

De las LELIQ al crédito productivo: ¿cómo canalizar el ahorro argentino hacia la inversión?

La configuración actual del sistema financiero no genera incentivos para que el ahorro se canalice hacia la inversión productiva, sino hacia activos en dólares o instrumentos del BCRA. Un proceso de estabilización y crecimiento requiere una reconfiguración macro-financiera que recupere el valor de la moneda nacional y propicie el desarrollo del mercado local de capitales.

MENSAJES CLAVE



La economía argentina no padece una situación de escasez de liquidez en moneda local. Sin embargo, el sector público y segmentos del sector privado sufren problemas de acceso al financiamiento. El exceso de liquidez amenaza la estabilidad cambiaria y termina siendo canalizado hacia el BCRA, lo que implica que el sistema financiero actúa como un mero intermediario entre los depositantes y el banco central. Esto limita la capacidad de desarrollo del país y contribuye a amplificar la inestabilidad macroeconómica.

- En Argentina la liquidez no es canalizada correctamente, pues su exceso coexiste con necesidades insatisfechas de financiamiento. Esto alimenta un círculo vicioso de inestabilidad cambiaria y debilidad de la moneda nacional, limitando además el desarrollo de un mercado local de capitales.

- Desde el año 2002 el BCRA ha emitido sus propios pasivos remunerados para absorber la liquidez excedente y evitar que una gran parte se vuelque a la demanda de divisas. Sin embargo, el tamaño y plazo de estos pasivos sigue amenazando la estabilidad cambiaria y daña el funcionamiento del sistema financiero, al desincentivar su rol de intermediación entre los ahorristas y los demandantes de crédito.
- Es clave poner el foco en cómo reconfigurar la política monetaria para mejorar la canalización del ahorro nacional, enmarcada en el contexto de un programa económico integral que debe incluir un conjunto de políticas fiscales, financieras, cambiarias y monetarias.
- La aplicación de este conjunto de políticas requiere tanto una redefinición de las estructuras de tasas de interés, que desincentive el cortoplacismo y fomente la intermediación del ahorro y la inversión, como una desvinculación de las decisiones de política de tasas de interés del objetivo de garantizar rentabilidad a las entidades financieras menos eficientes del sistema.
- El margen de intermediación de las entidades financieras es actualmente determinado por las normas y regulaciones del BCRA, más que por su propia política comercial. El rol de prestamista de última instancia del banco central no es el de asegurar la existencia de cada una de las instituciones financieras, sino el de garantizar los fondos al depositante.



APORTES PARA POLÍTICAS PÚBLICAS

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Ordenar la macroeconomía para reconstruir la confianza en la moneda nacional. Una consolidación fiscal a una velocidad compatible con un sendero de crecimiento de la economía reduce la dependencia de la asistencia monetaria al Tesoro. En el plano cambiario, se hace necesario una reconfiguración del esquema actual, que permita converger a una mayor movilidad de los flujos de capitales asociados a la actividad real y que desaliente los movimientos de corto plazo, haciendo posible que los superávits comerciales se asocien a un proceso de acumulación de reservas.
 • Reemplazar la esterilización a través de títulos del BCRA por títulos del Tesoro. Los títulos del Tesoro son la mejor opción para esterilizar porque protegen al banco central de pérdidas financieras, evitando amenazas a su autonomía en la ejecución de la política monetaria, y no generan desincentivos a la desintermediación financiera. En este sentido, se recomienda retirar progresivamente los pasivos remunerados del BCRA, incentivando la utilización de instrumentos del Tesoro a partir de una estructura de tasas que fomente las colocaciones a plazos más largos y provea incentivos regulatorios como los requisitos de efectivo mínimo, entre otros. | <ul style="list-style-type: none"> • Diseñar e implementar la política monetaria sin condicionamientos provenientes del modelo de organización del sistema financiero. La definición de las tasas de interés a nivel macroeconómico no debe quedar condicionada a garantizar una rentabilidad piso de "supervivencia" a las entidades menos eficientes. Es necesario revisar si hay mérito para reconfigurar ciertos aspectos de la industria bancaria al tiempo que se suavicen progresivamente las regulaciones que operan fijando tasas mínimas y las que restringen cantidades en los mercados financieros.
 • Evitar medidas que impongan costos reputacionales de largo plazo sobre el mercado local de capitales. Políticas extremas como el plan BONEX o el "reperfilamiento" de deuda en pesos tienen consecuencias reputacionales que limitan la capacidad de financiamiento de mediano y largo plazo, por lo que sus costos son muy superiores a sus supuestos beneficios. |
|--|--|

Lecturas recomendadas



- Carrera, Jorge, Maciel, Gaspar and Rodríguez, Esteban, (2020), [La flexibilidad de un instrumento de política monetaria: El caso de las LEBAC en Argentina](#), No 4325, Asociación Argentina de Economía Política: Working Papers, Asociación Argentina de Economía Política.
- De la Vega, P.; Libman, E. y Zack, G. (2023). [El mercado de cambios bajo la lupa. La transición hacia la unificación](#). Buenos Aires: Fundar.
- Libman, E.; Juan Martin Ianni y Guido Zack (2022). [Argentina bimonetaria: cómo salvar al peso sin morir en el intento](#). Buenos Aires: Fundar.
- Obert Nyawata, 2012. [Treasury Bills and/Or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations](#) IMF Working Papers 2012/040, International Monetary Fund.



Este informe de políticas se desprende de Guzmán, M.; Morra, F.; Tosi, R. y Zack, G. (2023). [Asignación de liquidez y política monetaria: cómo canalizar el ahorro argentino hacia la inversión productiva](#). Buenos Aires: Fundar.