entre las esferas real y monetaria de la economía a nivel regional. Los resultados se plasman en publicaciones de prestigio como el *Economic Review* de la Reserva Federal de Atlanta.

³² De haber impacto inflacionario, se trataría de un caso de externalidad monetaria, ya que las provincias que no emitieron cuasimonedas sufren el alza del nivel general de precios. Sobre el tema véase Chelala (2010).

Estados Unidos no tiene el único ejemplo de una política monetaria descentralizada. Francia, Alemania e Italia también tienen bancos centrales descentralizados, aunque con diferentes grados de autonomía.³³ En el contexto supranacional, el ejemplo más exitoso es el del Banco Central Europeo (BCE), en donde se diseña la política monetaria y se escogen las tasas de interés considerando la diversidad de necesidades de las distintas regiones de la zona euro.

Estos modelos contribuyen a mirar con optimismo de cara al futuro y desestimar las críticas acerca de que una democratización del proceso de decisiones monetarias resultará necesariamente caótico, y que el control de muchos pueda devenir en el control de nadie.

En la Argentina, la instancia de decisión de la política monetaria es el Directorio del Banco Central, compuesto por ocho directores, más el presidente y el vicepresidente del Banco. Todos ellos son designados por el Poder Ejecutivo Nacional con acuerdo del Senado de la Nación. No existe en el Directorio representación directa de las provincias, la única intervención federal tiene instancia cuando, cada seis años, el Senado aprueba o desaprueba el nombramiento de un candidato del Gobierno al Directorio. Intentos previos de contar con una institución de un espíritu federal, siguiendo los lineamientos planteados por la Constitución Nacional de 1853, que promovía la creación de un Banco Federal en todo el territorio, fueron dejados de lado.

La Carta Orgánica del Banco Central se reformó en marzo de 2012 pero su objetivo principal fue incluir metas de crecimiento y de inclusión social dentro de los mandatos de la Autoridad Monetaria, que tras la década del noventa había sido encomendada a velar solo por la estabilidad de precios. Se trata de un objetivo a primera vista loable pero que esconde dificultades prácticas, como la posibilidad de excederse en el financiamiento del déficit público cuando median intereses políticos de corto plazo. La reforma basada en principios heterodoxos no avanzó en la descentralización federal de la Autoridad Monetaria en ninguna de las opciones posibles.³⁴

Conclusiones

Durante la crisis, el Banco Central no contaba con las herramientas necesarias, como podían ser las oficinas regionales para conocer con mayor certeza la cotización de mercado de las cuasimonedas a rescatar o la aceptación que tuvieron en el tiempo que circularon. Por el contrario, como vimos, la Comunicación "A" 3.325/01 del Banco Central contribuyó a mantener el valor de mercado del patacón bonaerense pero dejó a un lado las demás cuasimonedas provinciales.

³³ Como ejemplo, el Banco de Italia cuenta con 14 sucursales en todo el país y otras 83 oficinas dispersas en varias provincias.

³⁴ Olivera (1989) resume estas posibilidades.

De cualquier forma, la llamada Ley de Gresham no se cumplió en todos sus aspectos. Las cuasimonedas tuvieron una marcada depreciación inicial, pero la posibilidad de canjearles al precio nominal en el pago de impuestos provinciales, o a un valor más elevado que el de mercado durante el rescate de los títulos, condujo a que fueron buscadas para captar el beneficio en la diferencia de cotización. Así es como la depreciación de las cuasimonedas impactó de forma diferente en las personas y comercios según su situación y posibilidad de aplicación.

En términos generales, la emisión fue regresiva porque perjudicó principalmente a los asalariados que al no tener otro instrumento de pago disponible utilizaban las cuasimonedas al valor que en el interior de las provincias establecían los comercios que las aceptaban.

En una primera etapa, las cuasimonedas redujeron la anemia financiera ocasionada por la recesión y la fijación del tipo de cambio, generando oportunidades para el comercio y una mejoría del nivel de actividad económica. El efecto, sin embargo, fue insignificante en relación al impacto recesivo que tuvo la pérdida de confianza en la moneda nacional y el posterior quiebre del sistema. En el mediano plazo, las provincias debieron pagar con coparticipación federal las emisiones realizadas, aunque en condiciones ventajosas.

Para que las instituciones sean robustas y generen confianza es necesario avanzar en asignaturas pendientes. La reforma de la ley de Coparticipación prevista en la Constitución Nacional es una de ellas. También es necesario que se cumplan los términos de la Ley de Responsabilidad Fiscal y que se creen fondos provinciales anticíclicos para atender situaciones de falta de financiamiento. Pero en particular, es necesario avanzar hacia una política monetaria inclusiva de las provincias, y dotar al Banco Central de herramientas que eleven su capacidad de acción ante futuras amenazas de fragmentación.

Tras la fragmentación monetaria, el orden logrado alcanzó solo la esfera fiscal mediante firmas de acuerdos bilaterales o adhesiones a la Ley de Responsabilidad Fiscal. En cambio no se hicieron reformas en el área de las instituciones monetarias que sirvan de marco para enfrentar fenómenos similares.

Aunque bajo circunstancias atípicas, la fragmentación monetaria que vivió la Argentina luego de la crisis muestra la insuficiencia institucional para contener procesos monetarios complejos. Un Banco Central de alcance federal hubiera podido organizar de manera más eficaz tanto el proceso de fragmentación como el de unificación monetaria, y contar con un termómetro más preciso de las necesidades monetarias de cada provincia y de la

profundidad de la crisis. En todo caso, lejos de restar hubiera sumado en experiencia, capacidad técnica y dominio de información. Aunque siendo una situación extrema, la fragmentación monetaria pone de manifiesto la necesidad de contar con el marco regulador apropiado y con entidades rectoras que tengan facultad de aconsejar o tomar decisiones en estos casos. Decisiones que contemplen las voces y las necesidades de las distintas provincias del sistema federal.

Referencias Bibliográficas

- Aglieta, M. y Orlean, A. (2002), *La Monnaie entre Violence et Confiance*, Paris Ed. Sorbone.
- Calcagno, Juan Carlos, Juan Manuel Licari, Jorge Mauricio Oviedo y Santiago Pellegrini (2003), "Cuasimonedas Provinciales. Medición Absoluta y Comparada", Instituto de Economía y Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Córdoba, Documento de Trabajo, Mimeo.
- Chelala, S. (2002), "Estudio sobre los Efectos de la Incorporación de una Tercera Moneda en la Argentina", *Instituto para el Modelo Argentino*, Revista Número 13, Bs. As.
- Chelala, S. (2009), "Inflexibilidad Descendente de los Precios con respecto al Tipo de Cambio", Colección de Tesis Doctorales, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- Chelala, S. (2010), "Externalidades Monetarias", *Anales de la Asociación de Economía Política (AAEP)*, Buenos Aires.
- De Miguel, M. (2005), "Ontología del Dinero, Política Monetaria y Banco Central", Informe Trimestral de Macroeconomía, Instituto de Economía Aplicada, Universidad de Ciencias Empresariales y Sociales (UCES), Octubre de 2005.
- Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", *The American Economic Review*, Vol. 58, N° 1, 1-17.
- Giffen, R. (1891), "The Gresham Law", *The Economic Journal of Political Economy* Vol. 94 N° 1: 185-199.
- Guidotti, P. y Rodríguez, C. (1992). "Dollarization in Latin America - Gresham law in reverse", *International Monetary Fund Staff Papers*, N° 39, 518-544.

- Olivera, J. H. G. (1977), *Economía Clásica Actual*, Ediciones Macchi.
- Olivera, J.H.G. (1989), "Propuesta para Regionalizar y Dar Otra Función al Banco Central", *Ámbito Financiero*, 4 de Abril de 1989, página 6.
- Rolnick, A. y Weber, W. (1986), "Gresham's Law or Gresham's Fallacy", *The Journal of Political Economy*, Vol. 94 (1), 185–99.
- Schvarzer, J y Finkelstein, H. (2003), "Análisis Bonos, Cuasimonedas y Política Económica" en Revista Realidad Económica Buenos Aires (Argentina) Núm. 193.
- Selgin, G. (1996): "The Good, the Bad and the Illegal", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 28, 637-649.
- Shephard, D. (2011), "Las monedas complementarias y la nueva realidad de las finanzas solidarias en países desarrollados y no desarrollados", Cayapa, Revista Venezolana de Economía Social, Año 11, Nº 21, Enero-Junio 2011.
- Théret B. (2013), "Monetary Experiments Of Complementarity Among State's Moneys In Contemporary Federal Polities: Some General Principles And The Case Of Argentina Between 1984 And 2003 With A Special Attention Paid To The Tucuman Bocade", presented en Second International Conference On Complementary Currency Systems (Ccs). Multiple Moneys And Development: Making Payments In Diverse Economies, The Hague, The Netherlands, Junio 2013, Mimeo.
- Theret, B. y Marques P., J. (2002), *La Couleur du Dollar: Enquête à La Havane*, Presses de Sciences, Paris.
- Watts, R. (2003), *Comparing Federal Systems*, McGill-Queen's University Press.