

Bonos, cuasi monedas y política económica

*Jorge Schvarzer**
*Hernán Finkelstein**

La repetida frase “un país con quince monedas”, que se difunde por diversos medios, alude a la difundida sensación de descontrol monetario que es sentida por buena parte de los sufridos habitantes de la Argentina. Esas monedas, salvo el peso, bien llamadas cuasi monedas, son, en realidad, bonos provinciales (y también nacionales) que están cumpliendo funciones clásicas de la herramienta monetaria; ello ocurre sobre todo en el ámbito de las transacciones mercantiles y su rol debe ser analizado en el marco de la actual situación argentina. De allí que este informe plantea, en una primera sección, la dimensión del problema de las cuasi monedas para, luego, observar su origen, su comportamiento, las causas que impusieron el fenómeno y las condiciones actuales de su circulación. El conjunto pretende ser un aporte a la comprensión de uno de los procesos más curiosos de la evolución reciente de la economía nacional.

* Centro de estudios de la situación y perspectivas de la Argentina (CESPA), Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas.

Magnitud del fenómeno

La importancia real que han alcanzado las cuasi monedas no se ve acompañada por una buena información sobre el desarrollo de este fenómeno. Por lo contrario, resulta difícil seguir su evolución debido a la ausencia de un órgano que centralice y difunda los datos y estadísticas correspondientes. Para peor, las cifras al respecto (que se difunden por distintos medios) muestran grandes diferencias entre sí, ya sea porque entre la presentación de una y otra se amplían algunas emisiones, otras se rescatan o, simplemente, se aplican variaciones en su registro.

En consecuencia, los valores que se exponen en el texto no pretenden ser precisas sino ofrecer un orden de magnitud del proceso analizado.

En primer lugar, cabe señalar que la emisión total de cuasi monedas supera los 7.600 millones de pesos (con las salvedades presentadas) y su detalle, según ente emisor, figura en el **cuadro N° 1**.

Como se aprecia, hay 12 títulos emitidos, aparte de otros dos aprobados, pero que todavía no circulan (que serán emitidos por las provincias de San Luis y San Juan). La cantidad de títulos registrados implica que la mitad de las provincias ha emitido estos bonos,

Cuadro N° 1. Stock de emisiones de cuasi monedas hacia diciembre de 2002. En millones de pesos según ente emisor

Título	Emisor	Monto
Lecop	Nación	3.225
Patacón	Buenos Aires	2.705
Lecor	Córdoba	800
Federal	Entre Ríos	237
Cecacor	Corrientes	206
Bocade	Tucumán	173
Quebracho	Chaco	100
Boncafor	Formosa	73
Petrom	Mendoza	70
Bono Público	Catamarca	32
La Rioja	La Rioja	17
Patacón I	Jujuy	6
Total		7.645

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Subsecretaría de Relaciones con las provincias del Ministerio de Economía de la Nación y la Dirección de Política de Endeudamiento del Ministerio de Economía de la provincia de Buenos Aires.

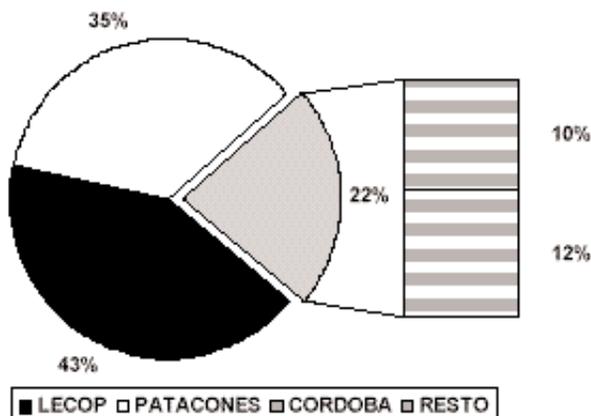
mientras que la otra mitad se habría limitado a utilizar los Lecop que le transfiere el gobierno nacional. La decisión o no de emitir esos bonos depende del estado de las finanzas de cada provincia y su detalle escaparía a este análisis (aunque más adelante se presentan algunas consideraciones al respecto).

La magnitud de las distintas emisiones presenta grandes diferencias. Ellas suman 3.300 millones de pesos, en el caso de los Lecop, pero se reducen a sólo 6 millones, que es el monto en circulación de los bonos de Jujuy. En consecuencia, dos títulos (Lecop y Patacones) representan por sí solos unos 6.000 millones de pesos y acumulan el 78% del valor nominal del *stock* total de cuasi mone-

das. Si se agregan las Lecor cordobeses, se llega a 88% del *stock* total con el acumulado de esos 3 bonos. Es decir que la diversidad de la oferta de las cuasi monedas no es proporcional a su importancia cuantitativa en el orden nacional; en otras palabras, nueve cuasi monedas representan una ínfima parte del total (12% en valor nominal y mucho menos en términos reales) y no tienen demasiada importancia frente a otras variables comparativas, como la circulación monetaria. Sin embargo, como veremos más abajo, este argumento no se puede generalizar dado que la presencia de alguna de estas cuasi monedas en las provincias de origen resulta muy intensa y preocupante.

En promedio, el conjunto de es-

Gráfico Nº 1. Participación de cada cuasi moneda en el *stock* total. En porcentajes de acuerdo con los montos en pesos nominales del *stock*



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Subsecretaría de Relaciones con las provincias del Ministerio de Economía de la Nación y la Dirección de Política de Endeudamiento del Ministerio de Economía de la provincia de Buenos Aires.

tas cuasi monedas representa una proporción cercana al 40% de la circulación monetaria en pesos, aunque muy variable en cada momento, de modo que no se puede ignorar su importancia en el ámbito de las transacciones nacionales. Esta importancia debe ser matizada mediante diferentes análisis que se ensayan a continuación.

Origen de las cuasi monedas

Los bonos provinciales emitidos en condiciones de circulación forzosa (o casi forzosa) comenzaron a aparecer a mediados de la década de 1980, cuando las provincias se vieron sometidas a procesos de racionamiento de fondos por la Nación. Los casos de Tucumán y Jujuy formaron parte del folclore de aquella época, pero esas operaciones eran marginales respecto de las dimensiones monetario-financieras del país en ese entonces. Esos títulos fueron muy conocidos y todo indica que algunos de ellos subsistieron durante más de tres lustros, hasta el presente, aunque restringidos a su provincia de origen. Pero el proceso actual, con la magnitud y la extensión geográfica que lo ca-

racteriza, comenzó, en rigor, a mediados de 2001 con la emisión de los patacones y, casi simultáneamente, de las Lecop (Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales).

Las Lecop son títulos emitidos por el Banco de la Nación Argentina, por cuenta y orden de las jurisdicciones provinciales, con vencimiento a un plazo máximo de cinco años pero que se pueden rescatar anticipadamente. Su característica más curiosa consiste en que no devengan interés; ese aspecto debe destacarse porque implica que funcionan como una moneda paralela (a diferencia de un bono), con plazo máximo de vencimiento en el tiempo, emitidos para resolver problemas fiscales frente a las restricciones impuestas por las reglas de la convertibilidad.

Las Lecop fueron establecidas por sucesivos decretos que autorizaban al Banco de la Nación a emitir nuevas cantidades en las mismas condiciones que la primera vez¹. Se agrega que ninguna jurisdicción puede recibir Lecop por un monto superior a la suma correspondiente a su nómina salarial mensual y que los valores mínimos de esos papeles permiten fraccionarlos para pagar peque-

¹ Se trata de los decretos 1004 y 1397, del año 2001, y los decretos 40 y 409, del año 2002, que fijan siempre las mismas condiciones, incluyendo que estos títulos no devengan interés. El primero mencionado es del 09-08-2001, firmado por D. Cavallo, C. Colombo y F. de la Rúa, y establece una primera emisión de mil millones de pesos en Lecop, lo que representaba el equivalente al 10% de la emisión monetaria hacia esa fecha.

ños montos de dinero (como, por ejemplo, en el caso de los planes Trabajar y otros). Es de notar que estos títulos fueron avalados por el FMI, que los consideró un instrumento capaz de financiar el desequilibrio fiscal, sin necesidad de apelar a los mercados de capitales y sin quebrar de manera evidente las reglas de la convertibilidad del peso (que impedían emitir sin aumento equivalente de reservas)². Desde entonces, los Lecop comenzaron a funcionar como moneda gracias a una serie de medidas de estímulo entre las que se cuenta el permiso de utilizarlos para cancelar impuestos nacionales y los acuerdos para que fueran aceptados por los empresarios en la compra de bienes y servicios (facilidades que se extendieron a los patacones y, en menor medida, a otros bonos).

Estos títulos aparecieron en octubre de 2001 y en ese mismo mes el diario *Clarín* publicó un informe titulado “La tercera moneda se abre camino entre el peso y el dólar”, mencionando que las Lecop eran una especie de Patacón para todo el país. Esa idea de la posibilidad de emitir una moneda alternativa volvió a surgir en el breve interregno presidencial de A. Rodríguez Saá, dos meses más tarde, cuando se propuso

lanzar el “argentino” como una moneda inconvertible que iniciara la transición hacia el despegue de la moneda local de la estrecha relación fijada entonces con el dólar.

En definitiva, las cuasi monedas nacieron en el orden nacional y en los últimos meses de la convertibilidad, para resolver las restricciones de esa estrategia, y fueron avaladas por los padres locales de la propia convertibilidad, por varios representantes de la economía tradicional e, incluso, por el FMI (aunque este organismo internacional estaba ya por cambiar sus posiciones respecto de la Argentina). Su notable presencia en 2002 se explica en buena medida porque ya estaban lanzados, debido a los problemas de la convertibilidad, y su presencia posibilitó que resultaran muy útiles para atravesar la crisis de los primeros meses de la transición, como se verá.

El Patacón, por su parte, nació poco antes que el Lecop, con características semejantes a éste y una diferencia: que paga intereses del 7% anual hasta su rescate. De todos modos, se trata de “un medio de pago, no un título”, como repetía el ministro de economía de la provincia de Buenos Aires para explicar que lo pensaban utilizar más como moneda

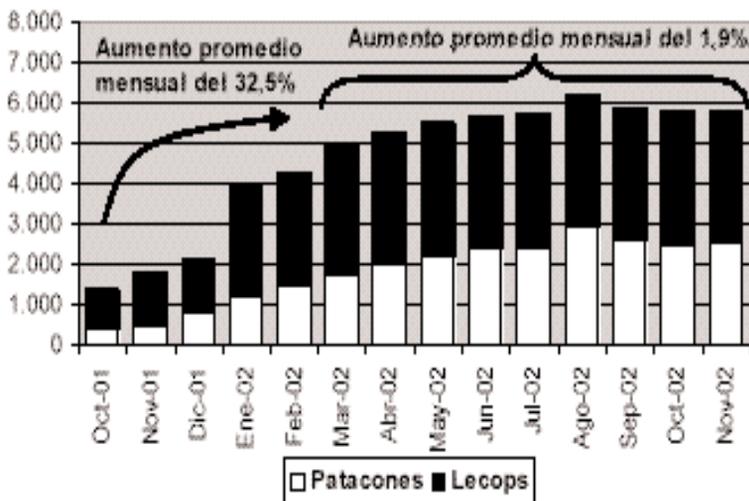
² Cabe señalar que incluso un economista tradicional, como R. Alemann, sostuvo que el Lecop “era un salvavidas” porque “impide que caigan más las ventas”, en medio de la recesión; además, consideró, esa “emisión no viola la ley de convertibilidad ni la de déficit cero” (cfr. *Clarín*, “La tercera moneda se abre camino entre el peso y el dólar”, 21-10-2001).

que como instrumento financiero. Para permitir ese uso, los patacones, al igual que la mayoría de las cuasi monedas, fueron emitidos en fracciones de hasta una “unidad” (o peso nominal) y, a veces, menos. Con sinceridad, el ministro explicaba, además, que “había que elegir entre recortar salarios, lo que traería más recesión, o emitir esta moneda. Y no dudamos”. La primera serie, conocida como “A”, venció en julio de 2002, fecha en que fue rescatada; el recupero no se hizo con pesos, como correspondía, sino con bonos de la serie “B”, que vencen en 2006 (y también devengan un interés del 7% anual). De modo que los patacones nacieron con el

mismo criterio que los lecop y tenían un objetivo de orden monetario más que financiero en momentos de fuerte restricción del circulante por las reglas de la convertibilidad.

La información sobre la fecha de emisión de los demás bonos de cada provincia y sus características resulta mucho más difícil de conseguir; sin embargo, dada la presencia de lecop y patacones en el total, se puede analizar la evolución de estos últimos dos como alternativa simplista pero representativa de la presencia relativa de las cuasi monedas en el país. El **gráfico Nº 2** exhibe la tendencia del *stock* en circulación de ambos títulos desde que comen-

Gráfico Nº 2. Evolución del *stock* de patacones y lecop. Octubre 2001 a noviembre 2002, en millones de pesos



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Subsecretaría de Relaciones con las provincias del Ministerio de Economía de la Nación y la Dirección de Política de Endeudamiento del Ministerio de Economía de la provincia de Buenos Aires.

zaron a distribuirse (octubre de 2001) hasta la última fecha disponible (noviembre de 2002); la serie permite ver diferentes etapas en el período. Entre octubre y diciembre, todavía bajo la convertibilidad, ese *stock* trepa hasta llegar a 2.000 millones de pesos, que era una suma no despreciable frente a la circulación monetaria y que se explica, como se adelantó, por la necesidad oficial de compensar la escasez de numérico, que era uno de los efectos derivados de la estrategia económica aplicada en esa larga y pronunciada recesión que estaba sufriendo el país. En efecto, la circulación monetaria, afectada por la reducción autónoma de las reservas en divisas, cayó en el curso de 2001, desde 15.056 millones de pesos a 10.960 millones. Esta reducción hubiera tenido consecuencia catastróficas si no hubiera sido porque la emisión de lecop y patacones permitió cubrir casi la mitad de la baja del circulante en pesos sin afectar las “reglas de la convertibilidad”.

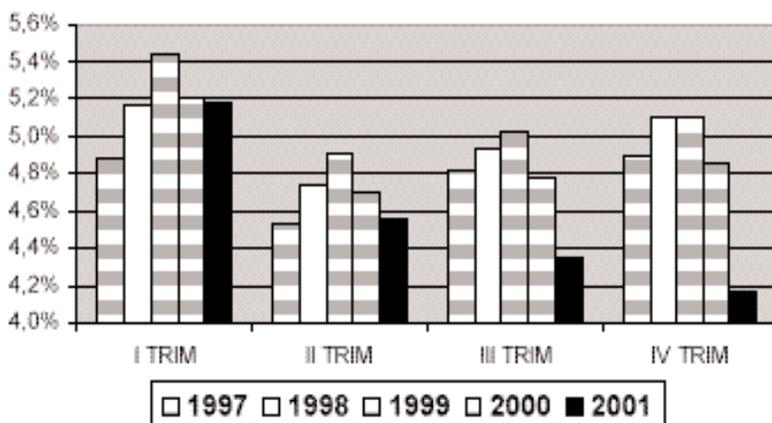
En enero de 2002 ocurre un salto apreciable, con el *stock* de estas dos cuasi monedas, que pasa a algo más de 4.000 millones. Resulta claro que ese proceso se generó en la necesidad de superar la restricción aguda de recursos del sector público provocadas por el “corralito” y la crisis abierta que estalló a comienzos de diciembre de 2001. Parece obvio que, de no haber mediado esta solución, la escasez de moneda habría sido

muy intensa en la economía local agravando las ya difíciles circunstancias que se vivían. En los meses de febrero y marzo de 2002, ese *stock* trepa hasta los 5.000 millones de pesos, por las mismas razones ya mencionadas; en cambio, su marcha se hace muy suave a partir del comienzo del segundo trimestre. La desaceleración resulta tan notable que (más allá de un pico transitorio en agosto), el total en circulación no llega a los 6.000 millones en noviembre, lo que representa una tasa del orden del 2% mensual.

Las cuasi monedas y la circulación monetaria nacional

La circulación monetaria tiene y debería tener una estrecha relación con el nivel de actividad económica (que ha caído intensamente en los últimos años) y un cierto carácter estacional. Por esas razones, se decidió presentar la relación entre la circulación monetaria y el PIB por períodos trimestrales para que se pueda apreciar la evolución de esta variable en los últimos cinco años. El **gráfico Nº 3** exhibe esos resultados, donde se puede ver que 1999 fue el año de mayor relación entre moneda y PIB (lo que se repite en los cuatro trimestres) y que el año 2001 fue el del menor valor de esa variable, con una fuerte tendencia declinante en cada uno de sus sucesivos períodos. Como

Gráfico N° 3. Circulación monetaria como porcentaje del PIB corriente. Valores trimestrales de 1997 a 2001



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA y del Informe Económico del MECON.

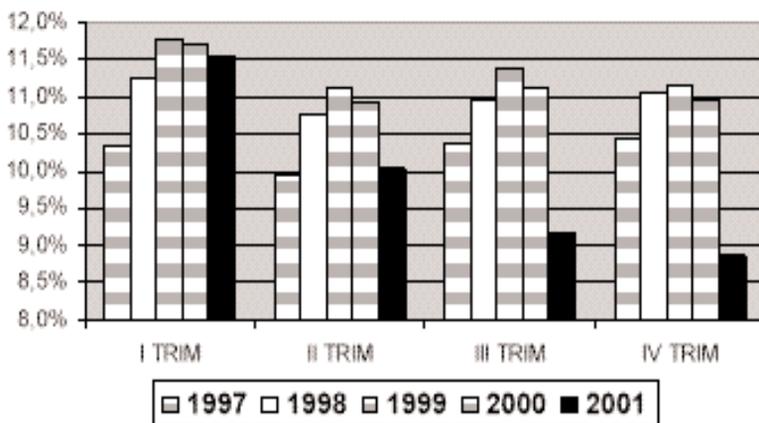
se observa, en el cuarto trimestre de 2001, esa variable había caído a 4,2% del PIB, mientras que el promedio de los cuatro años anteriores, para ese mismo período, había sido 5 por ciento.

La caída de la circulación monetaria se podría haber compensado con un incremento de las operaciones bancarias (depósitos en cuenta corriente que cumplen una función semejante a la moneda por su elevada liquidez), pero eso no ocurrió. Por lo contrario, la continua salida de depósitos a lo largo del año sumó otra restricción a la circulación de dinero transaccional. En diciembre, la situación se agravó aún más debido al “corralito”, dado que los depósitos en cuenta corriente dejaron de tener la liquidez previa. El **gráfico N° 4** muestra las características gene-

rales de esa evolución en el se puede ver la relación entre la suma de la circulación monetaria y los depósitos en cuenta corriente en pesos (valor denominado M1). El resultado es semejante al anterior: la relación cae a 9,2% en el tercer trimestre de 2001, frente a 11% de promedio en los años anteriores, y vuelve a caer hasta 8,9% en el último trimestre del año (que debería corregirse a la baja, todavía, por el efecto restrictivo del “corralito” que no se puede separar de esas cifras) frente al 11% en que se mantiene el promedio previo.

En síntesis, en la segunda mitad del año 2001, la economía argentina dispuso de medios de pago inferiores en un par de puntos porcentuales del PIB respecto de lo que utilizaba entre 1997 y 2000.

Gráfico N° 4. Circulación monetaria más depósitos en cuenta corriente como porcentaje del PIB a precios corrientes. Valores trimestrales de 1997 a 2001



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA y del Informe Económico del MECON.

Este resultado explica que se decidiera la emisión de cuasi monedas como una medida necesaria para facilitar el mecanismo de pagos entre los distintos agentes locales. La emisión de esos bonos (y sobre todo de los patacones y lecop) fue algo así como un “mal necesario” que permitió a las provincias contar con recursos extraordinarios para afrontar sus gastos en las difíciles condiciones creadas por la convertibilidad y la primera etapa de la salida de esa trampa monetaria.

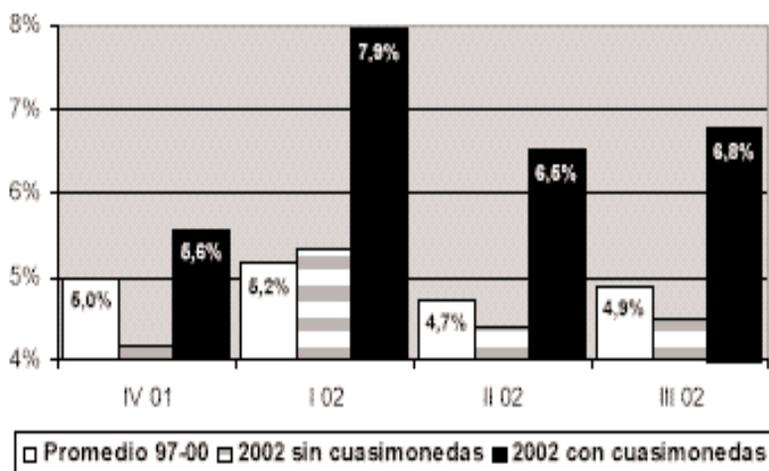
Ahora se puede analizar la circulación monetaria incluyendo a las cuasi monedas para ver el impac-

to de estas últimas en el proceso, como se presenta en el **gráfico N° 5**, donde se registra el promedio de la circulación monetaria respecto del PIB en el período 1997-2000 (que sirve de base de comparación) y el mismo fenómeno para los cuatro últimos trimestres con y sin cuasi monedas.

El **gráfico N° 5** muestra que en el último trimestre de 2001, la circulación monetaria estaba un punto por debajo del promedio de los cuatro años anteriores (en porcentaje del PIB), pero que el agregado de las cuasi monedas permitía más que compensar esa diferencia³. En el primer trimestre de

³ En rigor, se está suponiendo que las cuasi monedas tienen la misma liquidez y capacidad de circulación que el peso lo que no es correcto. Si se aplicase algún índice de ajuste para corregir esa diferencia, se llegaría a valores mucho más modestos en relación con el PIB.

Gráfico N° 5. Circulación monetaria con y sin cuasi monedas como porcentaje del PIB. En porcentaje sobre valores corrientes



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA, el Informe Económico del MECON y la Subsecretaría de Relaciones con provincias del Ministerio de Economía de la Nación.

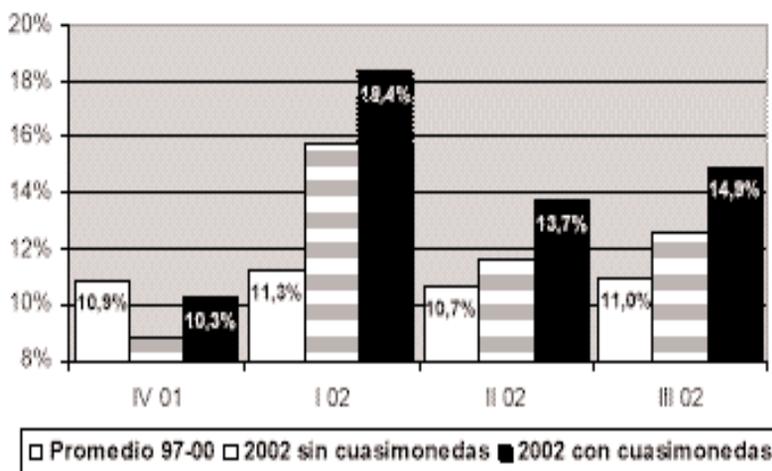
2001, en cambio, las cuasi monedas tienen un efecto muy potente en el total de la circulación monetaria respecto del PIB al llevar la relación total a 7,9% (frente a 5,2% del promedio previo). La brecha entre unos y otros tiende a cerrarse en los trimestres siguientes, aunque las cuasi monedas siguen ofreciendo un margen importante de liquidez (siempre dentro de las restricciones planteadas).

Como es obvio, estos resultados se modifican si se toma en cuenta la evolución del agregado M1, donde se incluyen los depósitos en cuenta corriente en pesos, siempre con las salvedades de que estos últimos no pueden ser

tomados literalmente debido a las restricciones aplicadas a su utilización desde diciembre de 2001. Los valores se presentan en el **gráfico N° 6**, donde se aprecia el papel decisivo de las cuasi monedas durante el último trimestre de 2001 para compensar la escasez de recursos monetarios y el aparente exceso de éstas en los trimestres siguientes, aunque, como se dijo, los valores no se pueden tomar al pie de la letra debido a los enormes cambios ocurridos en la regulación del mercado.

A fines de determinar el *stock* real de medios de pago en 2002 habría que identificar y separar la fracción de los depósitos en cuenta corriente que han quedado in-

Gráfico N° 6. M1 con y sin cuasi monedas en relación con el PIB. En porcentaje sobre valores corrientes



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA, el Informe Económico del MECON y la Subsecretaría de Relaciones con Provincias del Ministerio de Economía de la Nación.

movilizados. Es posible que esa tarea engorrosa, no llegue a resultados concretos, pero se puede inferir, con un amplio nivel de generalidad, que luego de la apertura del corralito a comienzos de diciembre de 2002 se estaría cerca de un nivel de liquidez excesiva para los hábitos usuales del mercado local y, por tanto, convendría evitar que ésta siga creciendo en términos relativos o eventualmente que se reduzca.

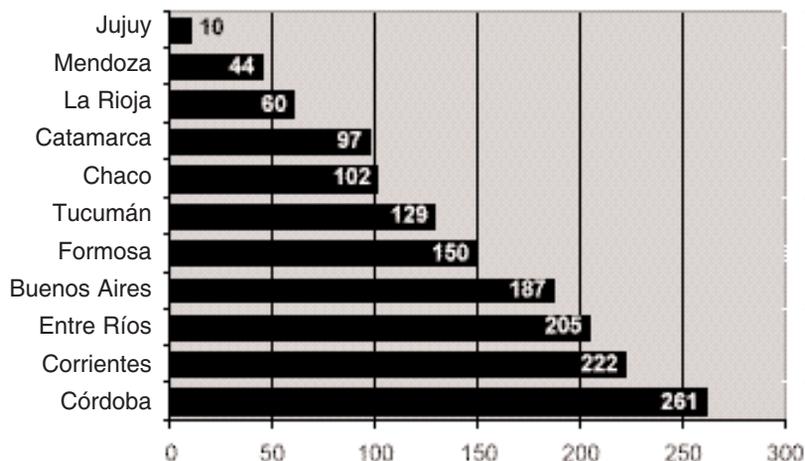
Las cuasi monedas en las provincias

Analizado el ámbito nacional, conviene pasar ahora a la órbita de las provincias, donde el impac-

to de las cuasi monedas ha llegado a tener dimensiones considerables. Para eso, se ha decidido dejar de lado a las lecop, que están emitidas por el estado nacional y circulan en todo el país, para observar el *stock* de monedas provinciales en cada jurisdicción. Una primera forma de aproximación es establecer la cantidad de circulante respecto de la cantidad de habitantes de cada jurisdicción, como se muestra en el **gráfico N° 7**. Allí se aprecia que la circulación varía ampliamente en cada caso, desde un máximo de 261 pesos nominales en bonos *per capita* en Córdoba hasta apenas 10 en Jujuy.

El cálculo de cuasi monedas *per capita* sólo tiene valor indicativo

Gráfico N° 7. Stock de cuasi monedas provinciales per capita. En pesos de valor nominal por habitante



Fuente: Subsecretaría de Relaciones con provincias del Ministerio de Economía y Censo 2002.

Nota: El Patacón circula también en la ciudad de Buenos Aires, aunque esa población no se ha tomado en cuenta en el cálculo, de modo que el promedio calculado es superior al real.

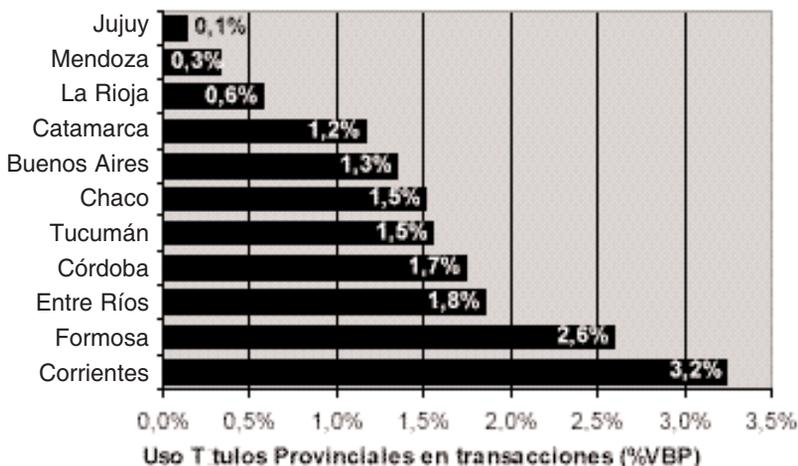
dado que las provincias tienen diferente grado de desarrollo económico y de ingresos individuales. Mucho más representativa sería una comparación con el total de transacciones que se realizan en cada jurisdicción (o con el circulante local en pesos, dato que no existe). Por eso, se decidió utilizar como variable de comparación el Valor Bruto de Producción (VBP) que registra, mejor que el PIB, el

monto total de las transacciones locales.

EL VBP está calculado para 1993, igual que el PIB geográfico de cada jurisdicción. Su actualización sólo puede realizarse mediante una hipótesis que supone que la relación entre el VBP y el PIB se mantuvo constante y permite corregir así el valor de la serie de PIB⁴. En consecuencia, los

⁴ Conviene señalar que la relación VBP/PIB es muy diferente para cada provincia, puesto que arroja, por ejemplo, un valor de 0,417 en San Luis pero de 0,72 en Formosa. Además, se corrigieron los casos de provincias donde había grandes explotaciones mineras o petroleras, porque ellas no generan un flujo equivalente de transacciones al interior de esas jurisdicciones. En efecto, el pago a los agentes locales que operan en las explotaciones petroleras y mineras es muy inferior al valor agregado en esa extracción, mientras que esa diferencia se percibe en las oficinas centrales de las empresas responsables (que están asentadas en Buenos Aires o en el exterior) de modo que es-

Gráfico N° 8. Stock de cuasi monedas provinciales en relación con el VBP de cada jurisdicción. En porcentaje



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Subsecretaría de Relaciones con provincias y el Informe Económico del MECON.

Nota: El VBP se corrigió de acuerdo con lo que se explica en el texto .

resultados ofrecen una aproximación razonable al objetivo buscado.

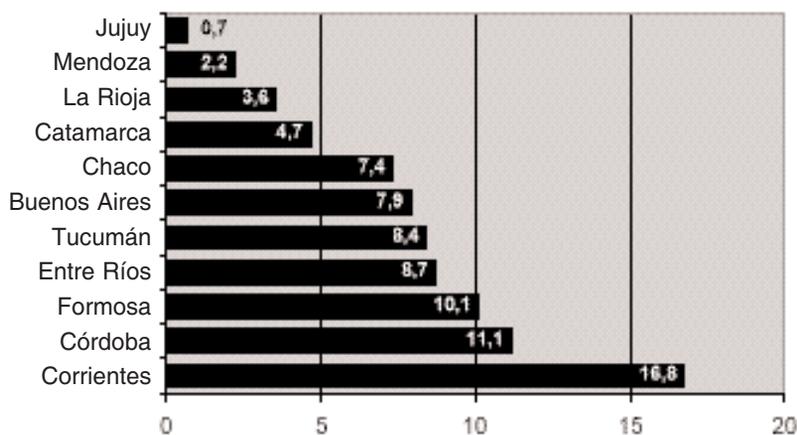
El **gráfico N° 8** presenta los resultados de éste cálculo. Las cifras son muy diferentes a las anteriores. Ahora se encuentra que la mayor circulación de bonos ocurre en Corrientes, seguido luego por Formosa y Entre Ríos, mientras que en el otro extremo, se ubican Jujuy y Mendoza con una reducida cantidad de cuasi moneda por unidad de transacción.

Una forma adicional de analizar la función de los bonos consiste en compararlos con los requerimientos fiscales de cada provin-

cia. Para ese objetivo, se comparó el *stock* de bonos en cada una con sus ingresos fiscales, sean éstos de origen nacional o provincial. Esta variable, que se presenta en el **gráfico N° 9**, vuelve a ofrecer una distribución diferente. En este caso, las provincias con mayor relación entre el *stock* de bonos y los recursos fiscales (que ofrece una indicación de la carga que significará afrontar su rescate) son Corrientes, Córdoba, Formosa y Entre Ríos. En Corrientes, la provincia que presenta la relación más delicada en relación con las otras, el *stock* de bonos (Cecacor) equivale a casi 17 meses de ingresos locales. En el otro extre-

tá corrección permite ajustar una significativa distorsión en los resultados que apareció en los cálculos sin ese ajuste, aunque el efecto mayor se aprecia en provincias que no emitieron bonos.

Gráfico N° 9. Stock de cuasi monedas en relación con los ingresos fiscales de cada provincia. Medido en meses de ingreso fiscal



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Subsecretaría de Relaciones con provincias del Ministerio de Economía de la Nación y el Informe Económico del MECON.

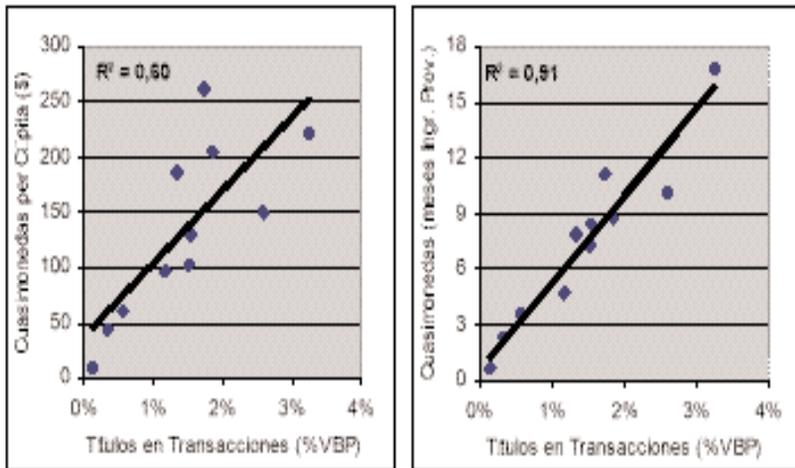
mo se encuentran Jujuy, Mendoza, La Rioja y Catamarca, donde el *stock* de cuasi monedas locales equivale a menos de cinco meses de ingresos fiscales.

Las diferentes formas utilizadas para evaluar la importancia local de las cuasi monedas permite encontrar ciertas coincidencias. Los dos últimos criterios, por ejemplo, permiten sugerir que Entre Ríos, Formosa, Córdoba y Corrientes son las provincias en situación más delicada, mientras que Jujuy, Mendoza, La Rioja y Catamarca se encuentran en condiciones de mayor alivio dado el menor uso de este instrumento. El **gráfico N° 10** presenta las correlaciones entre las tres variables utilizadas, sugiriendo que los últimos dos criterios arrojan resultados muy simila-

res a diferencia del primero. Una explicación posible consiste en que el monto de las transacciones en cada provincia se relaciona con los ingresos fiscales mientras que el número de habitantes no necesariamente arroja un buen indicador de dimensión económica. En todo caso, estas relaciones ayudan a consolidar los resultados alcanzados en cuanto a la importancia e impacto de las cuasi monedas en las distintas provincias.

Oferta de cuasi monedas y valuación de mercado

Algunos bonos están circulando a precios similares a sus valores nominales mientras que otros sufren descuentos considerables en

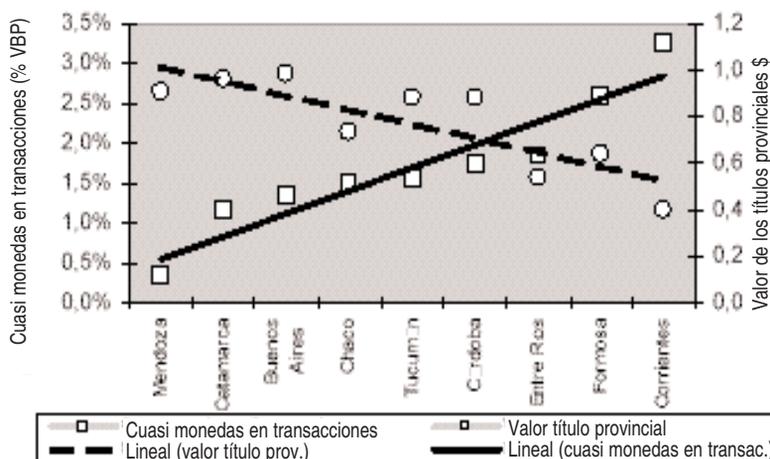
Gráfico N° 10. Correlaciones entre los tres criterios utilizados

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Subsecretaría de Relaciones con provincias del Ministerio de Economía de la Nación y el Informe Económico del MECON.

las transacciones. Para observar este tema se decidió aplicar la hipótesis de que el valor del mercado de los títulos era inversamente proporcional a su presencia, medida por el porcentaje respecto del total de transacciones en su jurisdicción. Asimismo, que ese valor sería menor cuanto mayor fuera el *stock* de bonos respecto de los ingresos fiscales provinciales (dado que como se mostró, ambos criterios resultan semejantes). El **gráfico N° 11** exhibe los resultados alcanzados cuando se miden esas relaciones; la descripción de los valores de mercado confirma aquella hipótesis. A medida que el uso de cuasi monedas es mayor (en términos del total de transacciones locales o de los ingresos fiscales), menor es el valor del título en el mercado.

Los títulos de las provincias de Mendoza (Petron), Catamarca (Bono Público) y Buenos Aires (Patacones), cuya participación no supera el 1,3% del VBP, cotizan con un descuento de alrededor del 10% en el peor de los casos. En cambio, en el otro extremo del espectro, en las provincias de Entre Ríos (Federales), Formosa (Boncafor) y Córdoba (Lecor), donde las cuasi monedas provinciales representan más del 1,8% del VBP, los títulos cotizan con descuentos superiores al 35%. En los casos intermedios, con relación títulos/VBP del orden de 1,5% a 1,7%, los valores reales se han depreciado entre 12% y 27 por ciento.

Estos resultados ofrecen algunas reglas claras para esos títulos. Para que ellos mantengan un

Gráfico Nº 11. Presencia de las cuasi monedas y valor de mercado

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Subsecretaría de Relaciones con provincias del Ministerio de Economía de la Nación y el Informe Económico del MECON.

valor cercano a la unidad, su monto no debería exceder el 1,3% del VBP de la provincia. Si, en cambio, supera el 1,8% la deducción será muy grande con un costo muy fuerte para quienes lo reciben de modo obligado (como ocurre en general con los empleados públicos).

Conclusiones y perspectivas

Las cuasi monedas nacieron como un subproducto de la convertibilidad y alcanzaron una fuerte presencia en el sistema de transacciones locales en el momento del colapso del sistema. Su presencia contribuyó a amortiguar los efectos negativos de las reglas de la convertibilidad que se manifes-

taron, entre otras cosas, en la fuerte reducción de la circulación monetaria y en la significativa reducción de los depósitos bancarios.

Las cuasi monedas han sido un “mal necesario” que permitió cubrir al principio la ausencia de circulación monetaria y, luego, las restricciones impuestas por el corralito al uso de los fondos depositados en cuentas corrientes. Actualmente ambos factores se han normalizado. La circulación alcanzó al 31 de diciembre de 2002 los 18.802 millones de pesos y las cuentas corrientes en pesos, de libre disponibilidad a partir de comienzos de diciembre de 2002, los 16.392 millones. La circulación monetaria estaría representando, aproximadamente, el 5,5% del

PIB y el agregado M1 (circulación más cuentas corrientes en pesos) el 10,4%. De esta forma, la circulación ya habría alcanzado los niveles históricos (en torno del 5% del PIB) y el M1, ahora con las cuentas corrientes de libre disponibilidad, se ubicaría apenas por debajo de su media del 11%. Por tanto, el actual *stock* de cuasi monedas no cubriría ningún bache sino que más bien estaría proporcionando un nivel de liquidez extra con todos los riesgos que ello implica.

En síntesis, las cuasi monedas comenzaron a perder sentido en el nuevo escenario económico y ahora sí deberían ser eliminadas. Ello significará un gran esfuerzo, en el que habrá que encontrar la manera de reemplazarlas sin afectar de manera desigual a los diferentes intereses afectados y sin poner en riesgo los actuales equilibrios monetarios y macroeconómicos.

Enero de 2003