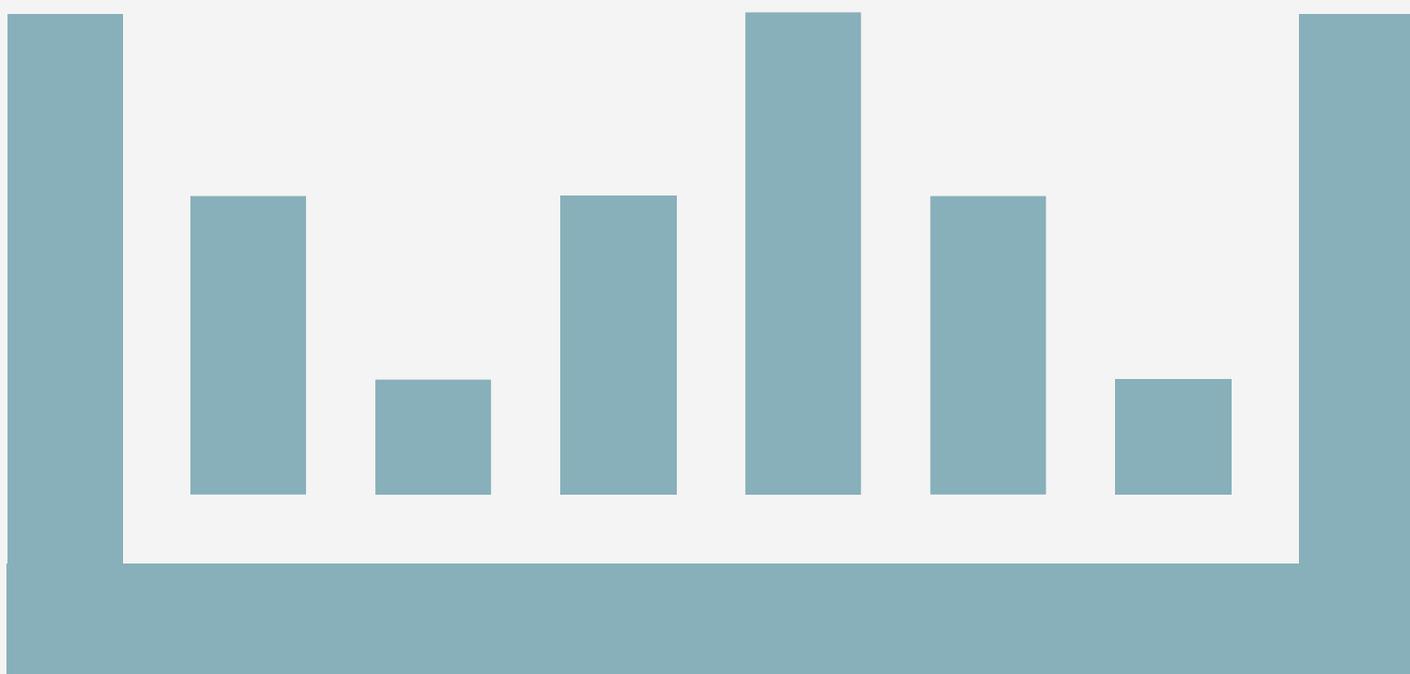


Asignación de liquidez y política monetaria

Cómo canalizar el ahorro argentino hacia la inversión productiva



Martín Guzmán
Fernando Morra
Ramiro Tosi
Guido Zack

Economía

Octubre 2023



Asignación de liquidez y política monetaria

Cómo canalizar el ahorro argentino hacia la inversión productiva

Martín Guzmán
Fernando Morra
Ramiro Tosi
Guido Zack

- Transformar el Estado
- Generar riqueza
- Promover el bienestar



Índice

Asignación de liquidez y política monetaria

Cómo canalizar el ahorro argentino hacia la inversión productiva

4	Introducción	32	¿Cuánto tiempo llevaría y en qué condiciones sería posible reducir el stock de pasivos remunerados del BCRA?
9	Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años	33	Dinámicas bajo el escenario base
9	Crisis de la Convertibilidad y creación de las Letras del Banco Central (LEBAC): 1991-2002	35	Análisis de sensibilidad
11	Superávits gemelos, acumulación de reservas internacionales y consolidación de los títulos del BCRA como instrumento de absorción de la liquidez: 2003-2007	39	Recomendaciones de política para ordenar la generación y asignación de liquidez
15	Crisis financiera internacional, deterioro de los superávits gemelos y dificultades para el financiamiento público: 2008-2011	39	1) Diseñar e implementar una política de transición
18	Estancamiento, controles de cambio, consolidación del financiamiento monetario del Tesoro, pérdida de reservas internacionales y cambios institucionales: 2012-2015	42	2) Ordenar la macroeconomía para reconstruir la confianza en la moneda nacional
21	Liberalización financiera, endeudamiento externo, crisis de balanza de pagos y quiebres en la regulación financiera: 2016-2019	43	3) Reemplazar la esterilización a través de títulos del BCRA por títulos del Tesoro
27	Reconfiguración macroeconómica y reestructuración de la deuda en tiempos de pandemia y de guerra: 2020-2022	45	4) Diseñar e implementar la política monetaria sin condicionamientos provenientes del modelo de organización del sistema financiero
		46	5) Evitar medidas que impongan costos reputacionales a largo plazo sobre el mercado local de capitales
		47	Conclusiones
		49	Anexos
		59	Bibliografía
		61	Créditos

Introducción

Los activos financieros son un elemento central en todas las economías modernas porque permiten canalizar el ahorro de quienes poseen excedentes hacia el consumo y la inversión de agentes que desean gastar por encima de sus ingresos. La canalización del ahorro se relaciona, de manera directa, con la amplia variedad de instrumentos financieros disponibles para movilizar recursos a lo largo del tiempo. La liquidez, por su parte, es la propiedad que permite que los activos financieros puedan usarse para realizar transacciones. Entre ellos, el dinero es el activo líquido por excelencia. La forma en la que se construye y regula la creación de activos financieros con diferentes grados de liquidez y su relación con el dinero es central para comprender la macroeconomía argentina.

En nuestro país, los desbalances y las crisis macroeconómicas dificultaron el proceso de canalización del ahorro hacia la inversión productiva, limitando las posibilidades de desarrollo y profundizando la inestabilidad. En efecto, la economía argentina no padece una situación de escasez de activos líquidos en moneda local. Sin embargo, tanto el sector público como segmentos del sector privado sufren problemas de acceso al financiamiento. Ello redundará en un desempeño macroeconómico inferior al potencialmente alcanzable. Además, en repetidas ocasiones —frente a la falta de confianza en los activos en moneda local como vehículos para preservar valor— la liquidez del sistema amenaza la estabilidad cambiaria y es canalizada hacia el Banco Central de la República Argentina (BCRA), en vez de fluir hacia instrumentos que posibiliten el financiamiento de inversiones para aumentar así la capacidad productiva del país.

Esta publicación, en primer lugar, analiza el actual problema de la asignación de liquidez en Argentina. Consecuentemente, y en segundo lugar, propone una hoja de ruta para establecer un conjunto de condiciones básicas para que el sistema financiero nacional recupere su función de canalización del ahorro generado por la sociedad argentina hacia financiamiento para el desarrollo productivo del país. El foco de las propuestas se concentra en las políticas que son jurisdicción del Banco Central de la República Argentina, con especial énfasis en la política monetaria, pero que involucran a su vez a diferentes actores económicos, incluyendo al sistema financiero. Aun así, se reconoce que cualquier plan de acción de estas políticas debe enmarcarse en un plan macroeconómico integral para la estabilización de la economía.

En Argentina, la inestabilidad macroeconómica tuvo un correlato en el retorno de los activos financieros. La inmovilización y el canje compulsivo de depósitos o de títulos públicos en moneda nacional son parte de una memoria colectiva que penaliza la canalización del ahorro hacia activos locales¹. La dolarización de la cartera es un claro reflejo de la percepción de estos riesgos².

A lo largo de la historia, pero particularmente en las últimas décadas, este proceso se profundizó. Así se generó una gran magnitud de saldo (*stock*) de liquidez en dólares (que, a su vez, resulta en un bajo o nulo retorno en moneda extranjera) que no se canalizó en inversión en la economía local. En órdenes de magnitud, hacia fines de 2022, el saldo (*stock*) de activos externos líquidos (depósitos y moneda) ascendió a USD 238.000 millones (Gráfico 1). Esta cifra, dependiendo del específico año de medición, representa entre 40% y 50% de nuestro PIB y más de dos años y medio de exportaciones de bienes. La suma de la formación de activos externos líquidos entre 2007 y 2021 equivale al 14% de la inversión total de la economía del país ejecutada en el período. Este flujo de ahorro equivale, en promedio, a aproximadamente el 2% del PIB por año, lo que de haberse canalizado a la inversión productiva habría generado condiciones marcadamente diferentes en las dinámicas de crecimiento de nuestra economía.

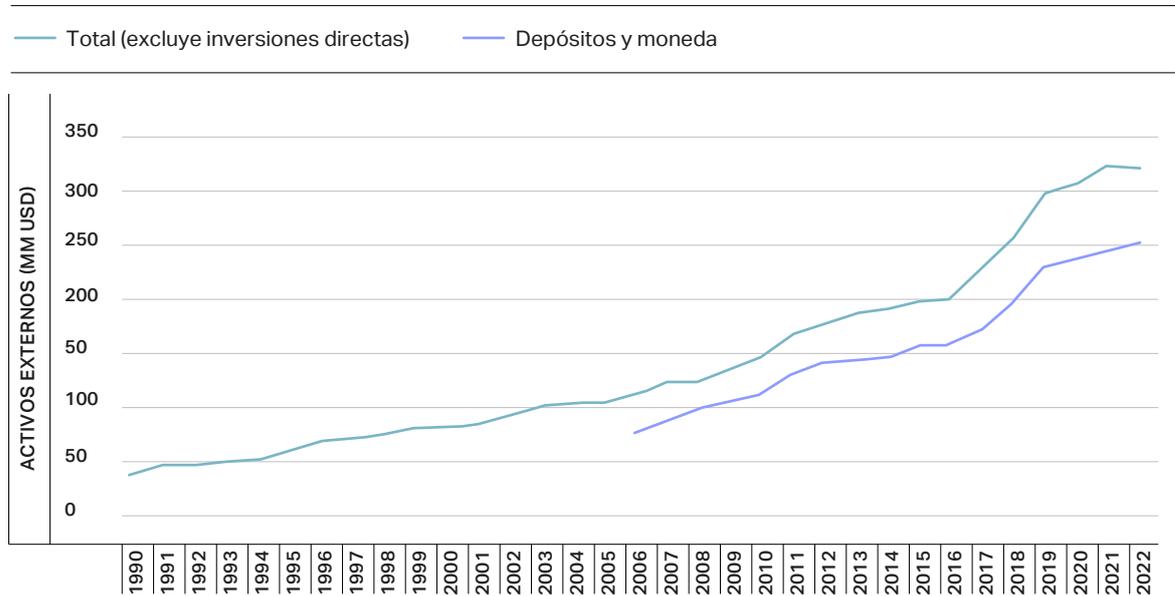
¹ Ver, para mayor detalle, Corso (2021).

² Para un análisis específico del carácter bimonetario de la economía argentina, consultar a Libman et al. (2023).

Introducción

Activos externos del sector privado no financiero (expresados en miles de millones de dólares)

Gráfico 1



Fuente: Fundar con base en INDEC.

En este escenario, el costo de la dolarización de carteras es un efecto poco visible. Los activos externos líquidos son percibidos como un activo "libre de riesgo", pero —al no rendir interés (como podrían generarse, en cambio, por el repago de, por ejemplo, inversiones productivas en el país)— generan una pérdida de valor por la suba de precios en moneda extranjera (inflación de Estados Unidos). En otras palabras, el sector privado argentino "paga", en términos de pérdida de poder adquisitivo, a la Reserva Federal un "impuesto inflacionario". Esto puede interpretarse como la altamente costosa "caja de seguridad" que "paga la sociedad argentina" por la falta de confianza en los activos en moneda propia. Por ejemplo, en un año donde la inflación en Estados Unidos es tan solo del 2%, si la sociedad argentina tiene un saldo (*stock*) equivalente al 50% del PIB en dólares billete o activos en esa moneda que no rinden interés, implica una pérdida o "impuesto inflacionario" de 1% del PIB. En condiciones donde la inflación se acelera (como ha sucedido durante los últimos años), estos valores pueden alcanzar o superar un rango de 2% o 3% del PIB. Para considerar la magnitud, el gasto de capital del sector público nacional ha sido casi siempre inferior a 2% del PIB durante la pasada década.

La falta de confianza de agentes económicos en la moneda local se traduce en un bajo nivel de desarrollo y profundidad del mercado financiero y de capitales y genera que la liquidez no se canalice hacia inversión, afectando el crecimiento económico. En comparación con países de grado de desarrollo similar, el volumen de intermediación que fluye hacia el financiamiento privado está en niveles muy por debajo de lo esperable (Gráfico 2). Esto significa que familias y empresas financian sus proyectos productivos o de consumo con ahorro propio o mediante canales informales (o incluso, que se ven imposibilitados de llevarlos a cabo). En definitiva, la ausencia de mercados tiene directas consecuencias sobre el bienestar cotidiano de quienes habitan nuestro país.

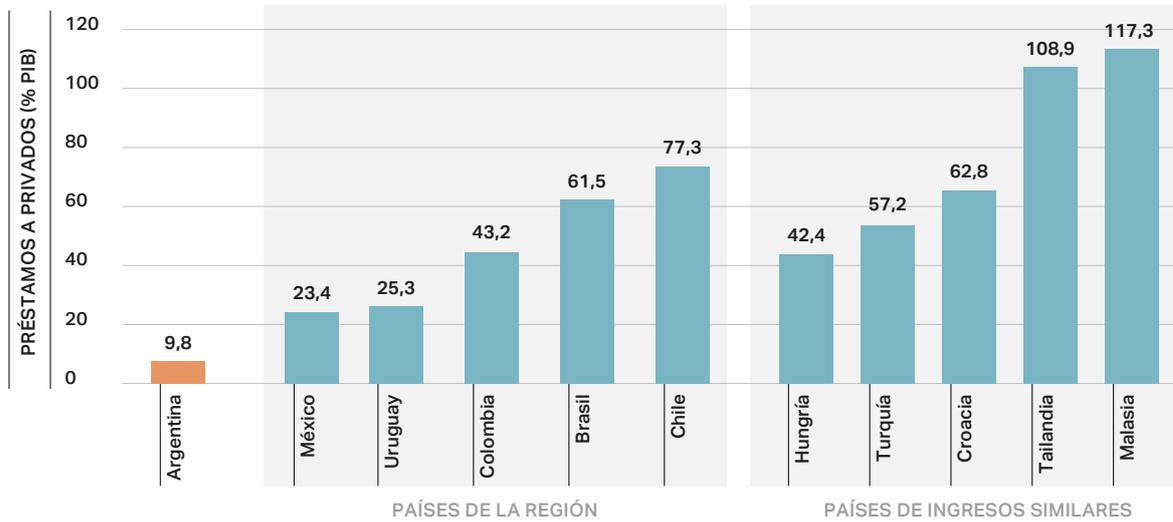
Gráfico 2



Introducción

Préstamos al sector privado en países de la región y de similar ingreso per cápita a paridad de poder adquisitivo (expresado en porcentaje del PIB, promedio de la última década)

Gráfico 2

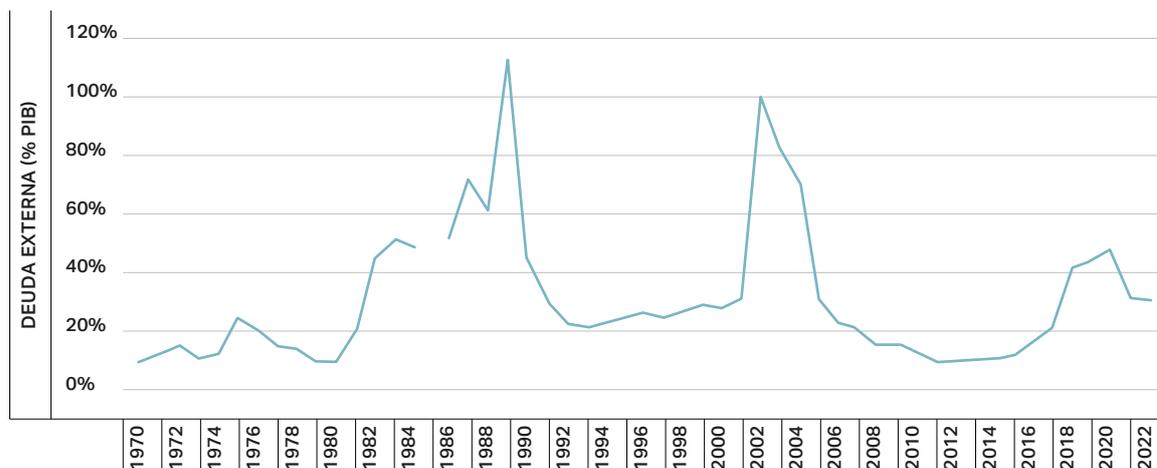


Fuente: Fundar con base en Banco Mundial, BCRA e INDEC.

La ausencia de financiamiento en moneda local también ha afectado históricamente la capacidad de financiamiento del sector público. La persistencia de déficit fiscales donde no ha existido financiamiento local implicó recurrir al financiamiento externo o monetario en diversos períodos. Durante ciertos ciclos donde se disponía de acceso al mercado internacional de capitales, el sector público se financió con endeudamiento externo (en moneda y legislación extranjera) a tasas solo hubiesen sido compatibles con una plena capacidad de repago si se hubiesen realizado trayectorias muy virtuosas de crecimiento económico. En consecuencia, la excesiva exposición al riesgo de descalce de monedas y a la reversión del flujo de capitales internacionales precipitó sucesivas crisis externas que aumentaron de manera insostenible los niveles de endeudamiento y la posterior necesidad de establecer procesos de reestructuración de estas obligaciones.

Deuda externa de la Administración Pública Nacional (porcentaje del PIB)

Gráfico 3

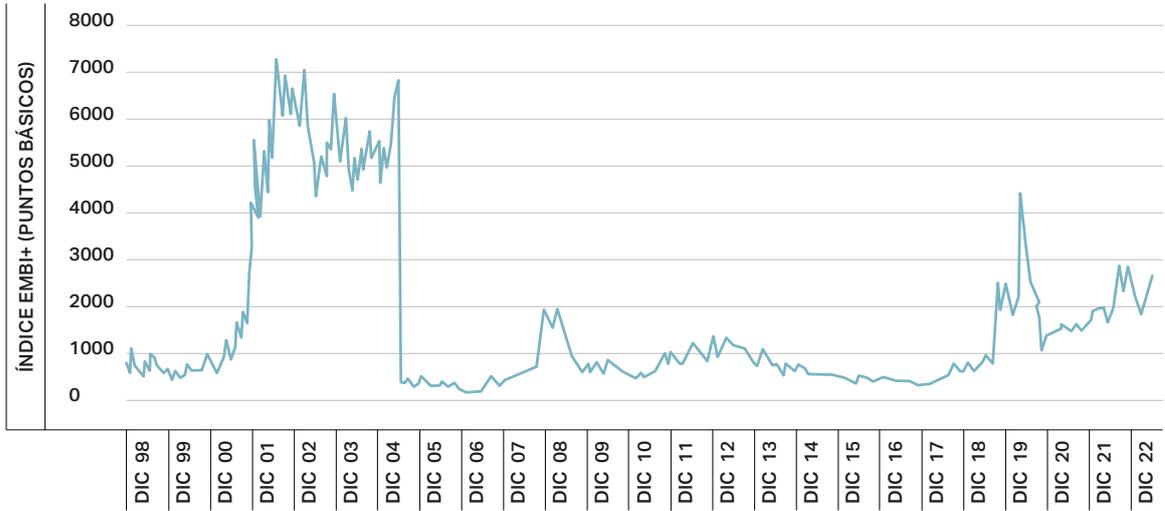


Fuente: Fundar con base en Orlando Ferreres (2010) y Ministerio de Economía de la República Argentina (MECON).

Introducción

Riesgo país EMBI+ (puntos básicos)

Gráfico 4

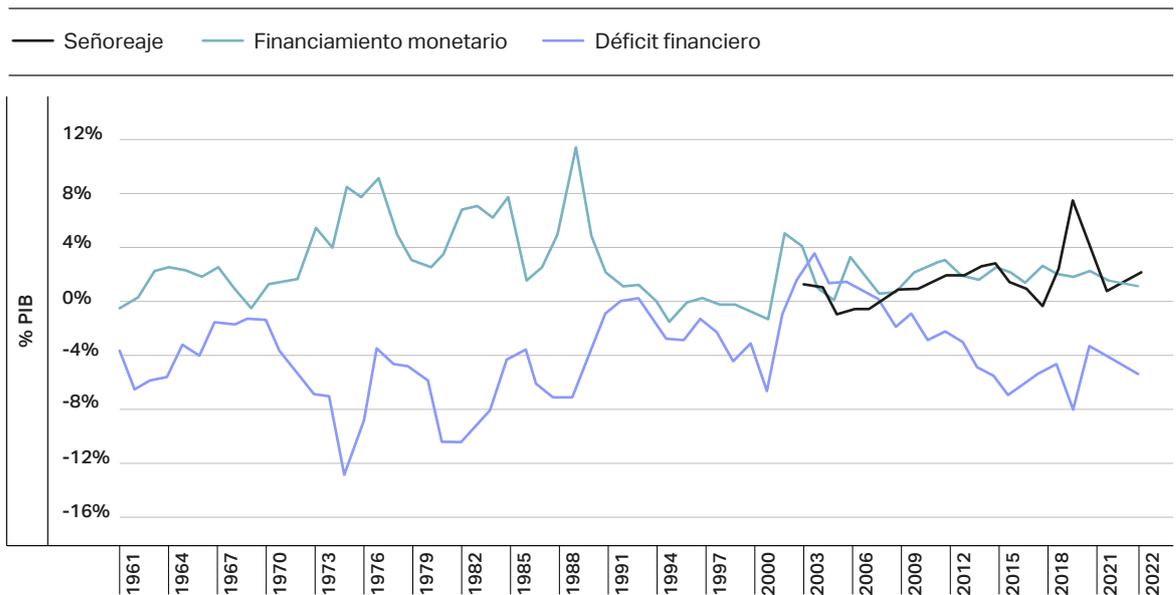


Fuente: Fundar con base en J. P. Morgan.

En cambio, durante períodos donde el acceso a los mercados internacionales estaba cerrado (en parte, debido a la insostenibilidad de las deudas tomadas previamente), las necesidades de financiamiento se cubrieron con emisión monetaria³. Así, a lo largo de su historia, la emisión monetaria del BCRA se relaciona fuertemente con el déficit público. Este recurrente panorama retroalimenta un círculo vicioso de inestabilidad cambiaria y de debilidad de la moneda, que limita, en definitiva, el desarrollo del país.

Señoreaje, déficit financiero y financiamiento monetario del sector público argentino (porcentaje del PIB)

Gráfico 5



Fuente: Fundar con base en BCRA, INDEC y MECON.

³ Un evento de carácter extraordinario donde hubo que financiar un déficit fiscal sustancial habiéndose perdido de forma prácticamente completa el acceso al crédito de mercado, tanto en moneda extranjera como local, fue durante la pandemia ocasionada por COVID-19, que convirtió al financiamiento monetario en la única opción posible.

Para que esta mayor liquidez no se canalice hacia demanda por divisas, el BCRA ha operado, en ocasiones, emitiendo sus propios pasivos. En ciertos momentos, el volumen de estas operaciones fue elevado, alcanzando una participación cercana al 10% del PIB o hasta el doble de la base monetaria. La existencia de pasivos remunerados a corto plazo actuó como un potencial factor desestabilizador, ya que implicaba la posibilidad latente de que su eventual desarme se convierta en demanda de moneda extranjera. Al mismo tiempo, la forma de pago de estos pasivos se sostenía a través de mayor emisión futura. De modo que, una mayor tasa de interés —en lugar de contribuir a estabilizar las condiciones de liquidez— las empeora. La literatura económica define este patrón con el nombre de “aritmética monetarista desagradable” (Sargent y Wallace, 1981). Esto aumenta la percepción general del riesgo soberano y motiva una canalización de la liquidez de los agentes económicos hacia los instrumentos del BCRA percibidos como “más seguros” (en detrimento de los títulos públicos del Tesoro).

Pasivos remunerados del BCRA

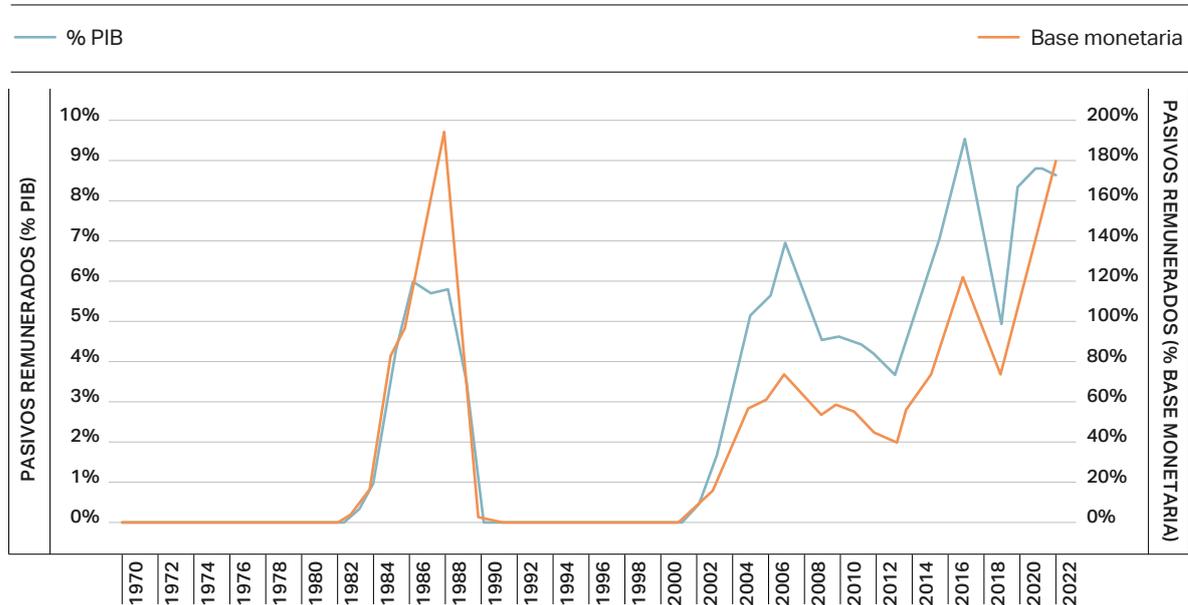


Gráfico 6

Fuente: Fundar con base en BCRA e INDEC.

La existencia de pasivos remunerados a gran escala implica que el sistema financiero actúe como un mero intermediario entre depositantes y el BCRA. Ello disminuye la liquidez que se canaliza hacia el financiamiento privado. Además, cuánto más amplia es la regulación de la autoridad monetaria sobre las tasas pasivas y activas —así como de otras medidas de incentivos para la asignación del crédito—, menos relación entre el margen de intermediación y el esfuerzo de fondeo y colocación de las entidades. Por consiguiente, las entidades financieras tienen el incentivo de buscar que las tasas definidas por el BCRA generen ingresos suficientes para compensar incluso a las entidades “menos eficientes” del sistema.

La existencia de pasivos remunerados a gran escala implica que el sistema financiero actúe como un mero intermediario entre depositantes y el BCRA, lo que disminuye la liquidez que se canaliza hacia el financiamiento privado.

Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años



Si la autoridad monetaria no asume una política de este tipo, la regulación de tasas puede generar el cierre de ciertas entidades (con los riesgos propios para la estabilidad financiera). Pero, si lo hace, puede generar una renta extraordinaria para el resto del sistema, creciente cuanto menor sea el costo de cada una de las entidades y su correspondiente dispersión. Este tipo de problemas provoca resistencias de las entidades financieras, que pueden bloquear una "salida de la regulación", ya que la competencia podría reducir sus márgenes de intermediación. Por su parte, la estructura de retornos ajustados por riesgo (que se determina cuando los bancos pueden canalizar su liquidez hacia el BCRA) desincentiva la búsqueda de oportunidades de provisión de crédito al sector privado.

El problema de la asignación de liquidez tiene un carácter circular: la inestabilidad y el deterioro macroeconómico contribuyen a una mala asignación, que, a su vez, profundiza el deterioro macroeconómico. Para comprender las características actuales del fenómeno bajo estudio se precisa entender cómo hemos llegado a esta situación. Para ello cabe analizar cómo medidas tomadas en contextos de emergencia —y que, se suponía, tenían un carácter transitorio— terminaron conformando una estructura duradera, haciendo del estado de emergencia una situación semipermanente. Historizar la evolución de la asignación de la liquidez en Argentina, como fenómeno, también nos permite identificar qué condiciones generar para la construcción de una ventana de oportunidad que rompa con la viciosa circularidad entre inestabilidad macroeconómica y mala asignación de liquidez (que grava las posibilidades de desarrollo económico de la Nación).

Por ello, a continuación, se presentan las específicas dinámicas de las intervenciones sobre la asignación de la liquidez en los últimos 20 años en Argentina. Considerándolas junto con sus determinantes, luego se ofrece una serie de escenarios a partir de los cuales estas dinámicas pueden ir, gradualmente, revirtiéndose. Pero este proceso no puede darse de manera automática. Por ello, la cuarta sección sistematiza recomendaciones de política que se adaptan a los desafíos de nuestra economía. Finalmente, ofrece las conclusiones.

Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Esta sección analiza los antecedentes de los instrumentos de regulación de la liquidez, luego de la salida del régimen de convertibilidad en Argentina. Para ello, aborda la configuración e implementación de la política monetaria dentro del contexto macroeconómico prevaleciente. Además, atiende dos elementos fundamentales que originaron diferentes patrones en la regulación de la liquidez y que definieron su asignación en la economía: las condiciones macroeconómicas y el marco institucional.

Crisis de la Convertibilidad y creación de las Letras del Banco Central (LEBAC): 1991-2002

El 27 de marzo de 1991 se sancionó la [Ley 23.928 de Convertibilidad del Austral](#). Ella establecía una relación de conversión de 10.000 australes por dólar estadounidense (art. 1º) y requería el respaldo del 100% de las reservas de libre disponibilidad del BCRA respecto a la base monetaria (art. 4º).

El 23 de septiembre del año siguiente (1992) se promulgó la [Ley 24.144](#). Ella sustituyó la Ley 20.359 y reformó la Carta Orgánica del Banco Central, prohibiendo conceder préstamos al gobierno nacional (art. 19). La única excepción posible era que el BCRA acumulara títulos del gobierno a precios de mercado

—con un crecimiento no superior al 10% por año— (art. 20). Adicionalmente, dicha financiación tenía un límite máximo equivalente a una tercera parte de las reservas de libre disponibilidad (art. 33). De este modo, introdujo una característica distintiva respecto a las configuraciones “normales” de las cajas de conversión (*Currency Boards*) donde la totalidad de la base monetaria debía cubrirse con las tenencias de reservas internacionales en poder del Banco Central⁴. La elección del régimen monetario y cambiario definió los límites del accionar en el manejo de la liquidez por parte del BCRA, prohibiéndole emitir títulos o bonos propios (art. 19, inc. i).

Casi diez años más tarde, el 7 de enero de 2002, el Congreso de la Nación sancionó la Ley 25.561 de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario. Con ella, abandonó el régimen de convertibilidad (art. 3°), facultando al Poder Ejecutivo a establecer el sistema que determinase la nueva relación entre el peso y las monedas extranjeras y autorizando al BCRA a intervenir en el mercado cambiario.

El 23 de enero de ese año, promulgó la [Ley 25.562](#). Ella modificó la Carta Orgánica del BCRA derogando las restricciones impuestas en la Ley de Convertibilidad y otorgándole facultades para implementar una política monetaria independiente. Esta modificación permitió al BCRA actuar como prestamista de última instancia, proveyendo asistencia financiera a las entidades con problemas de liquidez y otorgando adelantos al gobierno nacional. Para ello, se fijó un límite del 10% de los recursos en efectivo que el gobierno nacional haya obtenido en los últimos 12 meses, debiendo ser reintegrados en un período máximo de 12 meses desde cada desembolso. Asimismo, se dispuso que los “requisitos de reserva” (encajes) no sean remunerados y que puedan integrarse en títulos públicos valuados a precios de mercado “en la proporción que determine el BCRA” (art. 9°). Este último cambio implicó que las entidades —para entonces, con severos problemas de liquidez— cuenten con los requisitos de efectivo mínimo con títulos públicos. En la práctica resultó en la posibilidad de ampliar la liquidez del sistema, ya que disminuyó el encaje efectivamente integrado.

El 4 de febrero se publicó el [Decreto 214/02](#) (y su reglamentario 320/02). Entre otras disposiciones, dispuso la conversión a pesos de todas las obligaciones de dinero expresadas en moneda extranjera. Mientras las deudas se pesificaban a \$1 por dólar, los depósitos lo hacían a \$1,40 con actualización del coeficiente de estabilización de referencia (CER). Dos días más tarde, la resolución 46/02 del Ministerio de Economía establecía un cronograma de repago de los depósitos existentes en el sistema financiero de acuerdo con determinadas escalas de monto del depósito y moneda. Ello originó los denominados “certificados de depósitos reprogramados” (CEDRO). Si bien se dispusieron algunas excepciones y desafectaciones puntuales, esta medida implicó la inmovilización de cerca del 90% de los depósitos totales del sistema financiero.

En este contexto, el gobierno intentó establecer un régimen de tipo de cambio dual, con un mercado oficial (a una paridad de \$1,40 por dólar) y otro libre. Sin embargo, tres semanas después se estableció un mercado único y libre de cambios ([Decreto 260/02](#)). La reinante incertidumbre generó tal presión sobre el mercado de cambios, que llevó al tipo de cambio nominal hasta los \$2,90 por dólar a fines de marzo. Para contener esta depreciación y disminuir la necesidad de intervención en el mercado de cambios, el 12 de marzo de 2002 el BCRA decidió reducir la liquidez de la economía. Como los títulos públicos estaban en cesación de pagos (*default*), se decidió que lo mejor era realizar esta operación a través de títulos propios. De este modo, se realiza el llamado a licitación de letras del Banco Central en pesos y dólares estadounidenses (LEBAC), definiendo las condiciones de emisión del instrumento, tipo de subasta, participantes habilitados y demás parámetros relevantes ([comunicación B7155](#)). Así —en circunstancias macroeconómicas que podrían definirse de emergencia— comienza la historia de los últimos 21 años en cuanto al uso de letras de liquidez del Banco Central, evolucionando hacia el problema de asignación de la liquidez —objeto central de esta publicación—.

⁴ En términos generales, una caja de conversión combina tres elementos: un tipo de cambio con base en una “moneda ancla o de referencia”, convertibilidad automática (es decir, el derecho a cambiar moneda nacional a este tipo fijo cuando se desee) y un compromiso a largo plazo con el sistema (a menudo, establecido directamente en la ley o estatuto del Banco Central).

En esta instancia, también se admitió la negociación de LEBAC en los mercados secundarios del país. Mediante la emisión de estos títulos, se buscaba “absorber la liquidez excedente en el mercado monetario” y “fijar tasas de referencia”.

A partir del segundo semestre de 2002 se observó una notoria normalización en las principales variables financieras y una mayor estabilidad del tipo de cambio. Ello se reflejó en un aumento de las reservas internacionales del BCRA, una desaceleración de los precios, y una reducción de las tasas de interés nominales y reales. En ese escenario, creció el saldo (*stock*) en circulación de LEBAC, disminuyeron significativamente las tasas de colocación (desde el 69% al 34% promedio), hubo un mayor peso de las emitidas en pesos (del 36% al 81% a fin de año), y se extendió el plazo promedio de colocación (desde 14 días a poco más de 100 días para fin de año). Durante este período se ofrecieron, a partir de agosto, instrumentos ajustables por CER (a 91 días de plazo) y, a partir de octubre, a tasa fija a 182 días de plazo.

El establecimiento de las LEBAC como instrumento de referencia se vinculó con la activa participación de las entidades financieras en las sucesivas licitaciones. Esto se debió a la necesidad de las entidades de mantenerse posicionadas en activos líquidos y, así, afrontar las progresivas liberaciones de depósitos bancarios —al tiempo que el crédito al sector privado mostraba, a lo largo del año, variaciones negativas (tanto por la propia debilidad en la demanda como por cancelaciones netas de financiaciones contraídas previamente)—. Hacia fines de 2002, el 77% de las letras en circulación había sido adjudicada a bancos, el 21% a otras personas jurídicas, y el resto a personas físicas. En términos de relevancia, puede mencionarse que, hacia fines de año, circulaban letras en pesos por casi \$3.050 millones y letras en moneda extranjera por alrededor de US\$185 millones. Ello representa, aproximadamente, el 12% de la base monetaria.

El sistema financiero empezó a ver una mejora en el segundo semestre de 2002. Ello fue posible a partir de una mayor estabilidad en el nivel de precios, en las tasas de interés y en los saldos de los depósitos. Sin embargo, pese a eliminar el “corralito”, el sistema no pudo desarrollar plenamente su rol de intermediario entre el ahorro y el crédito. Ello, debido al importante endeudamiento asumido con el Banco Central en forma de redescuentos y la situación de morosidad del crédito privado. En consecuencia, los bancos se centraron en la provisión de “servicios transaccionales” (como cajas de seguridad, tarjetas de débito y transferencias, entre otras).

Como se verá a continuación, este elemento distintivo del sistema financiero —donde la esterilización monetaria se realizaba a través de los títulos emitidos por el BCRA— tuvo profundas consecuencias en la estructura de los mercados financieros. Esta forma de intervención en la liquidez se vio afectada por las condiciones macroeconómicas de cada período y, al mismo tiempo, se convirtió en un factor de injerencia fundamental en condicionar estas dinámicas.

Superávits gemelos, acumulación de reservas internacionales y consolidación de títulos del BCRA como instrumento de absorción de la liquidez: 2003-2007

Desde comienzos de 2003 y hasta mediados de 2007, la economía argentina consolidó su recuperación económica iniciada en el segundo semestre de 2002. El contexto internacional (una economía mundial que crecía al 4% anual promedio, bajas tasas de interés internacionales y la irrupción de China como demandante de recursos naturales) fue un gran impulso para el crecimiento de los países emergentes, gracias a las mejoras de los términos del intercambio y a un flujo positivo de capitales externos hacia la región. Ellos produjeron una presión para la apreciación de las principales monedas. Para evitar dichas presiones, muchos bancos centrales decidieron intervenir en el mercado de cambios, acumulando así importantes montos de reservas internacionales.

Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Base monetaria y factores de variación (var. % i.a. y aportes por factor)

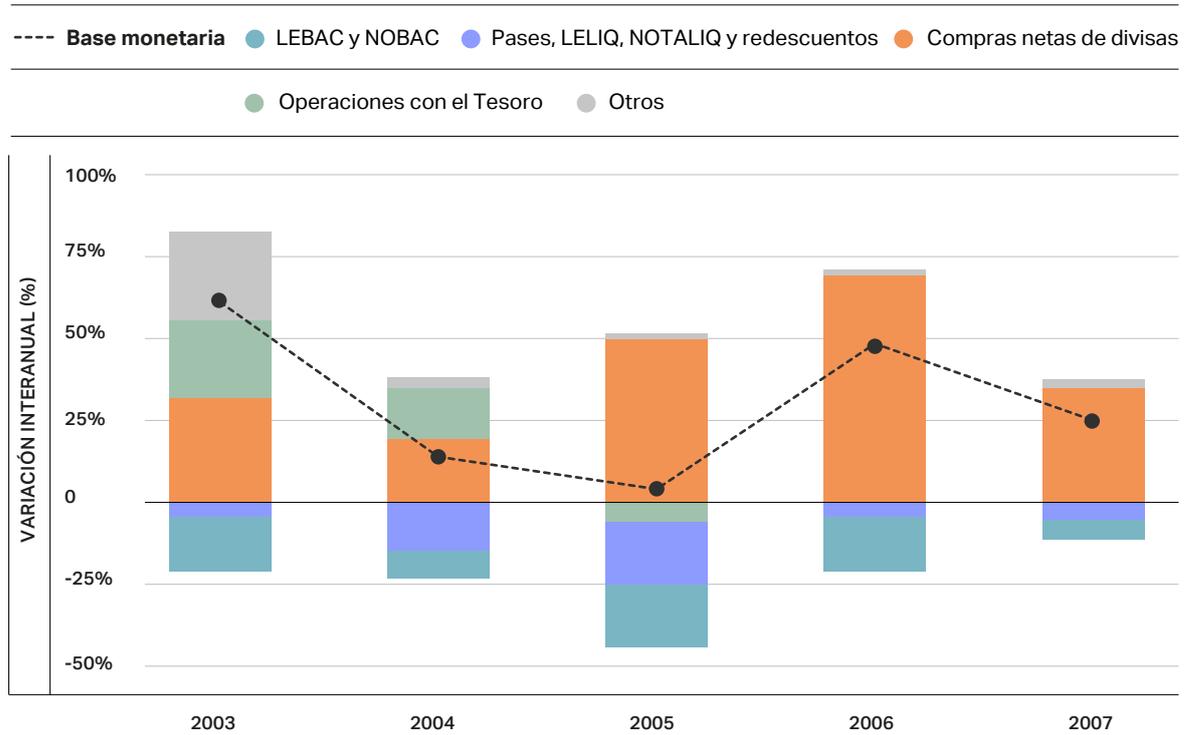


Gráfico 7

Fuente: Fundar con base en BCRA.

En este contexto global, la economía argentina experimentó un sostenido proceso de crecimiento económico, acompañado de un superávit fiscal primario y un superávit de cuenta corriente. La mejora en los saldos de la balanza comercial y la recuperación del resultado de la cuenta financiera de la balanza de pagos permitieron al BCRA consolidar un proceso de acumulación de reservas internacionales. A lo largo de estos cuatro años, totalizó cerca de USD 36.000 millones, triplicando el nivel de reservas internacionales vigente a la salida de la convertibilidad y haciendo factible la decisión política de cancelar de manera anticipada el saldo de deuda vigente con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por aproximadamente USD 9530 millones en enero de 2006.

Los incrementos de la emisión primaria en el período se relacionaron, principalmente, con la compra de divisas, mientras que la recapitalización del sistema financiero ayudó a absorber la emisión acompañada por los pasivos remunerados del BCRA. El crecimiento de la base monetaria se mantuvo a niveles reducidos durante este período, aunque se aceleró al final por el fuerte influjo de compras de divisas que superaron a la esterilización (Gráfico 7).

En el marco de un esquema de flotación administrada del tipo de cambio, las intervenciones del BCRA como comprador en el mercado de cambios expandieron la base monetaria, luego neutralizada. Así, la emisión de títulos propios se convirtió en el principal instrumento de esterilización y sus tasas de rendimiento se posicionaron como referencia para el resto de las tasas del sistema. Los instrumentos de esterilización más importantes fueron la colocación primaria de LEBAC y NOBAC y la concertación de pasivos pasivos. Ello implicó el aumento de los pasivos monetarios —desde 1,2% del PIB en 2003, a promediar un 6% en 2007 (Gráfico 8)—. En simultáneo, se generó un mercado secundario activo y líquido donde, no sólo participaban las entidades financieras —principales demandantes de estos títulos en las licitaciones—, sino también el resto del mercado local de capitales (fondos comunes de inversión, compañías de seguro, empresas).

Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Saldo (stock) de títulos del BCRA (promedio anual como porcentaje del PIB)

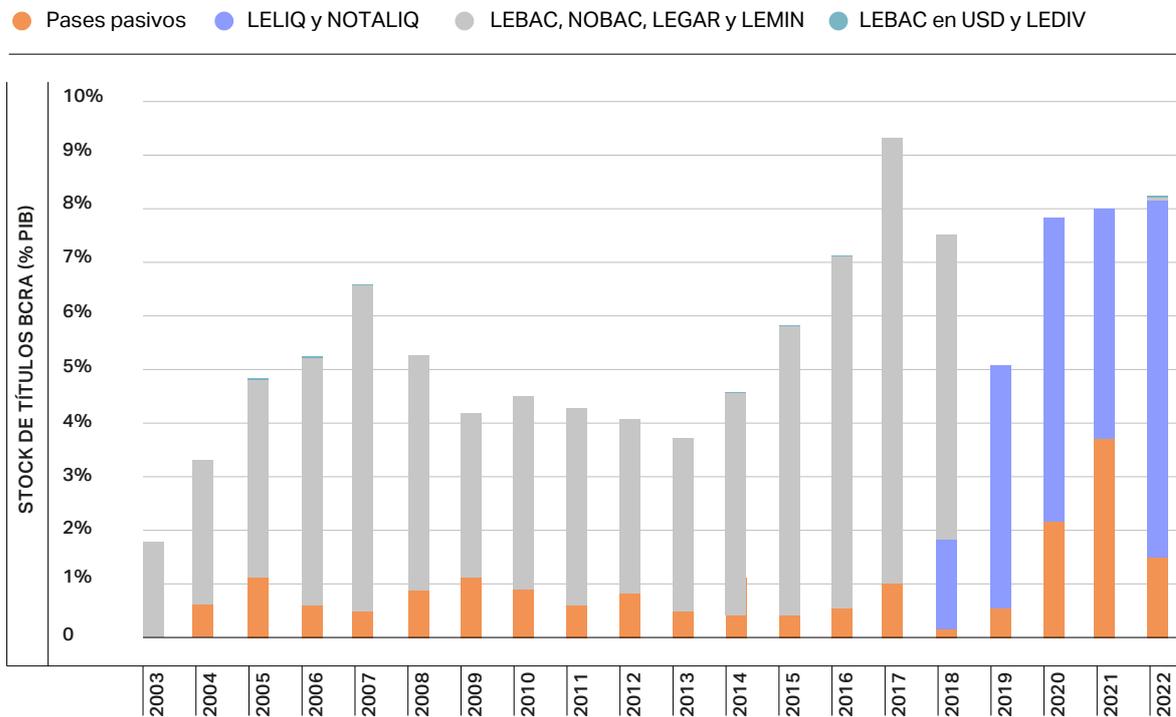


Gráfico 8

Fuente: Fundar con base en BCRA e INDEC.

La estabilización del tipo de cambio —producto de las intervenciones y del significativo proceso de acumulación de reservas internacionales— junto con el descenso de la tasa de inflación mejoraron las posibilidades de colocación de los instrumentos del BCRA, tanto en términos de plazos, como de costo. Mientras en 2002 el grueso de las colocaciones se efectuó a un plazo de entre 14 y 28 días, en octubre de dicho año comenzaron a ofrecerse títulos a 180 días. Hacia enero de 2003 se emitieron LEBAC en pesos y LEBAC ajustables por CER a 12 meses y 3 meses más tarde se sumaron a 18 meses.

Hacia fines de ese año surge un nuevo instrumento: las notas del Banco Central (NOBAC) en pesos y ajustables por CER. Se trata de bonos a 3 años, con amortización total al vencimiento y pago de cupón de intereses fijo en base semestral (Gráfico 8). Durante este período hubo importantes cambios en materia del endeudamiento público. En enero de 2005, el gobierno avanzó en una oferta de reestructuración de los títulos públicos. El diferencial de rendimientos medido por el riesgo país (EMBI+ [*Emerging Markets Bond Index Plus*]) se contrajo significativamente, marcando así el cierre de la primera etapa de resolución de la crisis de deuda.

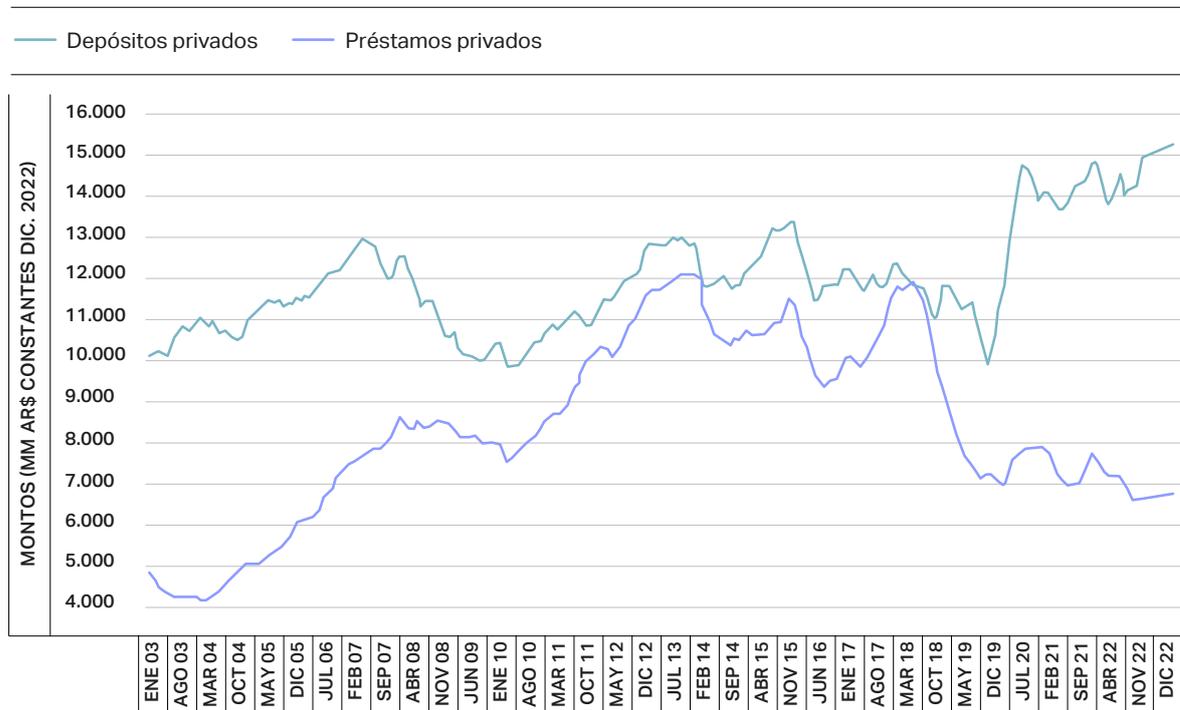
Gráfico 9



Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Depósitos y préstamos privados del sistema financiero en moneda local (en miles de millones de pesos constantes, a diciembre de 2022)

Gráfico 9



Fuente: Fundar con base en BCRA e INDEC.

En cuanto a la intermediación, el sistema financiero consolidó su crecimiento avanzando a paso firme y mejorando sensiblemente su situación patrimonial. Los préstamos al sector privado continuaron creciendo a tasas cercanas al 40% anual. A partir de estas circunstancias, la concentración del riesgo del sistema continuó mejorando, reduciendo la exposición al sector público (Gráfico 9). En este sentido, el BCRA resolvió reducir el límite máximo de exposición al sector público de 40% a 35% del total del activo para todas las entidades financieras (mediante la [comunicación A4546](#)).

El período 2003-2007 estuvo marcado por una recuperación patrimonial del sistema financiero, reflejada en su creciente rol en la intermediación de los activos financieros hacia los préstamos, particularmente con el sector privado.

En resumen, este período estuvo marcado por una recuperación patrimonial del sistema financiero, reflejada en su creciente rol en la intermediación de los activos financieros hacia los préstamos, particularmente con el sector privado. Desde el punto de vista del sector público, la reestructuración con acreedores privados permitió una reapertura a los mercados financieros internacionales, luego de la cesación de pagos (*default*) de 2001. La liquidez excedente —generada por la acumulación de reservas— se esterilizó con títulos del BCRA. Pese a que las causas que originaron la emisión de estos títulos desaparecieron, la autoridad monetaria no modificó su estrategia respecto de la esterilización con títulos propios. Ello trajo, junto con otras condiciones macroeconómicas e institucionales, profundas consecuencias sobre la generación y asignación de la liquidez en los siguientes períodos.

Crisis financiera internacional, deterioro de los superávits gemelos y dificultades para el financiamiento público: 2008-2011

Durante 2008, en particular a partir del segundo semestre, las economías emergentes estuvieron expuestas a una de las crisis financieras de escala global cuya magnitud e intensidad sólo se compara con la Gran Depresión de 1930. La crisis del mercado de hipotecas de baja calidad en Estados Unidos se contagió al resto de los mercados de crédito en ese país y a las principales economías europeas.

Ese contexto de mayor volatilidad financiera internacional impactó sobre la economía real. Como resultado, tanto las economías desarrolladas, como las emergentes ingresaron en terreno recesivo. A partir de dicha crisis, el comercio internacional se contrajo, las economías emergentes registraron una fuerte salida de capitales y los precios de las materias primas cayeron. Los bancos centrales de las economías desarrolladas actuaron con premura y redujeron sus tasas de política monetaria a niveles cercanos al 0%, mientras ejecutaron masivos programas de inyección de liquidez (denominado, técnicamente, "*quantitative easing*") que implicaron cuantiosas compras de deuda pública y privada. Desde el plano fiscal (a fin de contener el impacto en la economía real), se implementaron paquetes de estímulo entre países de variada magnitud.

Durante 2009 y 2011, la economía internacional fue, gradualmente, recuperando el patrón de crecimiento observado antes de la crisis financiera en las economías desarrolladas. Mientras tanto, en la región, se moderó el ritmo de crecimiento. Argentina no fue la excepción. Si bien se recuperó el precio de las materias primas, los niveles ya no fueron los alcanzados en el ciclo previo a la crisis. Ello llevó a un menor excedente comercial. Además, la campaña agrícola 2008/2009 sufrió una de las peores sequías registradas en nuestro país, lo que llevó a una menor disponibilidad aún de divisas.

Frente a tal contexto de crisis internacional —y para administrar las necesidades de liquidez—, el BCRA desplegó un conjunto de herramientas, tanto en moneda local como extranjera. Entre ellas:

- Se crearon nuevas líneas de pases activos a tasa de interés fija y variable por mayores montos (de \$3000 a \$10.000 millones);
- Se ejecutaron compras anticipadas de LEBAC y NOBAC y recompras automáticas con un descuento sobre tasa BADLAR;
- Se licitaron opciones de venta (*put*)⁵ sobre los títulos del BCRA;
- Se habilitó una nueva ventanilla de liquidez, que amplió los activos en garantía admitidos para esta operatoria (tales como, títulos públicos y préstamos garantizados);
- Se otorgaron pases activos en moneda extranjera; y
- Se redujeron temporalmente los requisitos de integración de encajes sobre depósitos en dólares.



5 Un contrato de opción de venta o put confiere a su titular el derecho a vender un activo financiero a un precio predeterminado. En la práctica funciona como un "seguro" ante bajas pronunciadas de precio en el mercado.

Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Base monetaria y factores de variación (var. % i.a. y aportes por factor)

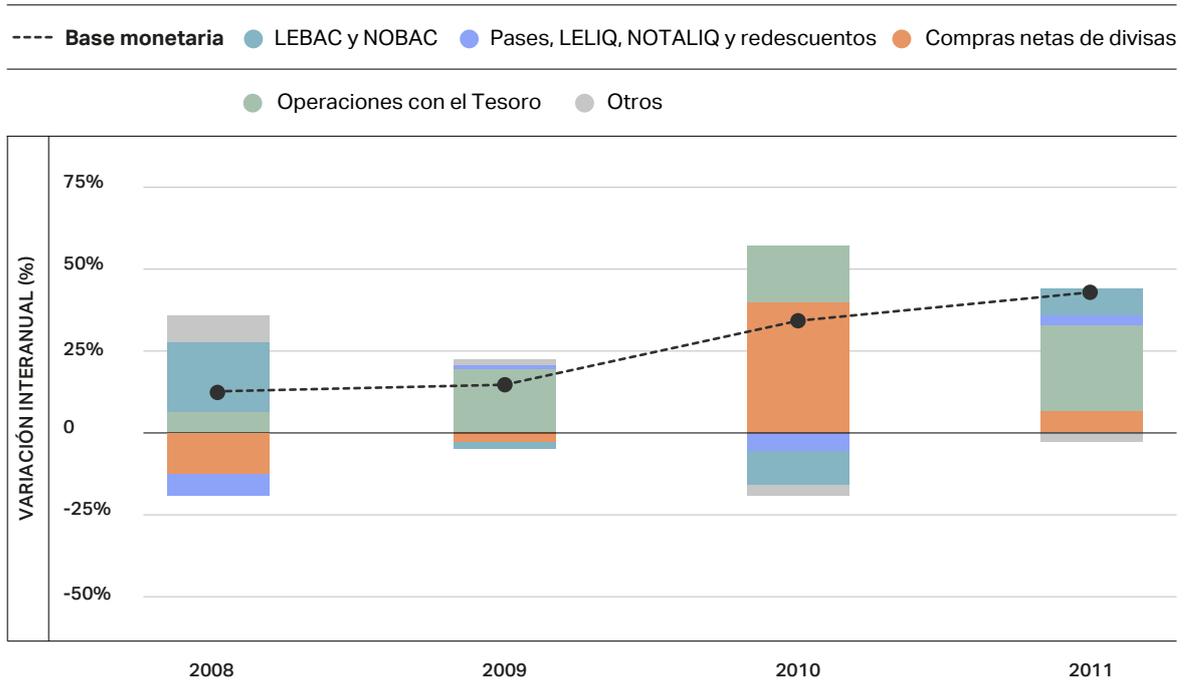


Gráfico 10

Fuente: Fundar con base en BCRA.

Por primera vez desde su creación, en 2008 los títulos emitidos por el BCRA se constituyeron en un factor de expansión de la base (Gráfico 10), observándose una caída cercana al 28% del saldo (*stock*) en circulación. Durante el período completo, los títulos alternaron su rol como factor de expansión (2008 y 2011) y contracción (2009 y 2010). En cuanto a su perfil de vencimiento, para 2011, aumentó el plazo promedio de los títulos del BCRA (234 días), con respecto a 2009 (160 días). Sin embargo, no volvieron a recuperar la vida promedio alcanzada en 2006 (353 días) (Gráfico 13).

Por primera vez desde su creación, en 2008 los títulos emitidos por el BCRA se constituyeron en un factor de expansión de la base monetaria, observándose una caída cercana al 28% del saldo (*stock*) en circulación.

A diferencia del período anterior, la emisión vinculada con la compra de divisas no se mantuvo estable. Ello, sobre todo, debido a dos factores. El primero fue el menor balance comercial que, sumado al inicio de vencimientos de intereses, redujo fuertemente el balance de cuenta corriente. El segundo, una persistente formación de activos externos del sector privado (salida de capitales) que demandó —en el total del período— USD 57.000 millones. Esta particular asignación de liquidez fue la contracara de los problemas para el financiamiento del sector público y privado.

A partir de 2008, se observa un cambio en el patrón de financiamiento del sector público, tanto en moneda nacional como extranjera. Mientras durante 2003 y 2008 los adelantos transitorios y las transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro fueron la excepción, entre 2009 y 2011 el financiamiento monetario al Tesoro se transformó en el principal factor explicativo del aumento de la base monetaria (Gráfico 10). Este fenómeno refleja la dificultad para generar un mercado de deuda doméstica, potenciado por diversos factores.

En cuanto al financiamiento en moneda extranjera, en 2010 se reabrió el canje de la deuda, para que ingresen quienes no lo habían hecho en la primera ronda (que alcanzaba casi un cuarto del total).

Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Una pequeña fracción de los tenedores externos de bonos en cesación de pagos (*default*) —que no participó de esta operación ni del canje de 2005 (los llamados “fondos buitres”)— inició un litigio en la Corte de Nueva York, dificultando el financiamiento en los mercados internacionales mediante pedidos de embargo y otras medidas procesales. En este contexto, el gobierno canceló los servicios de deuda con organismos internacionales utilizando letras intransferibles por un total cercano a USD 4360 millones ([Decreto 297/10](#)). En igual sentido, el [Decreto 298/10](#) crea el “Fondo del Desendeudamiento Argentino” que destina USD 4382 millones a la cancelación de servicios de la deuda con tenedores privados durante el ejercicio 2010.

En materia del mercado de deuda doméstica, desde 2007 y luego de un cambio de autoridades del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) a inicios de año, se sembraron dudas sobre la posible manipulación de los datos del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Las discrepancias con otros indicadores de precios de las diferentes oficinas de estadísticas del país fueron significativas, afectando la credibilidad de la institución. Su contraparte directa eran los títulos ajustables por CER. En consecuencia, generó un problema reputacional para la construcción de un mercado de deuda doméstica de mayor profundidad y que canalice la liquidez hacia el financiamiento público.

Al mismo tiempo, el manejo de las tasas de interés por parte de la política monetaria implicó, en la práctica, que se mantuvieran positivas respecto del índice publicado por INDEC, pero negativas respecto de la variación real de precios —publicado por otras fuentes— (Gráfico 11). Es decir, los instrumentos en moneda nacional mantenían un rendimiento real negativo. Ello tuvo consecuencias, tanto sobre su demanda, como sobre la formación de activos externos.

Tasa de interés de LEBAC por instrumento y tasa promedio ponderada de plazos fijos e Inflación (en TEA y var. % i.a.)

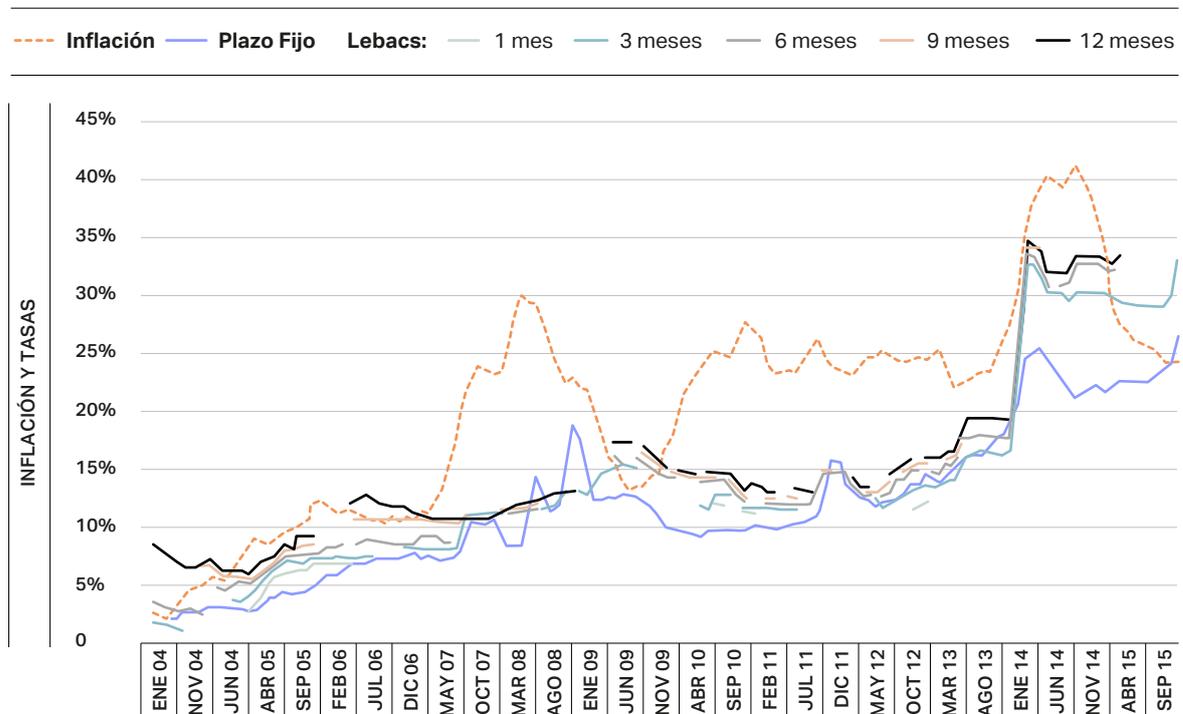


Gráfico 11

* Para el período 2007 a 2015 se utilizaron datos de IPC de las direcciones provinciales de estadística. Fuente: Fundar con base en BCRA, INDEC y Direcciones Provinciales de Estadística.

Durante este período de crisis, el sistema financiero se centró en mantener la liquidez y en no aumentar el porcentaje de cartera irregular. Ello implicó cierta retracción del crédito en un contexto donde los depósitos también mantuvieron una dinámica negativa en términos reales.

A partir de 2010, la recuperación dio un importante impulso a la economía del país y al sistema financiero. La intermediación del sector financiero mejoró y recuperó la dinámica previa a la crisis internacional, superando los máximos previos a ella.

En suma, este período muestra una tendencia hacia una asignación de la liquidez donde se dificulta el financiamiento (particularmente público) junto con una persistente dolarización de las carteras. En octubre de 2011, mediante la [comunicación A5239](#), se creó el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias. Con él, la AFIP validaba las solicitudes de compra de divisas. Así se dio inicio formal a una etapa de intensificación de las regulaciones cambiarias que —junto con otros fenómenos que ocurrirán sobre el mercado de deuda pública— tendrán consecuencias a futuro en la creación y asignación de la liquidez.

Estancamiento, controles de cambio, consolidación del financiamiento monetario del Tesoro, pérdida de reservas internacionales y cambios institucionales: 2012-2015

Luego de los mínimos alcanzados en 2008, hubo una revalorización del dólar a nivel mundial y una contracción de los principales precios de las materias primas, especialmente del petróleo y los metales. Las economías emergentes se enfrentaron a fuertes presiones para depreciar sus monedas, reducir el flujo de capitales y dar un menor impulso al crecimiento. En este contexto más desfavorable, la economía argentina comenzó a mostrar un patrón que alternó crecimiento de la actividad en años impares y recesiones en años pares, con una tendencia generalizada al estancamiento que se mantendría por más de una década. En un contexto de menores precios internacionales, la economía registró un progresivo deterioro del balance comercial y de la cuenta corriente.

A fines de marzo de 2012, se sancionó la [Ley 26.739 de Reforma de la Carta Orgánica del BCRA](#). Ella, entre otras disposiciones, amplía los objetivos de la política monetaria y la posibilidad de financiamiento monetario al Tesoro Nacional. Así migra, desde un mandato centrado exclusivamente en la estabilidad de precios, a uno “múltiple”, donde el BCRA debe perseguir “la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social” (art. 3). En forma concurrente, se modifica el art. 42, eliminando el requisito de publicar anualmente un programa monetario con metas cuantitativas de cantidad de dinero proyectadas y de inflación y reemplazándolo por el de publicar sus “objetivos y planes respecto al desarrollo de las políticas monetarias, financiera, crediticia y cambiaria”.

El nuevo art. 20 facultó al BCRA a otorgar —“con carácter de excepcional y si la situación o las perspectivas de la economía nacional o internacional así lo justificara”— adelantos transitorios por un plazo máximo de 18 meses a una suma adicional equivalente al 10% de los recursos tributarios obtenidos en los últimos 12 meses. Estos adelantos se sumaron al límite del 10% de adelantos transitorios del art. 20 previo, que pueden otorgarse por un plazo de 12 meses —siempre que sean equivalentes al 12% de la base monetaria y del 10% de los recursos tributarios de los últimos 12 meses—. Durante este período, se observa un creciente y pleno uso de estos nuevos límites. Así, el financiamiento monetario al Tesoro se constituye en el principal factor expansivo de la base monetaria durante el período: considerando ambas herramientas, la asistencia promedió entre 2012 y 2015 cerca del 4,5% del PIB, según el informe monetario presentado al Congreso en 2015 (Gráfico 12).



Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Base monetaria y factores de variación (var. % i.a. y aportes por factor)

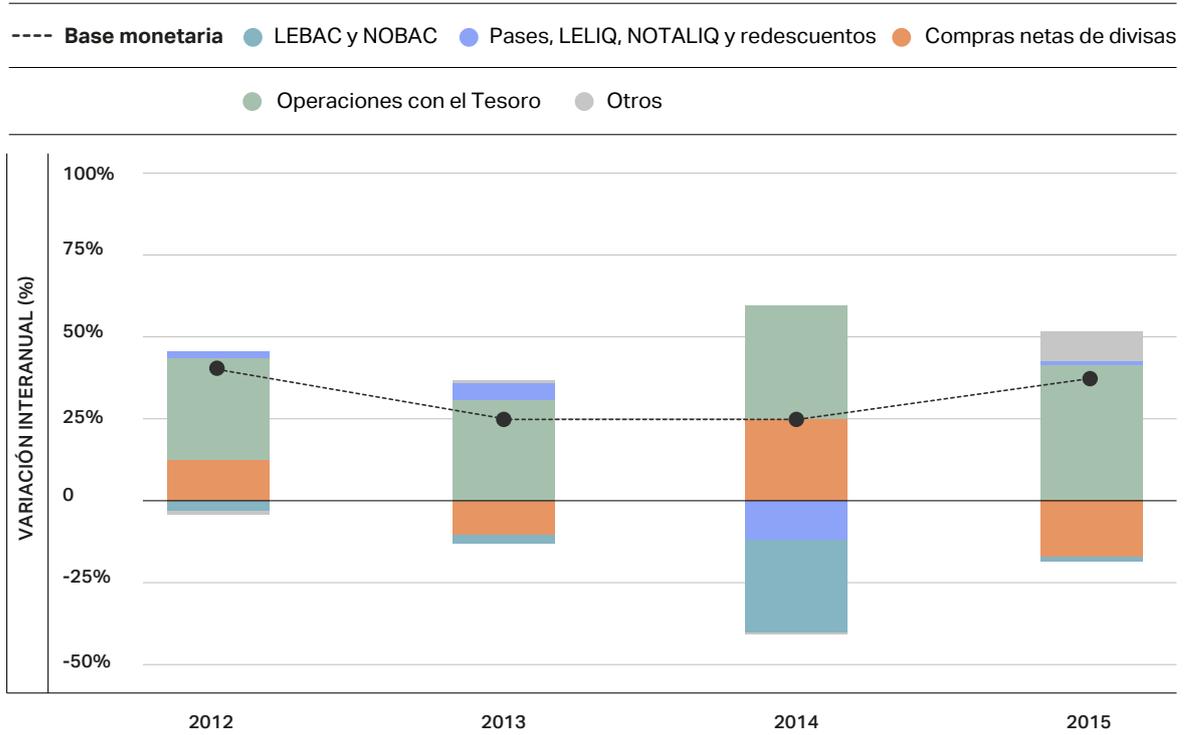


Gráfico 12

Fuente: Fundar con base en BCRA.

Una significativa parte de esta mayor expansión de la base monetaria no es esterilizada con la colocación de LEBAC; a excepción de 2014, donde, además, hubo un aumento en las tasas de colocación respecto a los años previos —con su correlato en el salto cambiario de enero de dicho año—. Desde el punto de vista de los mercados de títulos públicos en moneda extranjera, los diversos fallos en el juicio con los *holdouts* y fondos buitres generó una dificultad, no solo de acceder a los mercados internacionales, sino de realizar pagos a bonistas que habían ingresado a las sucesivas etapas del canje. En estas condiciones, se mantuvo un uso intensivo de las letras intransferibles para la cancelación de los vencimientos, sin poder refinanciarlos.

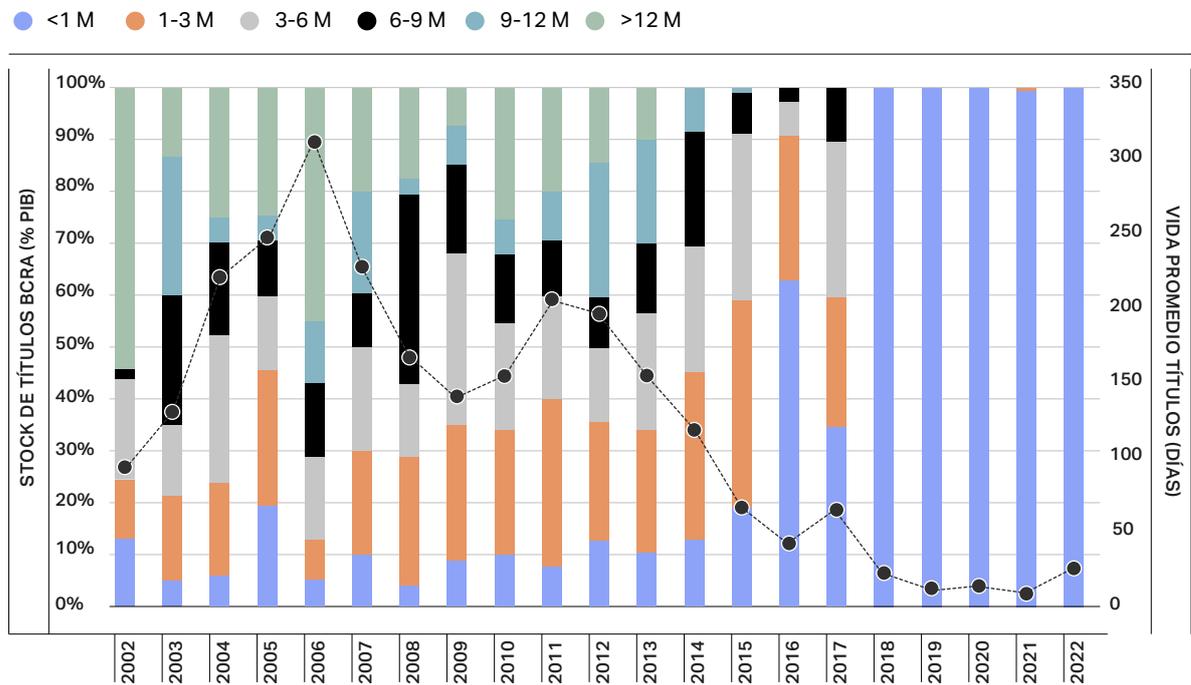
Gráfico 13



Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Gráfico 13

Estructura temporal de los títulos del BCRA (en % total) y vida promedio (en días)



* Estimaciones propias con base en BCRA para el período 2016-2022.

Fuente: Fundar con base en BCRA (informes al Congreso).

Asimismo, entre 2013 y 2014 vuelven a licitarse LEBAC en pesos ajustables según la variación del tipo de cambio de referencia del BCRA (comunicación [A3500](#), [A5502](#) y [A5656](#)). Estas LEBAC sólo podían suscribirse por exportadores del sector cerealero y aceitero inscriptos en el Registro Único de Exportadores e Importadores (RUCA). Dichos exportadores podían suscribir LEBAC en pesos por el monto equivalente al valor de sus exportaciones liquidadas en el MULC (mercado único y libre de cambios). Además se definió un plazo único de 180 días y una tasa predeterminada del 3,65% anual, con limitaciones a la transferencia del instrumento y con la opción de recompra anticipada a partir de 91 días, por parte del BCRA a un precio técnico predeterminado.

Para promover la bancarización de los ahorros en dólares del sector privado no financiero, desde enero de 2014 se ofrecieron LEBAC denominadas y pagaderas en dólares (comunicación [B10732](#) y [A5711](#)). Ellas contaban con plazos de entre 1 y 12 meses, tasas de interés predeterminadas (desde el 2,5% al 4% anual) y un *spread* (diferencial) máximo predeterminado entre la tasa de la letra suscripta por la entidad financiera y la pagada al depositante (de entre 0,25% al 0,60%). Asimismo —a efectos de promover el instrumento y el esfuerzo de captación de nuevos depósitos por parte de las entidades— se dispuso que la porción de los depósitos aplicados a la suscripción de LEBAC en dólares tenga una exigencia de encaje nula.

En líneas generales, durante este período se observa un proceso donde, gradualmente, comienzan a incrementar las tasas de interés de los pasivos remunerados del BCRA hasta 2014 y, de manera discreta, luego de la devaluación de ese año. Este aumento impulsó las tasas pasivas del sistema (Gráfico 11). Al mismo tiempo, las tensiones financieras redujeron sensiblemente el plazo promedio de los pasivos remunerados del BCRA —que pasó de 224 días en 2012, a 83 días a fines de 2015—. A lo largo de este período, las LEBAC ganaron una participación creciente en el saldo (*stock*) total en circulación, desplazando totalmente a las NOBAC desde 2013, año en que dejaron de colocarse.

Adicionalmente, el BCRA adquirió facultades relativas a la “regulación de las condiciones del crédito en términos de riesgo, plazos, tasas de interés, comisiones y cargos de cualquier naturaleza, así como orientar su destino por medio de exigencias de reservas, encajes diferenciales u otros medios apropiados” (Carta Orgánica, art. 14, inc. r). Así, a principios de julio de 2012, estableció la “Línea de créditos para la inversión productiva” (LCIP)⁶. Con ella, las 20 entidades financieras más grandes debieron destinar, como mínimo, una suma equivalente al 5% de sus depósitos en pesos del sector privado a financiar la compra de bienes de capital o la construcción de instalaciones.

Respecto a los encajes diferenciales, a partir de octubre de 2012, los coeficientes de encajes en pesos pasaron a ser diferenciados en función de la zona de radicación de la sucursal donde se hizo el depósito; mientras, se permitió una deducción especial del requisito de integración de encajes, según la participación de las financiaciones a pyme en el total del crédito al sector privado de las entidades financieras⁷.

Este período (2012-2015) tuvo dificultad de asignar adecuadamente la liquidez hacia el financiamiento público y privado, lo que potenció la tendencia de estancamiento de la economía y generó continuas tensiones sobre la capacidad del BCRA de acumular reservas internacionales.

Desde octubre de 2014, se estableció una tasa de interés mínima para los depósitos minoristas alcanzados por el límite de la cobertura del sistema de garantía de depósitos en función de un coeficiente fijo creciente (desde 0,87 al 0,93) por el plazo del depósito, vinculado al promedio simple de las tasas de corte de las LEBAC en pesos de plazo más próximo a los 90 días (del segundo mes inmediato anterior al de captación del depósito⁸).

En suma, este período tuvo dificultad de asignar adecuadamente la liquidez hacia el financiamiento público y privado. Ello potenció la tendencia de estancamiento de la economía y generó continuas tensiones sobre la capacidad del BCRA de acumular reservas internacionales. El financiamiento público se realizó, principalmente, a través de la emisión monetaria, mientras que los vencimientos de deuda en moneda extranjera se cancelaron a través de letras intransferibles colocadas al BCRA. Hubo una retracción en el crecimiento del crédito privado, que no pudo revertirse con las crecientes regulaciones del sistema financiero. La esterilización diversificó sus instrumentos acortando significativamente los plazos y, pese a la suba de tasas de interés —practicada luego de la devaluación de 2014—, la demanda de activos domésticos no se consolidó.

Liberalización financiera, endeudamiento externo, crisis de balanza de pagos y quiebras en la regulación financiera: 2016-2019

La evolución de la economía durante este período estuvo determinada, en gran parte, por las medidas que las nuevas autoridades implementaron hacia mediados de diciembre de 2015. Ellas reconfiguraron el régimen monetario y el esquema macroeconómico en general. En cuanto a las condiciones macroeconómicas, pueden dividirse en dos etapas. Por un lado, el período de liberalización y apertura financiera a los flujos externos —que, en términos netos, llevó a una contracción de la actividad durante 2016 y a una expansión en 2017—. Y, por otro, la crisis macroeconómica que comenzó en 2018.

El esquema macroeconómico inicial incluyó la unificación del mercado cambiario y la adopción de un

⁶ Comunicación [A5319](#).

⁷ Comunicaciones [A5319](#) y [5356](#).

⁸ Comunicación [A5640](#).

régimen de tipo de cambio flexible. La unificación implicó una fuerte depreciación del tipo de cambio oficial. Esta decisión estuvo acompañada de una serie de medidas⁹ para liberalizar los flujos de la cuenta corriente y financiera de la balanza de pagos. La existencia de una posición abierta en contratos de futuro por parte de la autoridad monetaria conllevó que el salto cambiario le generara pérdidas de un total de \$77.000 millones. Como contrapartida, hubo una fuerte expansión de la base monetaria, esterilizada a través de operaciones con títulos del BCRA (Gráfico 14).

Con respecto a los instrumentos de política monetaria, el 28 de diciembre de 2015 se dispuso que los títulos del BCRA puedan suscribirse por residentes y no residentes y depositarse en las centrales de valores locales (CRYL del BCRA y Caja de Valores) y del exterior¹⁰. En la práctica representó la posibilidad de que fondos de riesgo del exterior adquieran títulos del BCRA para realizar *carry trade*; exponiendo los instrumentos a la volatilidad de los flujos de capitales. En simultáneo se eliminaron las tasas de interés de corte predeterminadas para las LEBAC (en pesos y en dólares) y se relanzaron las LEBAC en pesos ajustables por tipo de cambio de referencia del BCRA.

Base monetaria y factores de variación (var. % i.a. y aportes por factor)

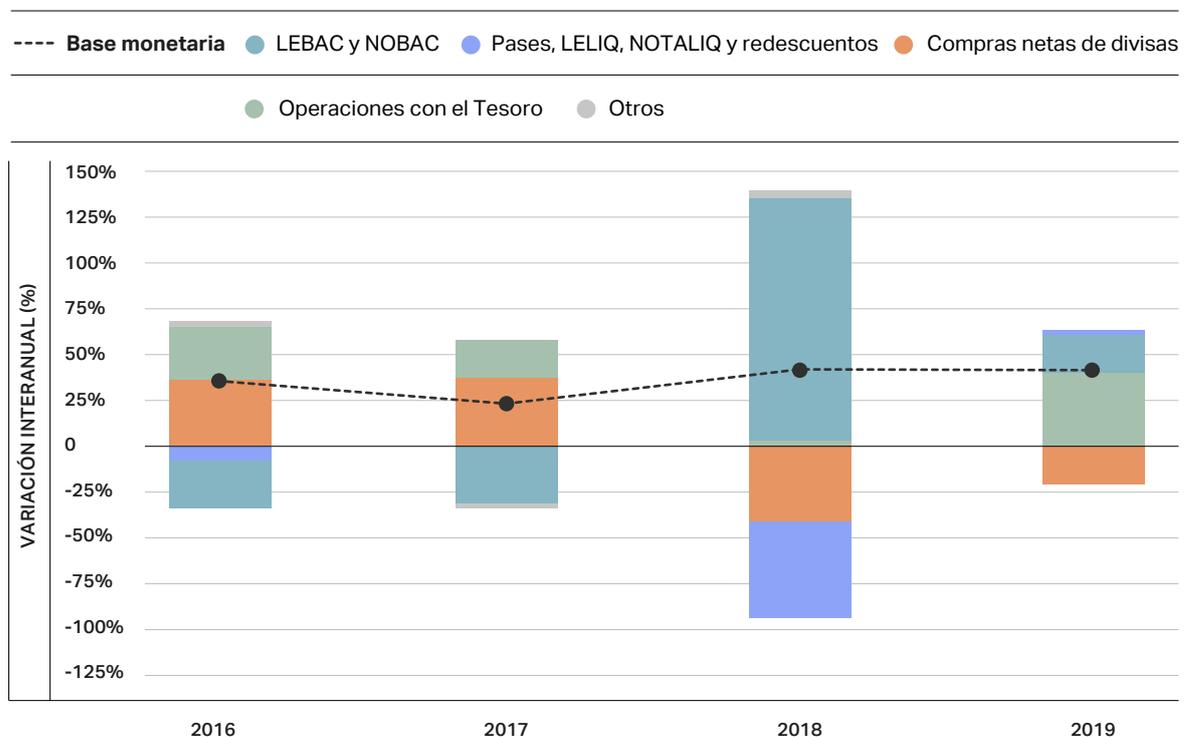


Gráfico 14

Fuente: Fundar con base en BCRA.

Estas medidas se enmarcaron en un nuevo régimen de política monetaria. El BCRA decidió llevar adelante un régimen de metas de inflación (implementado a partir de enero de 2017). Ello implicó usar el nivel de la tasa de interés de la LEBAC a 35 días de plazo como el principal instrumento de su política monetaria y como eje primordial de su política antiinflacionaria. Si bien se licitaron LEBAC semanalmente y a distintos vencimientos con un plazo máximo de 9 meses, el grueso de las colocaciones se concentró en la especie a 35 días de plazo (dado su doble rol como instrumento central de la política monetaria, por un lado, y de regulación de la liquidez, por otro).

⁹ Comunicación [A5850](#) (eliminación del cepo cambiario), comunicación [A5853](#) (modificación de normas sobre efectivo mínimo), comunicación [A5899](#) (transferibilidad de los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero), comunicaciones [A5955](#) y [A5861](#) (liberación de operaciones de compra de moneda extranjera para importación) y comunicaciones [A6037](#) y [A6038](#) (flexibilización en normas que regulaban el MULC [Mercado Único y Libre de Cambios]).

¹⁰ Comunicación [A5865](#) y su modificatoria [A5974](#) que cambia la denominación de los instrumentos a "Letras del BCRA en pesos - Segmento Interno".

Desde enero de 2017, con la implementación del régimen de metas de inflación, se reemplazó — como tasa de política monetaria— a la tasa de la LEBAC de 35 días de plazo, por el “centro del corredor de pases a 7 días”. Su techo era la tasa de pases activos y su piso la de pases pasivos. Así, las bandas de este corredor constituían los niveles de tasas de interés a los que el BCRA estaba dispuesto a proveer o retirar liquidez de las entidades financieras. En forma simultánea, se decidió discontinuar las colocaciones semanales de LEBAC, reemplazándolas por una única licitación mensual. Ello exigió una agrupación y concentración de todos los vencimientos de los títulos.

En paralelo, en 2016 se había anunciado un esquema decreciente de transferencias al Tesoro Nacional (fijando un monto máximo de \$160.000 millones para ese año) y se había realizado un canje por USD 16.000 millones de letras intransferibles del BCRA por nuevos bonos del Tesoro en dólares (con vencimientos en 2022, 2025 y 2027).

Sancionada e implementada la [Ley 27.249 de Deuda Pública](#), el gobierno nacional reemplazó la financiación monetaria de su déficit por un acelerado proceso de endeudamiento en moneda y legislación extranjera, por el equivalente a unos USD 59.500 millones entre abril de 2016 y enero de 2018. Este proceso estuvo acompañado de emisiones de las provincias y empresas privadas. Como correlato, también tuvo un incremento en el endeudamiento en moneda extranjera y legislación local. En apenas dos años, se acumuló un saldo (*stock*) de letras en dólares a corto plazo por el equivalente a USD 13.000 millones.

Por ende, a diferencia del período 2003-2007, la acumulación de reservas no fue por una cuenta corriente superavitaria, sino por el endeudamiento del Tesoro en moneda extranjera para financiar el gasto corriente en moneda nacional. En efecto, a lo largo de 2017, las reservas internacionales se incrementaron por USD 15.750 millones. Este aumento se debió, principalmente, a las compras directas al Tesoro Nacional —que llegaron a un nivel récord de USD 55.055 millones a fines de diciembre—.

A diferencia de lo sucedido entre 2003 y 2007, la acumulación de reservas en este período no fue por una cuenta corriente superavitaria, sino por el endeudamiento del Tesoro en moneda extranjera para financiar el gasto corriente en moneda nacional.

Este proceso de acumulación de divisas tuvo, como contrapartida, la emisión de LEBAC —y un aumento del saldo (*stock*) de pases pasivos— para esterilizar la expansión monetaria resultante: se incrementaron desde el 8,8% del PIB (a fines de 2016) al 11,8% del PIB (en 2017). En simultáneo, se redujo sensiblemente la vida promedio del saldo (*stock*), continuando un proceso iniciado a mediados de 2011 (Gráfico 13).

En el plano monetario, se eliminaron las regulaciones sobre tasas de interés mínimas y máximas para depósitos y préstamos. La menor actividad económica durante 2016 implicó una caída de los préstamos privados, que se recuperaron a lo largo de 2017 y que alcanzaron su máximo a inicios de 2018.

Durante 2018, en el contexto de una corrida cambiaria ante una abrupta reversión en los flujos de capitales internacionales, las autoridades iniciaron negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI). El 20 de junio se anunció un acuerdo del tipo *Stand by Agreement* (SBA) por el equivalente a unos USD 50.000 millones, desembolsándose de forma inmediata unos USD 15.000 millones. Estos fondos debían destinarse, en partes iguales, a brindar apoyo presupuestario al

Tesoro¹¹ y a fortalecer las reservas del BCRA. Los fondos remanentes del programa eran considerados por las autoridades como un financiamiento de tipo “precautorio”. Sin embargo, persistió tanto la inestabilidad cambiaria como la continuidad del desarme de posiciones de títulos de la autoridad monetaria. Frente a ese escenario, a fines de septiembre, se anunció una ampliación de este acuerdo, incrementando el monto del endeudamiento, bajo el programa, a USD 57.100 millones.

En el marco de este nuevo acuerdo con el FMI, se definió un nuevo régimen monetario y cambiario. Se modificó la valuación de las letras intransferibles —de valor técnico a valor de mercado— bajo la noción de una cancelación anticipada de ellas —que finalmente no ocurrió, pero que sí implicó una disminución de su valor en la hoja de balance de la entidad monetaria—. Las presiones cambiarias fueron explicadas, en buena medida, por un creciente desarme de posiciones de LEBAC en poder de no residentes y de otros tenedores locales. Este proceso se manifestó con mayor intensidad a partir de junio de 2018. A partir de dichas presiones, a mediados de agosto, el [BCRA anunció un cronograma de cancelación de las LEBAC](#) para “mejorar la eficacia de la política monetaria para combatir la inflación, reducir las vulnerabilidades en el mercado cambiario, fomentar el desarrollo del sistema financiero y fortalecer la economía”. Para este cronograma de cancelación, se estableció que, a partir de agosto y hasta diciembre, en cada licitación, el BCRA ofrecería títulos a las entidades no bancarias por un monto menor al de sus vencimientos, mientras que a las entidades bancarias ofrecería únicamente NOBAC a 1 año de plazo y letras de liquidez (LELIQ) por el total de sus vencimientos.

Este evento marcó, por lo tanto, la creación de las LELIQ (el principal instrumento de esterilización usado por el BCRA al momento de escribir esta publicación). Con el anuncio de su creación, se explica que las LELIQ sólo podrían adquirirse por entidades financieras¹² y que serían licitadas diariamente con un plazo de emisión fijo de 7 días (extensible, en el caso de un vencimiento en un día no hábil) y con depósito exclusivo en la central de valores del BCRA.

Esto fue un cambio sustancial de las condiciones sobre las que había operado desde el inicio de la emisión de títulos propios para la esterilización por parte de la autoridad monetaria. Desde entonces, la esterilización pasó a ser exclusivamente a través de entidades financieras, sin un mercado secundario. La tasa de interés de referencia pasó a ser la de la LELIQ, que se mantuvo —en términos reales— muy por encima de la inflación observada (Gráfico 15).



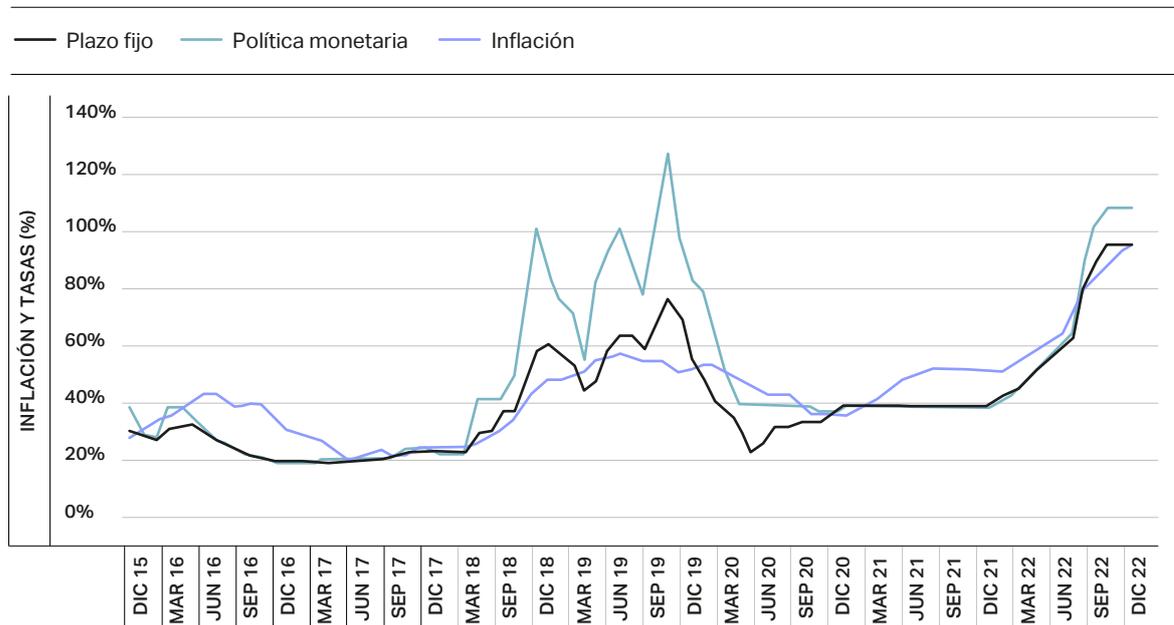
¹¹ Según sus necesidades de caja, el Tesoro debía proceder a su venta en el mercado de cambios por medio de un cronograma pre-anunciado de licitaciones diarias a cargo del BCRA.

¹² Si bien las LELIQ se lanzaron en enero de 2018 ([comunicación A6426](#)) no hubo colocaciones de importancia hasta el inicio del programa de cancelación de LEBAC.

Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Tasa de interés de política monetaria, tasa promedio ponderada de plazos fijos e inflación (en TEA y var. % i.a.)

Gráfico 15



* Para el período de enero a marzo de 2016 se utilizaron datos de IPC de las direcciones provinciales de estadística.

Fuente: Fundar con base en BCRA, INDEC y Direcciones Provinciales de Estadística.

Esta nueva regulación de la liquidez, a través de las LELIQ, inició un proceso de deterioro de las condiciones de intermediación financiera que ya no se revertiría durante el período bajo análisis. La intermediación con el sector privado mostró un desempeño relativamente modesto, tanto en términos de volumen de préstamos, como de depósitos. El crédito en pesos al sector privado registró, desde 2018, una caída cercana al 40% en términos reales. La menor intermediación tuvo directa relación con las medidas para regular la liquidez de entidades financieras, complementadas con medidas adicionales¹³. A fines de junio, las tasas de exigencia de efectivo mínimo (encajes) se incrementaron escalonadamente en 8 puntos porcentuales (pp) para los depósitos en pesos (a la vista y a plazo). Ello permitió a las entidades que parte de este incremento se integre mediante bonos del Tesoro Nacional en pesos a tasa fija y con vencimiento a noviembre de 2020 (Bote 2020) valuados a precio de mercado ([comunicación A6526](#)). En la práctica, implicaba una remuneración indirecta a la inmovilización de fondos que conlleva la integración de encajes.

A tono con esta tendencia, entre agosto y octubre de 2018, el BCRA impuso una nueva suba escalonada de 8 pp en los encajes bancarios ([comunicación A6550](#)). A diferencia, en esta oportunidad, segmentó el universo alcanzado por la norma a las entidades pertenecientes al "Grupo A"¹⁴. Entre mediados de septiembre y principios de octubre, el BCRA dispuso un nuevo aumento de otros 8 pp para las entidades financieras cuyos depósitos en pesos del sector privado no financiero (al cierre de julio de 2018) fuesen mayores o iguales a 1% del total de esas imposiciones en el sistema financiero ([comunicación A6569](#)). Este aumento podía integrarse con LELIQ y/o NOBAC, para el caso de los depósitos a plazo. Finalmente, para fomentar la captación de nuevos depósitos a plazo fijo en pesos, en octubre de 2018, el BCRA permitió que la totalidad de la exigencia de efectivo mínimo sobre el incremento de dichos depósitos se integre mediante estos instrumentos ([comunicación A6575](#)).

¹³ Para mayor detalle, consultar "Informe de Estabilidad Financiera. Segundo Semestre de 2018. Anexo Normativo".

¹⁴ Este grupo se define en función de las entidades en las que el importe de sus activos es mayor o igual al 1% del total de los activos del sistema financiero.

En la práctica, se buscaba que las entidades financieras capten liquidez, que luego sea esterilizada en títulos del BCRA. Para ello, se utilizó la suba de encajes (Gráfico 16) y su remuneración. En un contexto recesivo, esta dinámica tuvo, como consecuencia directa, la fuerte compresión del saldo (*stock*) de crédito privado, mientras el total de depósitos se mantenía relativamente estable. De igual forma, una importante parte del retorno de la hoja de balance de las entidades financieras quedaba sujeto a la definición de la política monetaria. En particular, a la decisión sobre el nivel de la tasa de interés de política. Ello aumentó los incentivos de las entidades a presionar por la suba de las tasas de interés de política y dejó a la autoridad monetaria más expuesta respecto a la “captura regulatoria”.

A partir de marzo de 2019, en un contexto externo muy volátil, comenzó a aumentar lentamente la percepción de riesgo por parte de los agentes asociado a los activos argentinos. Ello deterioró la capacidad del sector público de renovar los vencimientos de la deuda de corto plazo. Esta tendencia —que se profundizó luego de las elecciones primarias en agosto de ese año— registró una caída en el precio de todos los activos argentinos, una depreciación del tipo de cambio, una merma de los depósitos en dólares y una pérdida de las reservas internacionales. Las dificultades para refinanciar la deuda en pesos —que, a fin de cuentas, presionaba la demanda de activos externos— desembocaron, inicialmente, en la decisión de “reperfilamiento” de vencimientos de capital bajo jurisdicción local en agosto. Este se basó en un cambio de plazos sin quita de capital ni de intereses de las obligaciones del Tesoro (LECAP, LETES, LECER y LELINKS). Este evento tuvo gran significancia para las posibilidades de desarrollo del crédito público en moneda local, con consecuencias —que alcanzan a la actualidad— para las percepciones de riesgo diferencial entre los títulos o letras emitidos por el BCRA y aquellos emitidos por el Tesoro.

Esta etapa (2016-2019) evidencia que la liberalización de la cuenta financiera expuso al programa económico, implementado en esos años, a la volatilidad de los flujos de capitales de corto plazo; el acuerdo con el FMI solo aceleró el proceso de deterioro de expectativas sobre la sostenibilidad de las deudas.

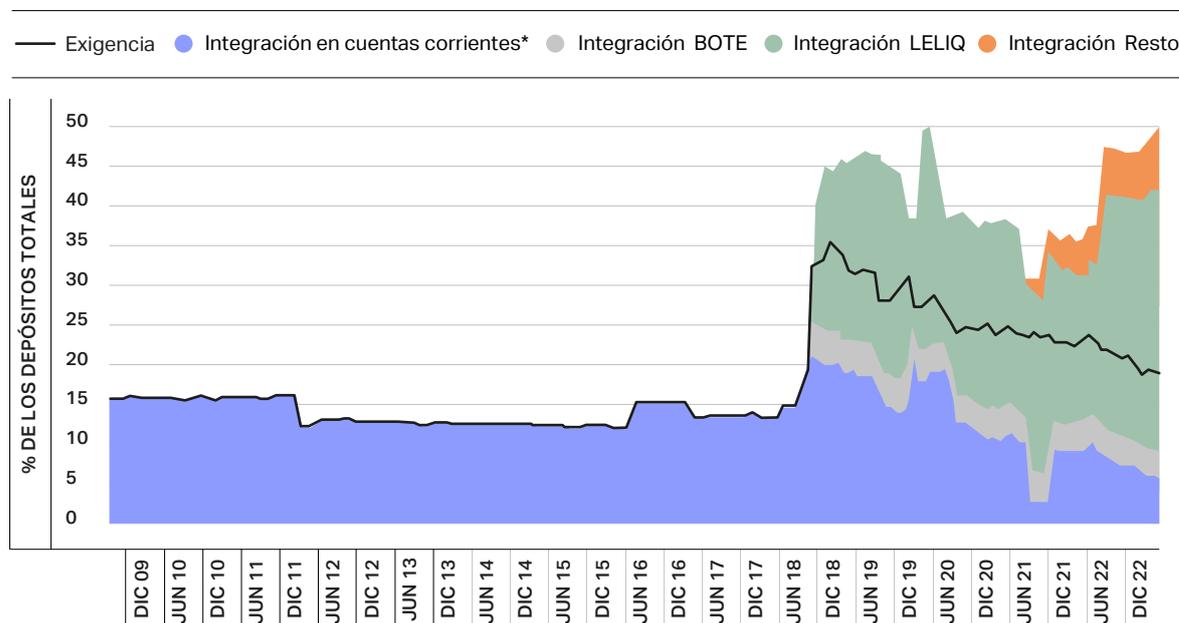
A menos de un mes de esa medida, se estableció una serie de restricciones sobre las operaciones en el mercado de cambios ([Decreto de necesidad y urgencia 609/19](#)). Entre ellas, obligatoriedad de liquidar exportaciones y límites máximos a la compra de dólares para atesoramiento. Estas medidas marcaron una nueva etapa de controles de cambio. La quinta revisión del programa SBA con el FMI no se completó. Ello dejó un monto de desembolsos acumulados de USD 44.500 millones y un cronograma de vencimientos de ocho cuotas trimestrales entre 2021 y 2024; escenario que, forzosamente, llevaba a una negociación bilateral, por un lado, con el organismo y, por otro —dada la magnitud de los pagos— con los acreedores privados de los títulos públicos en moneda extranjera.



Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Integración y exigencia de requisitos de efectivo mínimo de las entidades del sistema financiero (en porcentaje de los depósitos totales)

Gráfico 16



* Sujeto a cambios normativos.
Fuente: Fundar con base en BCRA.

En síntesis, esta etapa evidencia que la liberalización de la cuenta financiera expuso al programa económico, implementado en esos años, a la volatilidad de los flujos de capitales de corto plazo. El intento de detener su salida a través de un programa con un “acreedor privilegiado” —como el FMI—, que mantiene un status de “sénior” con respecto al resto de los acreedores (lo que significa que está primero en la fila para cobrar), solo aceleró el proceso de deterioro de expectativas sobre la sostenibilidad de las deudas. El desarme de posiciones en los pasivos remunerados del BCRA y la fuerte demanda de moneda extranjera hicieron que el programa con el organismo, en lugar de estabilizar las condiciones financieras, se vea como una señal de salida. Al mismo tiempo, el extraordinario tamaño del programa generó un difícil desafío, a muy corto plazo, para el país; puesto que, en los siguientes años, los vencimientos del programa atentarían contra la estabilidad del balance de pagos. Las medidas en el margen —que buscaron “encapsular el problema de la liquidez” hacia el interior de las entidades financieras— generaron incentivos perversos sobre ellas, reduciendo su rol de intermediación y potenciando los beneficios de la captura regulatoria sobre la autoridad monetaria.

Reconfiguración macroeconómica y reestructuración de la deuda en tiempos de pandemia y de guerra: 2020-2022¹⁵

En febrero de 2020 se promulgó la [Ley 27.542 de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Emitida Bajo Ley Extranjera](#). Ella habilitaba al Ministerio de Economía a renegociar la deuda con acreedores internacionales. La reestructuración de los títulos públicos en moneda extranjera era un paso necesario para ordenar el mercado financiero, tanto para el sector público, como para el sector privado.

Al mes siguiente, marzo de 2020, se conoció el primer caso de COVID-19 en Argentina, que obligó a

¹⁵ Tres de los autores (Guzmán, Morra y Tosi) fueron funcionarios del gobierno nacional entre el 10 de diciembre de 2019 y el 4 de julio de 2022.

redefinir las prioridades de la política económica. La batería de medidas de política (monetaria, financiera, fiscal y de ingresos) en un contexto de restricciones crediticias debido a la crisis de deuda pública tuvo significativos efectos sobre la liquidez del sistema económico.

Ante la ausencia de financiamiento externo —dadas las condiciones en las que se encontraba el crédito público luego del reperfilamiento y el fuerte endeudamiento con el FMI—, casi la totalidad del esfuerzo fiscal en este período se financió a través de la emisión monetaria.

Ante la ausencia de financiamiento externo (dadas las condiciones en las que se encontraba el crédito público luego del reperfilamiento y el fuerte endeudamiento con el FMI), casi la totalidad del esfuerzo fiscal en este período se financió a través de la emisión monetaria (Gráfico 17). El financiamiento monetario del déficit público siguió un patrón decreciente en el tiempo, mientras la recuperación de la actividad y el retiro de los estímulos en el contexto de la pandemia dieron espacio a una consolidación fiscal.

Mientras la pandemia se profundizaba, se reestructuraron USD 66.137 millones de valor nominal de títulos públicos bajo ley extranjera denominados en moneda extranjera, incluyendo una reducción de los futuros pagos de intereses y disminuyendo su costo promedio de 7% a alrededor de 3%. Esta cifra, en su conjunto, significó un alivio de más de USD 34.800 millones en vencimientos a lo largo de una década. La deuda en la forma de títulos públicos en moneda extranjera emitida bajo la ley argentina fue reestructurada en términos equitativos con respecto a aquella emitida bajo ley extranjera. Con ello se buscó generar condiciones propicias para el futuro desarrollo del mercado de capitales local (el tratamiento equitativo fue garantizado por la [Ley 27.556](#), aprobada —de forma casi unánime— por el Congreso de la Nación el 4 de agosto de 2020).

Base monetaria y factores de variación (var. % i.a. y aportes por factor)

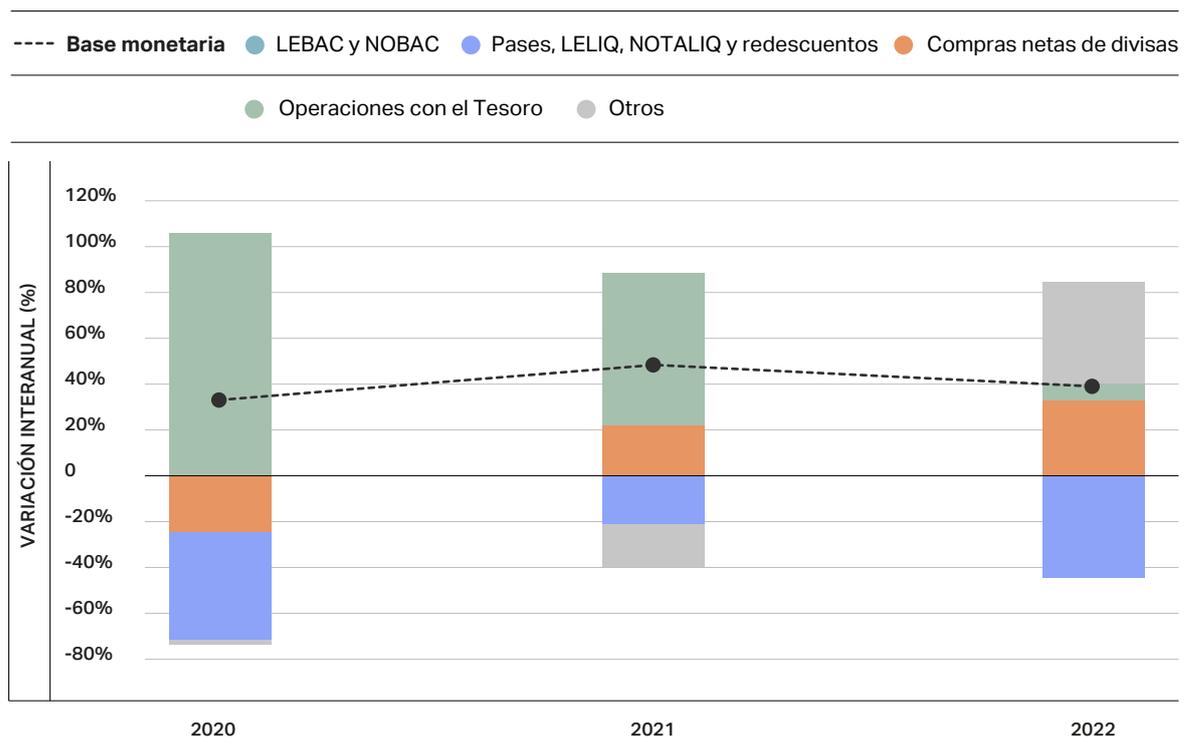
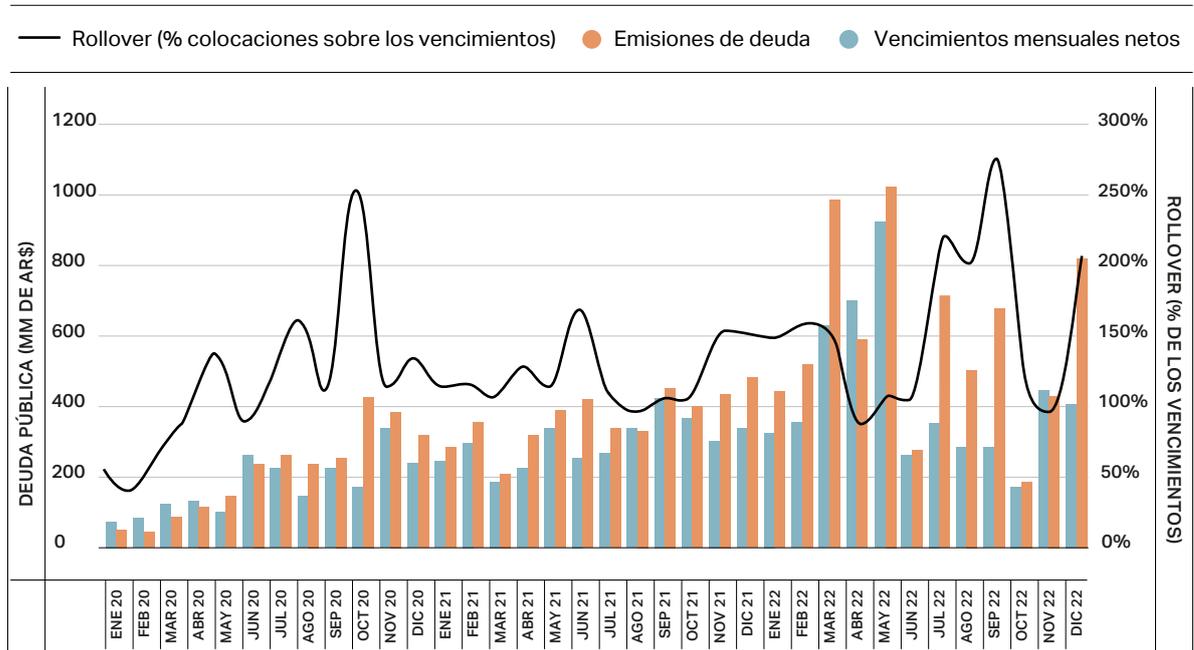


Gráfico 17

Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Vencimientos mensuales, colocaciones y tasa de refinanciamiento de la deuda pública en moneda local (miles de millones de pesos)

Gráfico 18



Fuente: Fundar con base en MECON y provincias.

Además de la reestructuración de la deuda nacional, las provincias también avanzaron con las propias. Y, si bien ese alivio financiero no fue proporcional al de la reestructuración nacional, ellas, en parte, contribuyeron a disminuir los vencimientos en moneda extranjera que enfrentaba el país en el corto plazo.

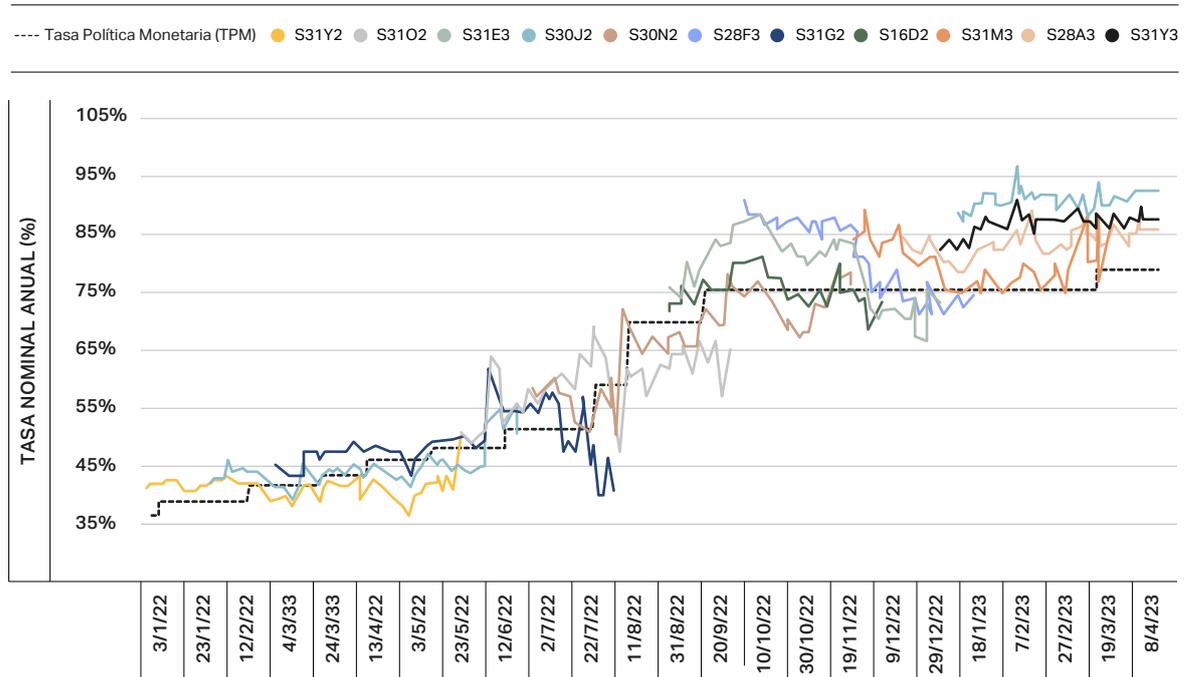
En paralelo a la reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera, se inició un proceso de recuperación del mercado de capitales en moneda local como una herramienta de financiamiento del Tesoro Nacional. A inicios de 2020, el mercado de deuda pública en pesos seguía afectado por el reperfilamiento realizado en agosto de 2019, con títulos que cotizaban en torno al 35% y 40% de paridad. Desde diciembre, se reanudaron las licitaciones de instrumentos en pesos. Ellas permitieron, durante los siguientes años, obtener financiamiento positivo del mercado local de capitales (Gráfico 18).

Gráfico 19



Dinámicas de generación y asignación de liquidez en el sistema financiero argentino en los últimos 20 años

Tasa de interés de letras del BCRA y del mercado secundario del Tesoro



Fuente: Fundar con base en BCRA y MAE.

Cuando el Tesoro tuvo una estrategia activa en el desarrollo del mercado de títulos públicos en moneda local, emergieron con claridad los desafíos representados por el diferencial de percepción de riesgo respecto a los títulos del BCRA. Pese a que ambos son títulos públicos en términos consolidados, a lo largo del período la tasa de los títulos del Tesoro se mantuvo por encima de la de los del BCRA en el mercado secundario (Gráfico 19). Ello dificultó la creación de un mercado profundo de títulos del Tesoro y aumentó su vulnerabilidad respecto a la necesidad de asistencias monetarias por parte del BCRA.

La regulación financiera se mantuvo durante todo el período. En abril de 2020, el BCRA dispuso una tasa de interés mínima para los depósitos a plazo de personas humanas ([comunicación A6980](#)). Esta normativa se fue extendiendo, con diferentes límites, a una proporción cada vez mayor de los depósitos a plazo en pesos del sector privado. Esta tasa de interés —fijada inicialmente en 70% de la correspondiente a las LELIQ— llegó, hacia fines de 2022, a ser equivalente a la de los títulos de la autoridad monetaria. En la práctica, significó una asociación directa entre las tasas de interés pasivas y la tasa de interés de política monetaria (Gráfico 15).

El dinamismo de las colocaciones a plazo —al crecer a tasas elevadas en términos reales (Gráfico 9)— explicó, en gran parte, el aumento del saldo (*stock*) de los depósitos mayorista y minorista en pesos del sector privado. Ello implicó un proceso donde el acceso a los instrumentos de esterilización fue progresivamente otorgado como contrapartida de la captación de depósitos privados; hasta que se estableció una equivalencia entre la cantidad de LELIQ de menor plazo y el promedio de saldos diarios de depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado no financiero ([comunicación A7432](#)). En la práctica, permitió que las entidades financieras capturaran la intermediación entre los títulos del BCRA y los depositantes a plazo.

Posteriormente, el BCRA extendió el pago de la tarjeta de crédito y redujo hasta 43% el techo de la tasa de interés para el financiamiento con este medio de pago ([comunicación A6964](#)). Estos límites al costo de financiamiento también impusieron restricciones sobre las condiciones de tasas en el

mercado de crédito. En un contexto donde los encajes eran elevados, la política del BCRA generó una estructura de incentivos liberándolos (franquicias de efectivo mínimo) como contrapartida de operaciones de crédito específicas. Este tipo de política de encajes tuvo consecuencias sobre la liquidez. A mayor requisito de efectivo mínimo, menor capacidad prestable potencial de las entidades financieras y, por ende, menor capacidad de expandir la liquidez secundaria. La liberación de la obligatoriedad de realizar depósitos en cuentas corrientes no remuneradas en el BCRA elevó la capacidad de multiplicar la liquidez disponible.

La lógica del método era establecer crédito a tasas menores a los segmentos no regulados, ampliando la colocación de préstamos. El BCRA utilizó este esquema de financiamiento en diferentes líneas de crédito para apoyar a distintos sectores en el marco de la pandemia. Las financiaciones a MiPyME para capital de trabajo y a prestadoras de servicios de salud explicaron la mayor parte del monto de crédito otorgado. Le siguieron las líneas de crédito a tasas subsidiadas para el pago de sueldos (por hasta el 120% del salario mínimo vital y móvil por trabajador) a empresas cuya facturación hubiera crecido, en términos interanuales, por debajo de la inflación. La progresiva liberación de encajes disminuyó el efectivo mínimo integrado en cuenta corriente (no remunerado) en el BCRA (Gráfico 16). Esto tuvo, a su vez, un impacto negativo en la base monetaria, sumado a una menor demanda de circulante por parte del público. La expansión de la hoja de balance de las entidades financieras no se reflejó en una expansión del crédito privado, a pesar de que la economía estaba en un sendero de recuperación (Gráfico 9).

En marzo de 2022, el Congreso aprobó el programa para refinanciar la deuda con el FMI; aunque una parte importante de la coalición de gobierno no brindó su apoyo en la votación ([Ley 27.668](#)). En ese mismo mes, se desató la guerra entre Rusia y Ucrania, generando un fuerte impacto sobre el marco macroeconómico y los planes del programa. Desde el punto de vista externo, los mayores costos de importación —derivados del aumento en los precios de la energía— modificaron la estacionalidad de la acumulación de reservas. Ambos eventos —junto con las dudas sobre la implementación del programa en un contexto de insuficiente apoyo político dentro de la coalición de gobierno— provocaron desvíos que desencadenaron una fuerte volatilidad en el mercado de títulos públicos hacia mediados de año. Si bien a inicios de año hubo una suba de la tasa de política monetaria (que alcanzó el 60% anual efectiva en junio), la crisis sobre el mercado de títulos domésticos modificó sustancialmente su determinación. Desde la implementación del programa se buscaba que las tasas se mantengan positivas en términos reales, no respecto a la tasa de inflación pasada, sino tomando como referencia la tasa de inflación objetivo del programa (bajo el supuesto de que las expectativas se determinarían en un contexto de apoyo político a su implementación).

No obstante, a fines de julio de 2022, —y considerando un esquema donde la tasa de interés real fue definida en relación con la inflación pasada— operó una fuerte suba de tasas de interés. De esta forma, la política monetaria pasó a replicar en las tasas de interés cualquier impacto inflacionario. Dado que las expectativas estaban desancladas, la tasa operó coordinando y validando nuevos niveles de nominalidad. En un contexto donde había problemas de asignación de la liquidez, la suba de tasas actuaba incrementando la liquidez disponible —dado el elevado tamaño del saldo (*stock*) de títulos de la autoridad monetaria—; en dirección opuesta a la forma en que habitualmente suele considerarse opera una suba de tasas. En este período se detecta un fuerte impacto de la pandemia sobre la liquidez —inicialmente encauzado a través del aumento de la demanda de dinero en el contexto de la pandemia y de una fuerte esterilización posterior—. La regulación financiera se extendió y generó una caída de la demanda de dinero por la liberación de los encajes, pero fue inefectiva para ampliar el financiamiento público y privado en un contexto de fuerte preferencia por los títulos del BCRA.

En resumen, la historia de la evolución de la asignación de la liquidez en Argentina —desde la creación de las LEBAC en 2002 hasta la actualidad— muestra el papel fundamental de los pasivos remunerados del BCRA que, conjugados con un marco de políticas específico, fueron un determinante clave en la imposibilidad de establecer un proceso de estabilización macroeconómica y profundización del desarrollo del sistema productivo nacional.

¿Cuánto tiempo llevaría y en qué condiciones sería posible reducir el *stock* de pasivos remunerados del BCRA?



¿Cuánto tiempo llevaría y en qué condiciones sería posible reducir el *stock* de pasivos remunerados del BCRA?

A continuación, se provee un marco de referencia para el análisis cuantitativo de la dinámica de los títulos del BCRA (detallado en Marco conceptual para el estudio de la dinámica de los pasivos remunerados). En primer lugar, se identifican las variables relevantes para entender la trayectoria de los pasivos remunerados. En función de ello, se simula el comportamiento del saldo (*stock*) de títulos en un escenario de referencia, considerando que una tendencia decreciente es una condición necesaria para sanear el sistema financiero nacional (y a efectos de lograr que el ahorro de la sociedad argentina se canalice en inversión productiva). Adicionalmente, se realiza un análisis de sensibilidad de diferentes parámetros en el escenario base para observar aquellos elementos que tienen una incidencia mayor en el proceso.

El marco de referencia define una ecuación para la dinámica de los pasivos remunerados del BCRA como porcentaje del PIB. Una particular característica de estos instrumentos es que son, al mismo tiempo, pasivos del BCRA y activos de las entidades financieras. De esta forma, tienen —como contrapartida— otro pasivo de las entidades, que son los depósitos del sector privado. Así, cualquier modificación en ellos implica, en última instancia, un cambio en el valor de los depósitos. Por esta razón, es fundamental incluirlos en el análisis de la hoja de balance del sistema financiero, de modo de internalizar las posibles interacciones. A medida que se reduce el saldo (*stock*) de pasivos remunerados, la hoja de balance de las entidades financieras también disminuye. En consecuencia, este sector debe realizar menores encajes; reduciendo, a su vez, la demanda de dinero. Esto hace que el impacto de las variables que determinan la dinámica de los pasivos remunerados del BCRA (que se detallan a continuación) esté, en ciertos casos, “amortiguado” por el efecto sobre la hoja de balance de las entidades financieras y, en última instancia, sobre los depósitos y los encajes.

Descontando este fenómeno, existen diferentes factores que contribuyen a la dinámica de los pasivos remunerados del BCRA. En primer lugar, el señoreaje que, como “fuente de ingresos” de la autoridad monetaria, reduce el saldo (*stock*) de títulos, y que se descompone en dos partes:

- **El aumento de la “demanda de dinero”.** Es decir, una creciente participación de la base monetaria sobre el PIB en un escenario de estabilización de la inflación. Ella puede descomponerse en dos factores: por un lado, un aumento de la demanda de circulante en poder del público; por otro, un incremento de los activos líquidos inmovilizados de las entidades financieras (reservas de efectivo mínimo o encajes). En este último caso, la mayor demanda de las entidades se descompone, a su vez, en dos nuevos factores: por un lado, la variación que ocurre por cambios de los requisitos de efectivo mínimo del BCRA (identificada a través del cambio en el multiplicador monetario); y, por otro, aquellas que ocurren por modificaciones en la demanda de crédito del resto de los sectores de la economía a las entidades financieras. En el caso de las modificaciones del volumen de encajes por decisiones regulatorias o prudenciales de las entidades o por el aumento de la demanda de circulante en poder del público, los encajes disminuyen el impacto final sobre el *stock* de pasivos remunerados, dado que —al reducir los depósitos— también afectan el volumen de encajes como porcentaje del producto. En el caso de las variaciones del crédito, el impacto en la disminución de los pasivos remunerados depende, por el contrario, positivamente del nivel de encajes. Mayores préstamos de las entidades financieras como porcentaje del producto requieren, al mismo tiempo, una expansión de la hoja de balance, lo que redundaría en mayores depósitos. Cuanto más elevado sea el encaje, mayor la cancelación de los pasivos remunerados requeridos para generar una expansión del crédito.

¿Cuánto tiempo llevaría y en qué condiciones sería posible reducir el stock de pasivos remunerados del BCRA?

- Los recursos que provienen de la disminución del valor real de los pasivos no remunerados, tanto por el crecimiento económico, como por la inflación (“impuesto inflacionario”).

En segundo lugar, la autoridad monetaria puede destinar sus recursos a un conjunto de “usos” que dificultan la disminución de los pasivos remunerados. Entre ellos:

- **El efecto “bola de nieve”:** se relaciona con la diferencia entre la tasa de interés real de los instrumentos y la tasa de crecimiento del producto; es decir, los recursos que debe destinar el BCRA al repago de sus títulos.
- **La compra de reservas internacionales:** demanda recursos de señoreaje por tener, como contrapartida, la emisión de algún pasivo.
- **Las transferencias al Tesoro:** también precisa la emisión de pasivos por parte del BCRA.

Por último, se analizan las operaciones de canje de títulos del BCRA por instrumentos de deuda del Tesoro.

Este marco de referencia puede guiar el análisis de las políticas a implementar. La ecuación parte de una restricción de presupuesto estilizada, tanto para el BCRA, como para las entidades financieras. Esto se considera más adecuado que un marco de equilibrio general para aislar los principales desafíos de política. Sin embargo, debe reconocerse que ciertas variables incluidas en las simulaciones pueden tener relaciones entre sí (por ejemplo, el crecimiento y la política fiscal, las tasas de interés reales y el esquema cambiario). Ello será discutido al final de esta sección.

Dinámicas bajo el escenario base

El ejercicio planteado a continuación busca observar órdenes de magnitud relevantes para pensar una estrategia de disminución de los pasivos remunerados del BCRA. El marco de referencia se construye sobre la base de supuestos “factibles” (calibrados en función de los niveles observados) y, al mismo tiempo, “conservadores” sobre la evolución de las variables que determinan la dinámica de los pasivos del BCRA (detallados en Parámetros para la estimación del escenario base); e incluyen:

- Un aumento de la demanda de dinero, originada en la recuperación del circulante en poder del público, mayor demanda de préstamos (crecimiento de los mismos al doble que el de la economía real) y mayor requerimiento de efectivo mínimo de las entidades (disminución del multiplicador monetario).
- Un proceso de desinflación gradual, que implica bajar la tasa de inflación anual a un dígito en un plazo de nueve años.
- Un proceso sostenido de acumulación de reservas internacionales, que demora el uso del señoreaje destinado a la reducción de pasivos remunerados, pero que fundamenta la posibilidad de establecer un sendero progresivo de desinflación.
- Una ausencia de asistencias al Tesoro por parte del BCRA.
- Un crecimiento económico moderado, equivalente a la tasa de interés real de los títulos del BCRA (positiva).

La dinámica de los pasivos del BCRA no puede analizarse de forma independiente de la dinámica macroeconómica, en general, y de la dinámica fiscal, en particular. Sin embargo, el escenario base parte de un supuesto simplificador: asume que, durante el proceso de consolidación fiscal y a partir

¿Cuánto tiempo llevaría y en qué condiciones sería posible reducir el stock de pasivos remunerados del BCRA?

del inicio de la simulación, no habrá financiamiento monetario del BCRA al Tesoro. De esta manera la totalidad del señoreaje —producto de la dinámica inflacionaria y de la evolución de la demanda de dinero— será “apropiado” por el BCRA, quien podrá destinarlo a distintos usos. Al mismo tiempo, el escenario base asume que *vsi* el Tesoro, eventualmente, convergiera a una situación de superávit fiscal-financiero— ese superávit no sería utilizado para amortizar pasivos del Banco Central. De este modo, el escenario base se enfoca, de forma exclusiva, en la restricción de presupuesto del propio BCRA, a efectos de definir la ecuación que gobierna la dinámica de los pasivos remunerados de la institución.

Bajo el escenario base y considerando una estrategia múltiple, reducir a la mitad los pasivos de la autoridad monetaria llevaría al menos 4 años, es decir, una gestión de gobierno completa.

Tal como se observa en el Gráfico 20, bajo el escenario base y considerando una estrategia múltiple, reducir a la mitad los pasivos de la autoridad monetaria llevaría al menos 4 años, es decir, una gestión de gobierno completa. Una conclusión que el análisis arroja es que, en una transición voluntaria —que implique cambios progresivos sin medidas compulsivas— reducir, de forma significativa, el saldo (*stock*) de los pasivos del BCRA de la economía requiere tiempo. Esto motiva el análisis de escenarios alternativos que permitan identificar configuraciones donde la normalización de la hoja de balance del BCRA sea más rápida, así como otras situaciones donde esa normalización no es posible. En última instancia, estos ejercicios permiten definir, con cierta nitidez, las disyuntivas a las que se enfrentarán las autoridades económicas para hacerle frente a esta dimensión en el contexto de un programa para estabilizar y desarrollar la economía argentina.

Evolución de los pasivos remunerados del BCRA en el escenario base (porcentaje del PIB)

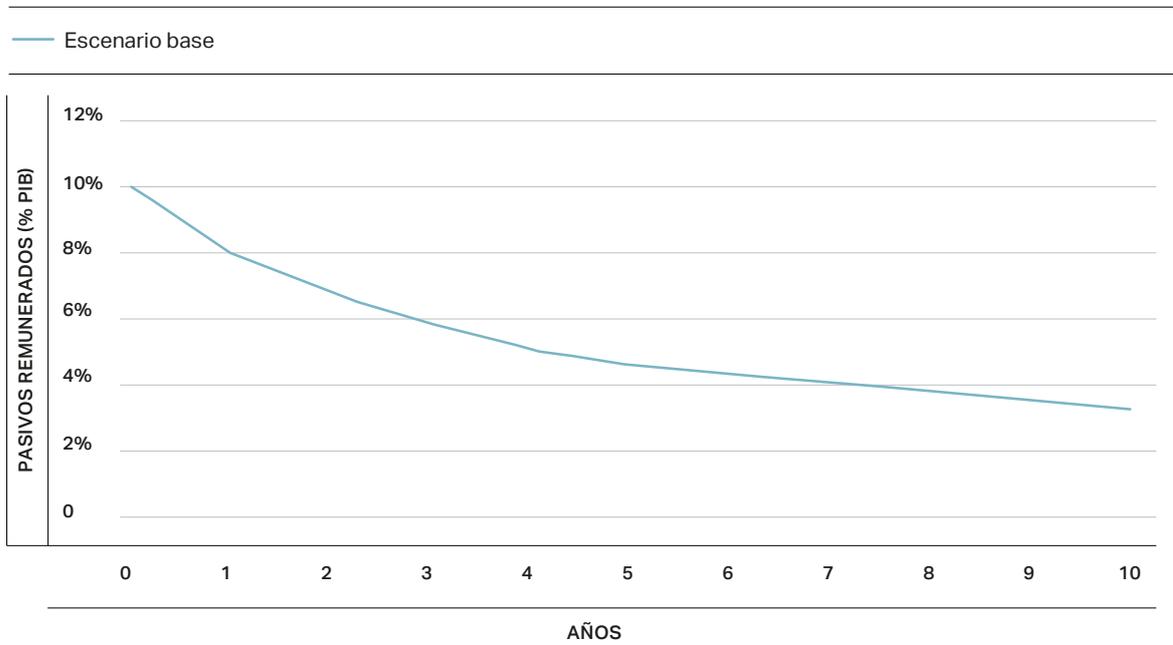


Gráfico 20

Fuente: Fundar con base en el modelo detallado en Marco conceptual para el estudio de la dinámica de los pasivos remunerados.

¿Cuánto tiempo llevaría y en qué condiciones sería posible reducir el stock de pasivos remunerados del BCRA?

Análisis de sensibilidad

Con el fin de observar los principales determinantes de la dinámica de pasivos del BCRA, se realiza —bajo el escenario base— un conjunto de simulaciones modificando alguno de los parámetros del escenario. Los principales resultados se presentan a continuación:

- **Un mayor (menor) nivel de inflación aumenta (disminuye) sensiblemente la velocidad a la que se reducen los pasivos remunerados.**

Como es sabido, la inflación —un mal para el funcionamiento del sistema económico— disminuye el valor real de los pasivos no remunerados del BCRA (señoreaje). Este efecto se observa, a continuación, en el Gráfico 21, donde un mayor ritmo de “desinflación” respecto al escenario base (20% más rápido) incrementa, en 5 años, el objetivo de reducir a la mitad el nivel actual de pasivos remunerados del BCRA. Además (como se verá a continuación) una mayor demanda de activos locales —producto de una baja en la inflación— implica que el menor señoreaje, producto del menor impuesto inflacionario, se compensa con mayor demanda de dinero. El margen de ganancia para el BCRA —producto de un eventual aumento de la demanda de dinero— tiene límites estrechos, porque el cambio en la composición de demanda de activos —traducido en señoreaje— conlleva una mayor demanda de circulante (de muy difícil realización) o de los depósitos inmovilizados de las entidades financieras en el BCRA (más factible, pero debe tenerse en cuenta que, con un bajo nivel de señoreaje, puede cubrirse un gran volumen de aumento en la demanda de crédito).

Por otra parte, un aumento de la inflación —dada una tasa de interés nominal fija para los instrumentos de deuda pública— implica una caída en el valor real de la deuda. Este efecto, altamente relevante para el análisis general de la sostenibilidad de la deuda pública, debe considerarse contemplando la particularidad de que los pasivos remunerados del BCRA (objeto de este análisis) tienen un plazo de madurez de tan solo 28 días, lo que afecta su relativa relevancia.

Evolución de los pasivos remunerados del BCRA considerando modificaciones en la tasa de inflación (porcentaje del PIB)

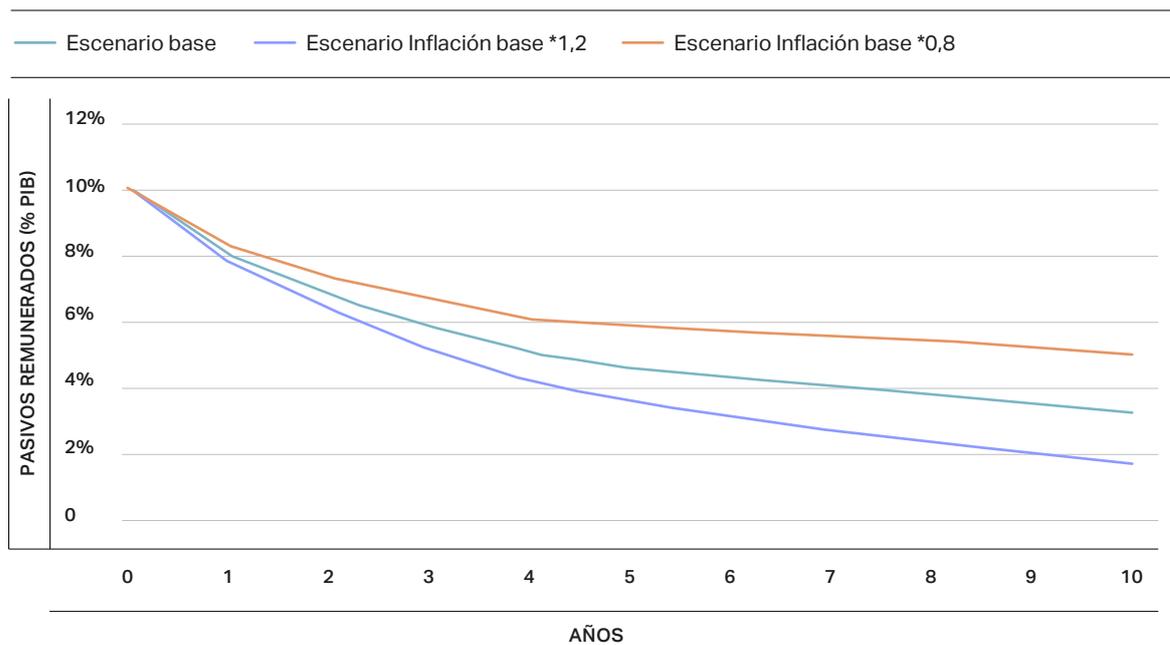


Gráfico 21

Fuente: Fundar con base en el modelo detallado en Marco conceptual para el estudio de la dinámica de los pasivos remunerados.

¿Cuánto tiempo llevaría y en qué condiciones sería posible reducir el stock de pasivos remunerados del BCRA?

- **Un mayor (menor) crecimiento de los préstamos acelera (disminuye) débilmente la velocidad a la que se reducen los pasivos remunerados.**

Este es un fenómeno importante, ya que representa los límites en una transición para el aumento del dinero de alto poder de liquidez. El hecho de que el efecto del crecimiento de los préstamos sobre la velocidad de la reducción de los pasivos remunerados tenga un menor impacto se da porque una pequeña cancelación de los pasivos remunerados del BCRA les permite a las entidades generar un importante volumen de préstamos, como resultado del efecto multiplicador. El impacto mayor se observa a partir del cuarto año. Es decir, aun cuando los cambios en la demanda de activos locales sean importantes, este efecto tiene una menor magnitud y sus resultados se observan luego de un largo período de tiempo.

Un efecto similar se detecta en el caso del multiplicador monetario (por ejemplo, una política que exija mayores requisitos de efectivo mínimo). Aquí también, la estrategia de mayores requerimientos de efectivo mínimo debe considerarse como un fenómeno de menor magnitud. El incremento del circulante en poder del público tendría un impacto directo en el saldo (*stock*) de pasivos remunerados, pero —dadas las tendencias actuales a menor uso de efectivo en forma de billetes— es un fenómeno que difícilmente resulte significativo, aun cuando se reduzcan los niveles de inflación.

Evolución de los pasivos remunerados del BCRA considerando modificaciones en el crecimiento real del crédito (porcentaje del PIB)

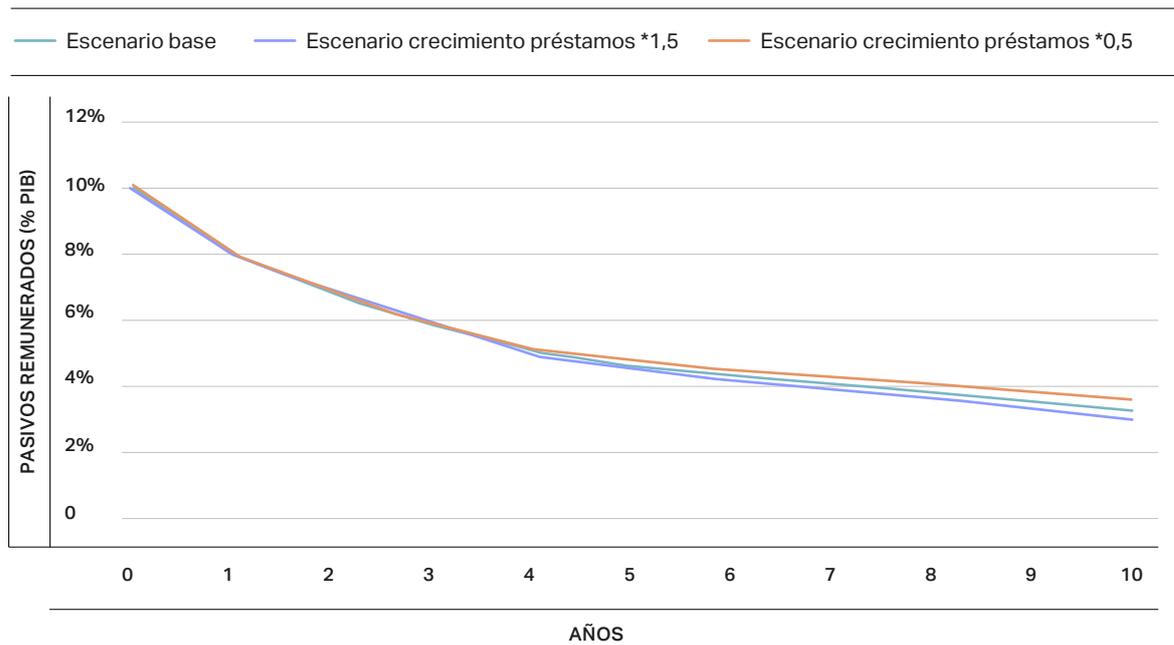


Gráfico 22

Fuente: Fundar con base en el modelo detallado en Marco conceptual para el estudio de la dinámica de los pasivos remunerados.

- **Desde el punto de vista del uso del señoreaje, un proceso más (menos) intensivo de acumulación de reservas disminuye (aumenta) fuertemente la velocidad a la que se reducen los pasivos remunerados, con un significativo efecto que puede incluso, revertir la caída.**

Aquí se evidencia con claridad la relevancia de los “usos” del señoreaje, por lo que otros objetivos de política (como acumular reservas rápidamente) implican que la reducción de pasivos remunerados se demore en el tiempo.

¿Cuánto tiempo llevaría y en qué condiciones sería posible reducir el stock de pasivos remunerados del BCRA?

Evolución de los pasivos remunerados del BCRA considerando modificaciones en el ritmo de acumulación de reservas internacionales (porcentaje del PIB)

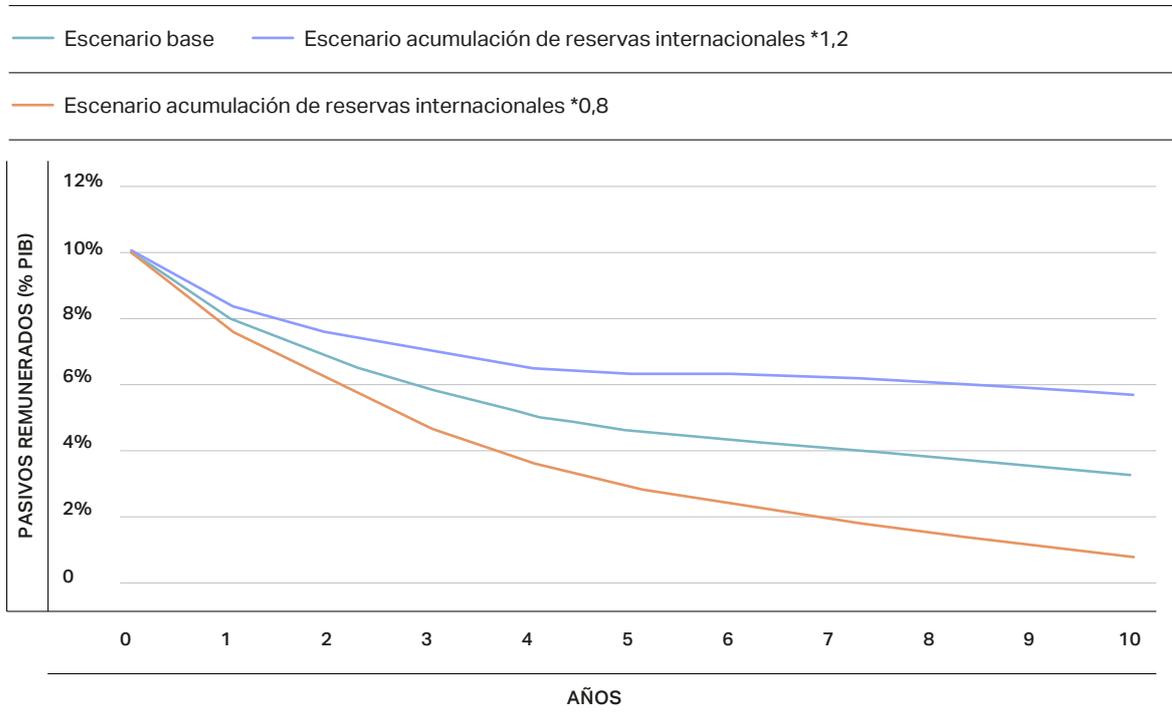


Gráfico 23

Fuente: Fundar con base en el modelo detallado en Marco conceptual para el estudio de la dinámica de los pasivos remunerados.

- **Un mayor (menor) diferencial entre la tasa de interés real y el crecimiento de la economía disminuye (aumenta) fuertemente la velocidad a la que se reducen los pasivos remunerados.**

La lógica de este efecto es simple: la tasa de interés refleja la velocidad a la que crece el numerador (los pasivos remunerados) y el crecimiento del producto, la velocidad a la que crece el denominador (PIB). Aquí se observa, en particular, que la dinámica de los pasivos (cuando la diferencia en la tasa de interés real respecto del crecimiento económico sea significativa) puede llegar incluso, a dejar de reducirse.

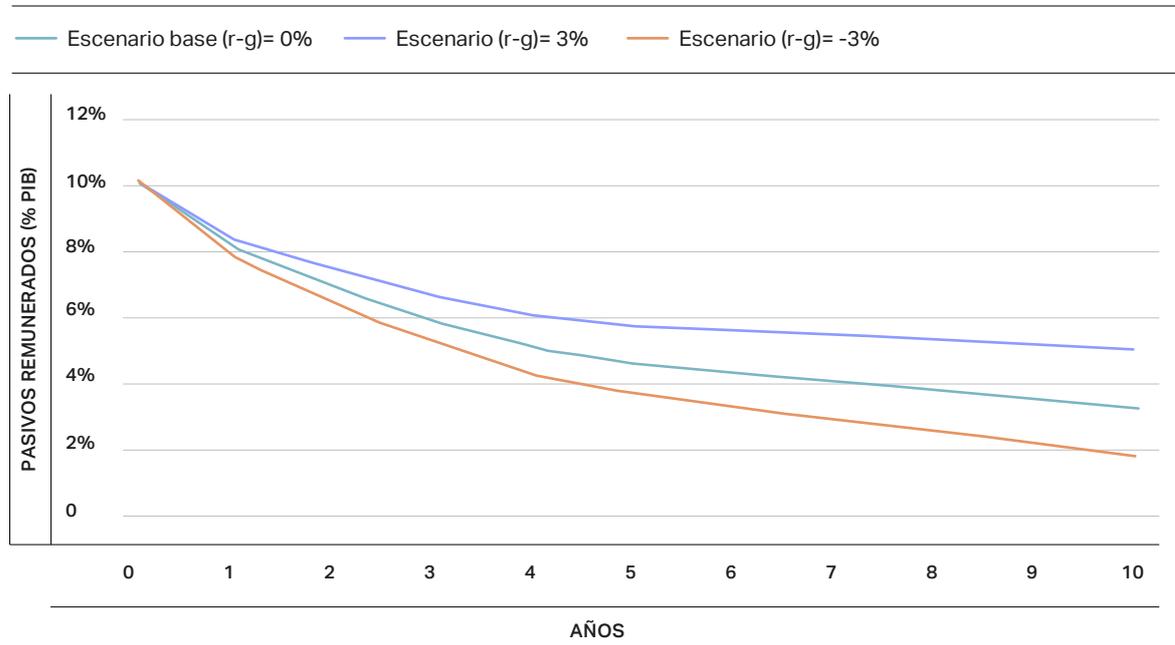
Aquí es importante notar la relación entre la acumulación de reservas, la tasa de interés real y la regulación del mercado de cambios, que (dado el objeto de análisis) no se profundiza, pero es importante mencionar. La capacidad de mantener, al mismo tiempo, acumulación de reservas junto con tasas de interés reales cercanas a la tasa de crecimiento de la economía son condicionales para la regulación de los movimientos financieros. Como ejemplo, una cuenta financiera abierta implicaría la necesidad de mantener mayores tasas de interés para evitar la salida de capitales; que no ocurriría con una regulación de flujos más estricta.

Gráfico 24



Evolución de los pasivos remunerados del BCRA considerando modificaciones en el diferencial de la tasa de interés real respecto al crecimiento (porcentaje del PIB)

Gráfico 24



Fuente: Fundar con base en el modelo detallado en Marco conceptual para el estudio de la dinámica de los pasivos remunerados.

- **Un mayor (menor) canje voluntario de títulos del BCRA por títulos del Tesoro aumenta (disminuye) la velocidad a la que se reducen los pasivos remunerados (Gráfico 25).**

Sobre este tipo de operaciones, cabe advertir tres cuestiones. La primera, si esta operación se realizara de manera compulsiva (ejemplo, Plan BONEX), generaría un fuerte impacto sobre la hoja de balance de las entidades, el acceso de los depositantes a su liquidez y, por lo tanto, sobre la reputación del sistema financiero. En segundo lugar, la forma en que fueron modeladas implica que el BCRA dispone de estos títulos en su balance. Es decir, que no exige realizar, a cambio, una operación monetaria (por ejemplo, podría sustituir otro tipo de títulos públicos —de los que ya dispone la autoridad monetaria, como letras intransferibles— o capitalizarlos por parte del Tesoro). En tercer lugar, y como corolario de lo anterior, el cambio de composición de la deuda en el sector público implica una mayor presión al programa financiero y a la sostenibilidad de la deuda del Tesoro, ya que —en un contexto de ausencia de asistencia monetaria— los intereses de la mayor deuda pública resultante deben provenir de los recursos del Tesoro.



Evolución de los pasivos remunerados del BCRA considerando modificaciones en la sustitución de títulos del Tesoro (porcentaje del PIB)

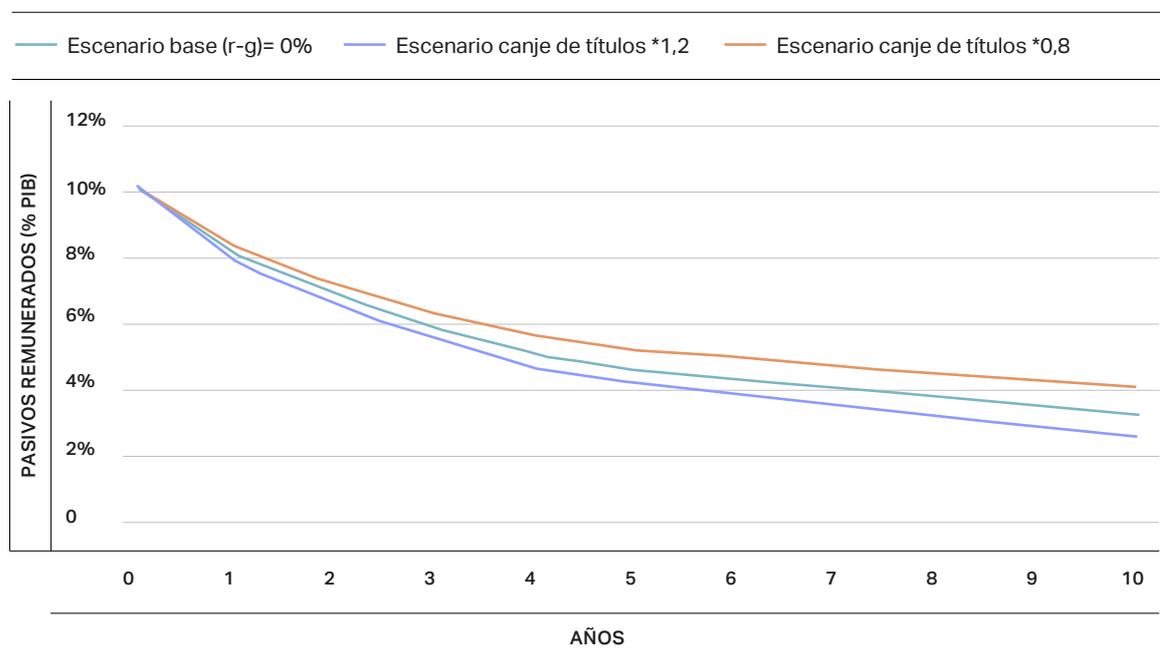


Gráfico 25

Fuente: Fundar con base en el modelo detallado en Marco conceptual para el estudio de la dinámica de los pasivos remunerados.

Recomendaciones de política para ordenar la generación y asignación de liquidez

La historia de las políticas macroeconómicas y las condiciones externas dieron forma a una dinámica de la asignación de liquidez que, no sólo perjudica la capacidad de desarrollo del país, sino que amplifica la inestabilidad macroeconómica. En este apartado, se buscará (a partir del análisis de los patrones históricos de nuestro país detallados en la segunda sección y de las simulaciones realizadas en la tercera sección identificar elementos para el diseño de una agenda de políticas públicas que enfrente este desafío.

Las siguientes recomendaciones deben encuadrarse en un marco de políticas macroeconómicas de carácter integral, que favorezcan y que refuercen las condiciones de estabilidad. En este sentido, ellas deben abordarse como un "bloque" que forma parte de un esquema de políticas más amplio.

1) Diseñar e implementar una política de transición

A lo largo del documento se planteó que el esquema en que opera la asignación de liquidez genera resultados que no son los más eficientes para la sociedad en su conjunto. La acumulación de activos externos líquidos por parte del sector privado, por ejemplo, opera como cobertura de riesgo para los agentes de manera individual y –dada la menor inversión en el país y los costos directos por el señoreaje pagado al exterior– tiene severas consecuencias en el agregado. Situaciones similares ocurren en la asignación del crédito al sector público y privado. En efecto, las percepciones que redundan en estos comportamientos no se modifican de un día para el otro. Bajo estas condiciones, la política

económica opera bajo lo que Lipsey y Lancaster (1956) definieron como el “teorema del segundo mejor”. Es decir, si la economía está en una situación no necesariamente óptima, medidas parciales (que solo eliminan algunas de las restricciones que generan dichos desvíos) pueden resultar en una disminución neta del bienestar social.

Aquí, la forma de abordar el problema se vuelve fundamental. En un contexto donde los agentes “no coordinan” para fortalecer las condiciones de un programa macroeconómico, la eliminación de ciertas restricciones (por ejemplo, sobre la cuenta financiera) —que, en condiciones de coordinación, se verían como elementos que hacen más robusta la asignación de la liquidez— puede llevar a amplificar la volatilidad macroeconómica. Así, el resultado de las políticas o la necesidad de revertirlas puede hacer que la sociedad tenga peores resultados que los prevalecientes antes de dichas reformas.

El diseño de la política económica requiere de estas reformas para mejorar la asignación de recursos. No se trata de mantener el *statu quo* como una situación permanente bajo la amenaza de que “podría ser peor”, sino más bien de balancear la prudencia en el diseño de políticas reconociendo los problemas de coordinación, pero manteniendo la audacia en la definición de los objetivos a alcanzar. Si bien no es posible conocer todas las interacciones, al menos puede exigirse que las políticas mantengan consistencia, intentando obtener integralidad y una secuencia que permita “continuas calibraciones” mientras se robustece la coordinación del sistema.

El diseño de una política de transición se convierte en un proceso que se robustecerá cuando quienes participan y son objeto de esas políticas le asignen una mayor posibilidad de éxito.

Así presentado, puede reconocerse fácilmente que el diseño de una política de transición se convierte en un proceso que se robustecerá cuando quienes participan y son objeto de esas políticas le asignen una mayor posibilidad de éxito. Es decir, las percepciones sobre la forma en que se diseñan e implementan las políticas inciden en la coordinación y facilitan o dificultan su aplicación. Si las personas “adelantan” que la política económica operará de manera oportunista —utilizando sus instrumentos para obtener ganancias a corto plazo y que no se corresponden con los objetivos planteados—, tomarán decisiones para cubrirse de posibles pérdidas. De esta forma, la credibilidad afecta a la política macroeconómica en diversas dimensiones, pero con mayor énfasis en cuanto a los mercados financieros, donde las expectativas sobre el futuro son un elemento central en la determinación del precio de los distintos activos financieros.

En suma, la credibilidad permite a la política económica manejarse de manera flexible ante diferentes eventualidades, influyendo en las expectativas de las personas. En contextos de poca confianza en las instituciones públicas y en el compromiso de quienes las ejecutan —con objetivos que vayan más allá del corto plazo y que están marcados por períodos electorales—, se generan “sesgos” en el comportamiento (como los comentados a lo largo de este trabajo). Frente a estos escenarios¹⁶, la literatura ha discutido la posibilidad de “obtener credibilidad” mediante normas que fijen límites al comportamiento de quienes “hacen” política. Estas reglas imponen magnitudes cuantitativas a cumplir en diferentes variables, sea en el contexto fiscal (resultado fiscal, gasto primario, endeudamiento, entre otros) o monetario (variación de los agregados monetarios, tasa de interés o el financiamiento monetario del Tesoro). Sin embargo, el establecimiento de reglas tampoco está exento de dificultades. Entre otras, se encuentran:

¹⁶ Ver, por ejemplo, Persson y Tabellini (1990).

- **Credibilidad.** Las ventajas obtenidas de las reglas son claras para quienes deben formular expectativas, si ellas resultan en límites precisos. En nuestro país, donde fueron establecidas y modificadas o desconocidas en diferentes ocasiones (incluyendo ocasiones en que simplemente era económicamente imposible cumplirlas), es dudoso que un mero marco legal resuelva los problemas de coordinación.
- **Incertidumbre.** En un mundo cambiante, donde los *shocks* emergen con mayor frecuencia y magnitud, el valor de una regla disminuye. Por ejemplo, en el marco de la pandemia de COVID-19, muchas de estas reglas fiscales se suspendieron o, de haber, se utilizaron “cláusulas de escape”¹⁷. Además, casi todas las reglas deben calcularse con base en el desempeño de las variables “en condiciones normales”. En una economía que opera en condiciones de elevada volatilidad, calcular estas reglas puede ser difícil. Una regla rígida y con errores de cálculo puede llevar a situaciones peores que su ausencia, tanto en el desempeño —mientras se implementa— como en condiciones donde ella resulta social y políticamente inaceptable y debe abandonarse.

Se enfrenta así un “dilema” la necesidad de manejar la política económica con grados de autonomía. Por otro, la flexibilidad para adaptarse a las circunstancias y la imposibilidad de hacerlo cuando el sistema coordina expectativas que afectan el desempeño de la economía en su conjunto.

Una visión del problema recomienda dotar a ciertos espacios decisorios de la política económica una “autonomía propia”, independiente del poder político y dirigida con “criterios tecnocráticos”: esta solución representa quitarle a la sociedad la posibilidad de que las instituciones económicas sean gobernadas por personas elegidas para su representación.

Una segunda línea —difundida en la literatura como “solución”— a este conflicto es la de dotar a ciertos espacios decisorios de la política económica una “autonomía propia”, independiente del poder político y dirigida con “criterios tecnocráticos”. Su reputación, supuestamente, provendría del hecho de que, en la percepción de quienes formulan expectativas, los perfiles técnicos no serían “permeables a la injerencia de la política”. Por ese motivo, internalizarían mejor los efectos a mediano y largo plazo de las medidas de política económica. Esta visión asume que la solución al problema de inconsistencia temporal (que puede haber en el ejercicio de política económica por parte de quienes en sociedades democráticas son elegidos por el pueblo) es quitarle a la sociedad la posibilidad de que las instituciones económicas sean gobernadas por personas elegidas para su representación. De este modo, decisiones que tienen consecuencias distributivas (tanto intra como intergeneracionales) quedarían en manos de perfiles técnicos con un grado de independencia superlativo frente a su propia sociedad. Además del problema de configuración política de estas propuestas, también tienen otros:

- **Problemas de captura regulatoria.** Este fenómeno se produce cuando quien diseña la política económica privilegia la situación de una industria o grupo por sobre el bienestar general. Esta óptica —donde el interés particular está por encima del interés general— es un fenómeno bien estudiado y que puede afectar a las instituciones cuando se descentralizan y quedan por fuera de los controles del poder político. Por ejemplo, la autoridad monetaria podría tener mayor preocupación por las pérdidas de las entidades financieras, que por el desempeño de la actividad económica; o, de igual forma, quienes deben revisar el cumplimiento de reglas fiscales podrían querer imponerlas aun cuando sea evidente que sus supuestos no se mantienen vigentes. Adicionalmente, las instituciones pueden quedar sujetas a criterios políticos propios de quienes las dirigen.

¹⁷ Consultar, por ejemplo, Centrángolo, Moran y Calligaro (2022).

- **Problemas de coordinación.** La descentralización es una respuesta que otorga resultados óptimos solamente cuando se dispone de un instrumento por objetivo y los instrumentos son independientes unos de otros. Pero sabemos que la política macroeconómica requiere de un enfoque integral, en condiciones donde los diferentes instrumentos se afectan entre sí. En este sentido, la descentralización y la autarquía, o autonomía decisoria, conllevan problemas de coordinación.

Es claro que en esta discusión no se obtienen respuestas “lineales y simples” para la administración de los dilemas. Si bien es deseable la flexibilidad y el manejo anticíclico de la política económica, se requiere una reputación que se construya a lo largo del tiempo.

2) Ordenar la macroeconomía para reconstruir la confianza en la moneda nacional

En condiciones como las descritas a lo largo de esta publicación, la baja profundidad del mercado local de capitales y el uso extendido del financiamiento monetario en períodos no necesariamente excepcionales debilitaron la demanda de dinero de una economía que no pudo vencer el difundido uso de la moneda extranjera como reserva de valor (bimonetarismo). En otros momentos, la indiscriminada apertura a los movimientos de capitales y el financiamiento público y privado a través del endeudamiento externo generaron un volumen de deuda que tensionó la sostenibilidad, tanto interna como externa. El consistente manejo de las condiciones internas de la demanda y oferta agregada, que incluyen la administración del balance fiscal, pero también las condiciones sobre las que el país se vincula financieramente con el resto del mundo, son elementos clave para reforzar la demanda de dinero, acompañando las medidas sobre la asignación de la liquidez. Entre ellas, cabe destacar la necesidad de establecer:

- **Un sendero de ordenamiento fiscal en un marco de crecimiento, que reduzca la dependencia del financiamiento monetario y de los capitales externos de corto plazo.** Un Estado con limitada capacidad de financiamiento tiene poca capacidad de realizar políticas contracíclicas. Además, realizar fuertes ajustes fiscales en condiciones donde la economía se contrae desestabiliza la actividad de los sectores de la economía que dependen principalmente de la demanda interna; y lógicamente mina las bases de cualquier proceso de desarrollo económico y de apoyo social para cualquier proceso de estabilización. Balancear ambas condiciones es una tarea necesaria. Para el problema aquí abordado, el recurrente uso del financiamiento monetario en condiciones en las que la confianza en la moneda ya es baja debilita aún más la demanda de dinero y genera condiciones donde la liquidez fluye presionando el tipo de cambio y generando expectativas de devaluación que permean en el proceso de formación de precios. De igual forma, el financiamiento en moneda extranjera con títulos públicos emitidos bajo ley extranjera ha producido dificultades, tanto de descalce de monedas, como de su refinanciamiento y litigiosidad. Ello redundó en presiones sobre el balance externo que afectaron la demanda de dinero.
- **Un esquema cambiario que contribuya a una menor volatilidad macroeconómica y que permita acumulación de reservas internacionales.** Si bien esto es un tópico que debe ampliarse porque solo se trató tangencialmente¹⁸, los esquemas cambiarios influyeron en amplificar o reducir la volatilidad macroeconómica y, por ende, modifican la percepción de riesgo sobre el retorno de los activos financieros locales. Existen varios puntos a trabajar sobre este asunto, pero uno de los fundamentales es que el Banco Central solo puede acumular activos externos mediante el señoreaje o a través de la emisión de títulos propios. Así, se hace difícil usar el señoreaje solamente para repagar los títulos del BCRA, aun cuando aumente la demanda de dinero. Ello no evita que dichos pasivos puedan sustituirse por títulos del Tesoro (como se mencionó previamente).

¹⁸ De la Vega, Libman y Zack (2023) profundizan este aspecto, mostrando las limitaciones del régimen cambiario actual, los riesgos de una unificación abrupta y las ventajas y desventajas de dos alternativas de transición hacia la unificación.

Por otra parte, cuando el BCRA acumula reservas, es deseable que la economía transite un sendero de regulaciones menos estrictas de las transacciones en divisas, con foco en una mayor movilidad de los flujos de capitales asociados a la actividad real y al desaliento (vía regulaciones) de los movimientos de capital —que buscan oportunidades de *carry-trade* y que generan una fuerte inestabilidad cambiaria—. Una limitante en la velocidad para avanzar hacia ese objetivo es que la liquidez, propia de los pasivos remunerados o del mayor volumen de títulos públicos, puede generar inestabilidad financiera. De esta forma, las decisiones sobre la velocidad de normalización de las regulaciones de la cuenta financiera inciden sobre la velocidad en la que debe abordarse el problema de asignación de liquidez, influido, a su vez, por la velocidad a la que se avance en resolver los desequilibrios fiscales. En el diseño planteado a continuación, se parte de la necesidad de avanzar progresivamente.

Por último, ambos desafíos tienen interconexiones. Por ejemplo, es claro que el déficit fiscal es el resultado de las decisiones de gastos e ingresos públicos, pero también la propia estructura de los impuestos y del tipo de gastos impacta sobre la estructura productiva. Una reorientación del gasto público hacia el gasto de capital y de educación, ciencia y tecnología (en detrimento del gasto en subsidios de servicios) puede potenciar la capacidad de generar bienes transables y, por ese camino, fortalecer la política de acumulación de reservas. La producción de bienes y servicios exportables o que sustituyen importaciones —como la energía— y el resultado de la balanza de pagos —que define el tipo de cambio— son, al mismo tiempo, insumos fundamentales para sostener el endeudamiento público, permitiendo además, una mayor capacidad de financiamiento. En esta dirección, reducir la volatilidad cambiaria es un camino necesario para mejorar la capacidad de financiamiento del sector público. Ambos caminos deben ser considerados de manera integral, y no como compartimentos estancos.

3) Reemplazar la esterilización a través de títulos del BCRA por títulos del Tesoro

El desarrollo de un mercado local de capitales es un elemento central, tanto para establecer condiciones que posibiliten el financiamiento en moneda local de proyectos a mediano y largo plazo, como para evitar los riesgos asociados al descalce de monedas y a la reversión de los flujos de capitales —que históricamente contribuyeron a una elevada volatilidad macroeconómica en Argentina—.

Los instrumentos de esterilización del BCRA tuvieron un rol preponderante en el proceso de asignación de la liquidez durante las últimas dos décadas. La experiencia muestra que ha existido una fuerte preferencia por estos títulos, en detrimento de los del Tesoro; y, en ciertas ocasiones, también por sobre el crédito privado. Los pasivos remunerados por el BCRA fueron considerados como el activo menos riesgoso del sistema. La literatura sobre la materia considera que esta preferencia puede generar externalidades negativas en el desarrollo de los mercados financieros, ya que desplaza la asignación de la liquidez, contrae el crédito al sector privado, y afecta el adecuado desarrollo del mercado de capitales.

Como argumenta Nyawata (2007), los títulos del Tesoro son la mejor opción para esterilizar, porque así se protegería a los bancos centrales de posibles pérdidas financieras asociadas con la emisión de valores propios (y el respectivo pago de intereses asociado) y se evitarían posibles amenazas a la autonomía del Banco Central en la conducción de la política monetaria. Las ventajas también provienen de la posibilidad de alcanzar una “visión integrada de las finanzas del sector público” (coordinación entre política fiscal, monetaria y de financiamiento) y un mejor desarrollo de mercados financieros (“*money markets*”) en plazos, condiciones y ventajas, propias de las características inherentes de los valores gubernamentales. Así podrán generarse externalidades positivas para otros instrumentos financieros y para el resto de la economía, de una manera que no puede replicarse fácilmente por otros instrumentos.

Las políticas públicas deben orientarse y enfocarse en, progresivamente, retirar los instrumentos remunerados del Banco Central: este objetivo es fundamental en un esquema integral de política macroeconómica que busque la estabilización.

Los efectos negativos de la esterilización con títulos del Banco Central no son únicos de nuestro país. La mejor forma de intervención a mediano plazo es a través de operaciones de mercado abierto con títulos emitidos por el sector público no financiero. En última instancia, la deuda del Banco Central es asimilable a la deuda pública y su manejo es parte de la discusión, más amplia, sobre la profundización y estabilidad del mercado de deuda. De esta manera, es clave coordinar para el diseño de una estrategia que fortalezca la capacidad de financiamiento del sector público y el manejo de la política monetaria. En este sentido, las políticas públicas deben orientarse y enfocarse en, progresivamente, retirar los instrumentos remunerados del Banco Central. Este objetivo es fundamental en un esquema integral de política macroeconómica que busque la estabilización.

Para conseguirlo, hay que sostener un proceso que tiene por delante diferentes desafíos, y cuya resistencia sugiere una transición gradual:

- **El incremento de la deuda del Tesoro en manos del sector privado, aunque no el endeudamiento del sector público consolidado.** En todo caso, es importante que se realice una correcta comunicación de este hecho al avanzar en esta política, dado que puede generar percepciones encontradas que argumenten en contra de la medida.
- **El pago de intereses queda a cargo del Tesoro.** Dado que, como se discutirá a continuación, en la transición debe haber una tasa mayor para los pasivos del Tesoro respecto a los del BCRA, es necesario manejar esta situación sin aumentar el costo financiero del sector público consolidado. Esto implicaría que la necesaria respuesta sea mantener una tasa más baja, en términos reales, de los pasivos del Banco Central, induciendo un movimiento hacia los instrumentos del Tesoro, que debe ser acompañado por un ordenamiento macroeconómico y de la estructura bancaria.
- **Las entidades financieras no consideran a este tipo de pasivos de manera equivalente.** Las autoridades de las entidades financieras suelen diferenciar, en la exposición al sector público, la deuda del Banco Central respecto a la del Tesoro. Si bien los límites regulatorios pueden modificarse, la resistencia de las entidades dificultará la sustitución de pasivos. Como puede observarse, el objetivo de la política debe enfocarse en la dirección de la progresiva sustitución de los pasivos del BCRA. Sin embargo, la tarea requiere un proceso gradual, que evite reversiones e inestabilidad y que modifique, progresivamente, las resistencias —dado que no es posible realizarlo de manera inmediata—.

Teniendo en cuenta todas estas consideraciones, ciertas características intrínsecas de los títulos del BCRA son relevantes para el diseño de política y deben ser utilizadas de manera tal que alienten a los distintos participantes del mercado financiero hacia una “transición voluntaria”. En particular, se destacan las acciones de:

- **Evitar la emisión de pasivos remunerados del BCRA al público en general durante la transición.** La alternativa de volver a tener instrumentos del BCRA cotizando en simultáneo con los títulos públicos —como ocurrió en momentos previos a la transición desde las LEBAC hacia las LELIQ en 2018— tiene efectos negativos sobre el desarrollo del sistema financiero. Una medida así permite que los títulos de la autoridad monetaria ganen centralidad en el mercado financiero, yendo en dirección opuesta a la deseada.

- **Ser audaz al definir la estructura de tasas de interés.** Mantener un volumen de esterilización en plazos muy cortos genera inestabilidad, pero es difícil que los agentes de la economía se muevan de esa posición si la remuneración a corto plazo es atractiva. Esto implicaría que las decisiones de tasas de interés en la transición deben considerar una “penalidad en la remuneración del corto plazo” y “beneficios a los que apuestan al mediano y largo plazo”. En otras palabras, se trata de formular una curva de tasas de interés que tenga una pendiente positiva y permita “estirar” los plazos en las decisiones de asignación de la liquidez. Esta definición debe ser consistente con el esquema de regulaciones macroprudenciales y con el manejo de los flujos de capitales. De esa manera, el diferencial de intereses entre los activos locales y los externos —ponderados por riesgo— fomentarán la demanda de activos en moneda local, haciéndolo sostenible en el tiempo y disminuyendo la exposición a shocks externos.
- **Establecer un conjunto de beneficios a quienes asignen la liquidez a través de títulos del Tesoro.** Como se ha comentado, la diferencial percepción de riesgo hace que los títulos del Tesoro se penalicen frente a los del BCRA. Para dar pie a la migración de los títulos, la tasa de interés de los instrumentos del BCRA debe dejar de tener un rol de principal referencia, que sí deben ocupar los títulos del Tesoro. Esto tiene implicancias sobre la estructura de tasas —donde los títulos del BCRA pueden, inclusive, tener tasas reales cercanas a cero o negativas durante la transición, contribuyendo además a la reducción de su saldo (*stock*)—, pero también en la estructura de incentivos para que las entidades financieras coloquen su liquidez en activos que contribuyan, tanto a la estabilización macroeconómica, como al desarrollo productivo. En este caso, durante la transición, puede considerarse ampliar a esquemas donde las entidades integren sus requisitos de efectivo mínimo mediante títulos públicos, considerando distintos tipos de beneficios en función de diferentes estructuras de plazos.

4) Diseñar e implementar la política monetaria sin condicionamientos provenientes del modelo de organización del sistema financiero

La experiencia reciente muestra que los problemas de asignación de liquidez y las tensiones por la demanda de divisas llevaron a que el BCRA ampliara sucesivamente las regulaciones sobre precios y cantidades en el mercado financiero.

Con una elevada movilidad de capitales, los títulos del Banco Central fueron un activo altamente demandado para el *carry trade* durante 2016 y 2017. Para contener la crisis de 2018, la suba de encajes desde 2018 a 2019 —y su correlato en acceso a títulos del BCRA— permitió que la esterilización se realizara dentro de las entidades financieras. Así se evitó que se haga al público en general (como había ocurrido hasta la fecha) y acotó la volatilidad de los movimientos de flujos de capitales. A continuación, la emisión extraordinaria en el marco de la pandemia generó excedentes de liquidez. Ellos presionaron las tasas de interés a la baja, en condiciones donde el BCRA sólo operaba sus títulos con las entidades financieras. La necesidad de establecer una tasa pasiva, que evite que individuos y empresas se dolarizaran, propició la determinación de un piso de tasas para los plazos fijos.

El margen de intermediación y las ganancias de las entidades financieras fueron, progresivamente, determinados por la adaptación a las normas y regulaciones del BCRA, más que por la política comercial de las entidades.

Como resultado, el margen de intermediación y las ganancias de las entidades financieras fueron, progresivamente, determinados por la adaptación a las normas y regulaciones del BCRA, más que por la política comercial de las entidades. Las regulaciones de piso mínimo de tasas de interés, en condiciones donde la demanda de crédito estaba debilitada, llevaron a que las entidades financieras

sean intermediarias de los depositantes frente al Banco Central. La percepción de bajo riesgo de los títulos remunerados del BCRA —frente al esfuerzo por colocar préstamos al sector privado, percibidos como más riesgosos— desplazó el crédito productivo. En este marco, las relaciones de “principal-agente” (o de regulador y regulado) condicionaron la política monetaria, tanto en términos de tasas de interés, como en la determinación de los encajes. En ambos casos, su definición estaba sujeta al hecho de que, al modificar ambas variables, los márgenes de intermediación de las entidades se alteraban, generando cambios en sus ganancias.

La definición de las tasas de interés a nivel macroeconómico no debe quedar condicionada a mantener niveles de rentabilidad mínimos a entidades menos eficientes.

En resumen, la definición de las tasas de interés a nivel macroeconómico no debe quedar condicionada a mantener niveles de rentabilidad mínimos a entidades menos eficientes. El Banco Central debe realizar un análisis de la estructura bancaria. De ahí deben resultar recomendaciones para evitar las distorsiones y promover la competencia, eficiencia e intermediación en este mercado; ello, de un modo consistente con el modelo económico acorde a lo indicado en la primera prioridad, antes descripta. Siempre que se transite de un modelo que propone una política monetaria y financiera de tasas muy elevadas a otro donde las tasas se “normalizan”, es de esperarse un análisis que determine si resulta necesario apoyar, desde la política económica, una reconfiguración del sistema bancario consistente con el nuevo esquema de políticas.

Al mismo tiempo, es necesario avanzar suavizando, progresivamente, las regulaciones sobre precios y cantidades en el mercado financiero. Así podrán retornar los incentivos del sistema hacia el fortalecimiento del mercado de títulos públicos y a la intermediación con el sector privado. La necesidad de movilizar ahorro hacia la inversión productiva a través de los préstamos contribuye a fortalecer el crecimiento (lo que, a su vez, impacta en el efecto “bola de nieve”) y, al mismo tiempo, permite sustituir los títulos del BCRA dentro de la hoja de balance de las entidades financieras (aunque, como se vio en las simulaciones, este impacto sea acotado).

El rol de prestamista de última instancia —que caracteriza al Banco Central— no consta de asegurar la existencia de cada una de las instituciones financieras, sino de garantizar al depositante que los compromisos del sistema se atenderán en las condiciones establecidas por la autoridad monetaria.

El rol de prestamista de última instancia —que caracteriza al Banco Central— no consta de asegurar la existencia de cada una de las instituciones financieras, sino de garantizar al depositante que los compromisos del sistema se atenderán en las condiciones establecidas por la autoridad monetaria. Confundir ambos roles lleva a suponer que las decisiones del Banco Central deben internalizar la rentabilidad de las entidades, cuando ellas son el resultado de las elecciones de cada entidad a partir de las regulaciones y condiciones del mercado.

5) Evitar medidas que impongan costos reputacionales a largo plazo sobre el mercado local de capitales



Durante las últimas décadas, el sistema financiero nacional registró, al menos, dos eventos de gran magnitud, donde la asignación de liquidez se reestructuró mediante alguna forma de inconvertibilidad de los depósitos a través de políticas compulsivas. Si bien las condiciones extremas de estas

medidas (hiperinflación —en el caso del plan BONEX— y crisis de balanza de pagos junto con una corrida bancaria —en el caso del corralito y el corralón—) hicieron que las soluciones, también extremas, se perciban como superadoras frente a progresivas transiciones, ellas tuvieron efectos negativos para el desarrollo económico a mediano y largo plazo. Estos efectos —que suelen quedar fuera de consideración en un contexto de crisis donde el horizonte de planeamiento se reduce— deben sopesarse en profundidad, principalmente, por dos motivos. En primer lugar, porque estas medidas poseen efectos reputacionales. Es decir, afectan la confianza del sistema financiero y su posibilidad de canalizar ahorro manteniendo su valor en el tiempo. Así la memoria colectiva y la confianza sobre el sistema financiero (y sobre la moneda nacional) se ven severamente afectadas; y esa afectación es duradera, ya que permanece dentro de las memorias de la generación que la sufre, e incluso se transmite “intergeneracionalmente”. En segundo lugar, porque estas medidas limitan la capacidad de financiamiento local de diferentes agentes de la economía, particularmente del sector público, en su propia moneda. La historia muestra que, para el país, fue costoso carecer de un mercado de capitales líquido y profundo (resultado que influenció también en tipo de decisiones, entre otros factores).

En definitiva, los daños a largo plazo de medidas de este tipo hacen que ellas se posicionen como recursos de última instancia, a los que no debería recurrirse. La situación económica actual, aún con sus enormes desafíos, hace que sus costos sean superiores a sus posibles beneficios.

Conclusiones

La configuración del sistema financiero nacional, por un conjunto de factores que se acumularon en circunstancias de la historia reciente (descriptas a lo largo de esta publicación), actualmente no cumple la función de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva. Ante la falta de opciones de instrumentos confiables en moneda local para el público, una alta fracción del ahorro se convierte en activos externos (principalmente denominados en dólares estadounidenses). Ello implica que el país transfiere a la Reserva Federal un “impuesto inflacionario” de significativas magnitudes.

En cuanto al ahorro —que sí se canaliza a activos en la moneda del país—, hoy en día los bancos terminan actuando como intermediarios entre depositantes y el BCRA. Así esta institución termina absorbiendo buena parte de la liquidez —vía LELIQ y pases—, en lugar de destinarlo a inversiones que aumenten la capacidad productiva del país, o inclusive a títulos públicos que permitan financiar una transición hacia una situación de cuentas públicas ordenadas. Este esquema de políticas, y consecuente resultado, también es, en parte, consecuencia del temor a que la liquidez en pesos fluya hacia demanda por divisas, afectando la estabilidad cambiaria. El problema es que las propias medidas “defensivas” frente a esos temores (dadas en situaciones, usualmente denominadas, de emergencia) convierten a la emergencia en una situación permanente.

Frente a este escenario, esta publicación propone una serie de recomendaciones de políticas para mejorar la canalización del ahorro nacional hacia la inversión productiva, diferenciadas en dos bloques. Por un lado, el macroeconómico. Él incluye al conjunto de políticas fiscales, financieras, cambiarias y monetarias que, además de apoyo político, requiere de audacia para redefinir una estructura de tasas de interés que penalice el cortoplacismo y la canalización hacia títulos del BCRA. Así podría romperse un esquema de incentivos que, endógenamente, profundiza la falta de acción en la búsqueda de clientes para la intermediación del ahorro en la inversión (sumado a la falta de demanda de crédito que, naturalmente, se da en situaciones de percibida alta inestabilidad). Por otro lado, el microeconómico o de organización de la industria bancaria. Este bloque requiere desestimar, desde la política de tasas de interés, la persecución de un objetivo de garantizar rentabilidad de las entidades más ineficientes, a efectos de evitar quiebras.

Conclusiones

La efectiva implementación de una configuración macro-financiera superior a la actual es condición necesaria para recuperar el valor de la moneda nacional y para desarrollar un mercado de capitales que potencie las capacidades productivas, por un lado, y que genere un proceso virtuoso de estabilización y crecimiento económico con mejora de las condiciones sociales, por otro. Por todo ello, esta implementación es una obligación política ineludible con consecuencias en lo inmediato y, sobre todo, en las generaciones futuras.

Anexos



Anexo 1

Marco conceptual

Instrumentos financieros en una economía moderna

En toda economía moderna coexisten distintos tipos de agentes (individuos, familias, empresas, sector financiero, sector público no financiero). Sus ingresos pueden, o superar a sus gastos, o ser inferiores a ellos. Por definición, si la diferencia entre ingresos y gastos es positiva, el agente está incrementando sus tenencias de activos financieros y, por lo tanto, está financiando a otros agentes. En cambio, si esta diferencia es negativa, el agente está reduciendo su tenencia de activos financieros. Ello equivale a obtener financiamiento de terceros. En otras palabras, para todo agente, siempre es cierto que:

Ingresos – gastos = excedente financiero = variación del saldo (*stock*) de activos financieros

Los instrumentos financieros son un componente esencial del desarrollo de una economía moderna. Ellos permiten: suavizar el consumo privado frente a eventos transitorios que afectan sus ingresos; financiar políticas fiscales contracíclicas, que reducen la volatilidad de la economía; financiar inversiones privadas; y, en el caso de las públicas, distribuir sus costos entre las distintas generaciones que serán beneficiarias de los retornos de dicha inversión. A grandes rasgos, el financiamiento adelanta gastos y, por ende, adelanta bienestar; es así como, desde la política pública, el endeudamiento también puede usarse con fines electorales.

En condiciones ideales, el conjunto de instrumentos financieros que posee una economía —que emergen como contrapartida del ahorro— deberían hacer fluir el financiamiento hacia aquellos proyectos que presentan mayor valor social. Así podrán lograr un impacto positivo en la generación de empleo y potenciar las posibilidades de crecimiento y desarrollo. Como el perfil de quienes ahorran es diferente de quienes se endeudan, unir estas dos partes requiere de instituciones que sean eficientes al momento, no sólo de evaluar y supervisar el procedimiento, sino también de administrar los riesgos que implican los diferentes plazos y tipos de instrumentos que se disponen a quienes ofrecen y demandan los fondos. El objetivo de la intermediación financiera debería ser el de recolectar información para reducir los costos de transacción que dificultan las posibles transacciones entre ahorristas y prestatarios, mitigando los riesgos posibles para todas las partes que participan del proceso.

En este anexo se hará énfasis en un punto específico —considerado relevante para entender cómo funciona la intermediación financiera en Argentina y la forma en que el BCRA intervino en las últimas dos décadas— a través de la emisión de títulos propios y otras regulaciones, sobre la asignación del crédito y del mercado de títulos públicos. Es relevante en este sentido analizar cómo, en una economía moderna, el banco central interviene en la creación de dinero y en la generación de activos financieros.

Dinero, servicio de liquidez y señoreaje

El dinero es el activo financiero líquido por excelencia. En condiciones normales, sirve para realizar transacciones de manera instantánea a los precios vigentes. La liquidez del dinero le otorga un atributo particular: puede cambiarse casi sin costo e inmediatamente por cualquier cosa, porque cualquier oferente está dispuesto a entregar su producción a cambio de dinero. El dinero —si bien es un activo que no rinde interés— es demandado, porque brinda un “servicio de liquidez”.

Anexo 1

Al ser aceptado como medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor, individuos y empresas demandan dinero, que es ofrecido bajo la forma de emisión de moneda por parte de la autoridad monetaria. El “beneficio” que obtiene la autoridad monetaria por emitir dinero, cuya capacidad de compra es mayor que su costo de emisión, se lo conoce como “señoreaje”. Es decir:

Señoreaje = variación de la base monetaria (billetes y monedas en circulación)

Para comprender la forma en que los bancos centrales obtienen recursos (es decir, se hacen de bienes y servicios a cambio de dinero) a través del señoreaje, es preciso considerar la demanda de dinero. Cuando el banco central emite dinero –es decir, ejerce señoreaje– pueden ocurrir una de las siguientes situaciones:

Que los individuos deseen incrementar sus tenencias, es decir, que aumente la “demanda real de dinero”. Esto puede ocurrir, por ejemplo, por un crecimiento de la economía, donde aumenta el volumen de transacciones y, por ende, genera la necesidad de mayores “servicios de liquidez”.

Que los individuos deseen mantener los mismos “saldos reales de dinero”, o hasta incluso disminuirlos, en cuyo caso se desharán del “excedente”, adquiriendo bienes y servicios, activos financieros o moneda extranjera. En determinadas circunstancias, esto puede incrementar los precios generales de la economía, lo que da lugar al impuesto inflacionario, es decir, a la pérdida del poder adquisitivo de las tenencias de dinero.

Asignación de liquidez y coordinación macroeconómica

El manejo de la liquidez y su asignación es central en el diseño de la política económica y posee “interconexiones” con diferentes elementos que la conforman. Desde el punto de vista teórico, la política macroeconómica suele descomponerse en diferentes “bloques”, según el tipo de institución que se encargue de su diseño e implementación, sus objetivos, y los instrumentos sobre los que opera. Entre estos “bloques de política”, los más conocidos son la política monetaria y la política fiscal.

Las decisiones de manejo de liquidez inciden y, al mismo tiempo, son afectadas por la posición de la política fiscal. Su financiamiento afecta la asignación de la liquidez y, por ende, las tasas de interés, que repercuten sobre el mercado de crédito y la demanda agregada. Por ejemplo, las necesidades de financiamiento de la política fiscal pueden cubrirse a través del financiamiento monetario, afectando la autonomía del Banco Central para definir los niveles de liquidez. En cambio, si hubiera superávit fiscal, el sector público retiraría pesos de circulación, lo que significa que el Tesoro realizaría una “operación de esterilización”.

Si bien ha ocupado menor magnitud en la literatura, la política de financiamiento es otro componente esencial de la política macroeconómica que influye en la asignación de la liquidez. Asegurar que las necesidades de financiamiento del gobierno, y sus obligaciones de pago, se cumplan al menor costo posible a mediano y largo plazo —en consistencia con un plan prudente de manejo de riesgos— son objetivos centrales de esta política. En general, ellos se cumplen a través de “metas intermedias” sobre el nivel, denominación y composición en términos de monedas, y sobre la estructura temporal del saldo (*stock*) de deuda. Su principal instrumento es la emisión de nueva deuda, la recompra de deuda y ofertas de canje de instrumentos existentes. En este caso, las decisiones de política de tasas de la autoridad monetaria o la emisión de títulos propios del Banco Central afectan de manera directa la capacidad de la política de financiamiento y, a la inversa, las decisiones de la política de financiamiento sobre la composición, plazo, tasa y otras condiciones del endeudamiento público afectan a las decisiones de la política monetaria.

Otro bloque de políticas tiene que ver con las decisiones sobre el “régimen cambiario” que afectan la capacidad del Banco Central de incidir sobre la liquidez. Por ejemplo, en un régimen de tipo de

Anexo 1

cambio fijo el Banco Central se compromete a comprar o vender moneda extranjera a una relación determinada. En tal caso, la liquidez estará fuertemente influenciada por el saldo comercial y los flujos de capitales, restringiendo las decisiones sobre el volumen de liquidez¹.

Saliendo de los casos extremos —donde el Banco Central define el tipo de cambio— las intervenciones cambiarias (compra y venta de divisas por parte de la autoridad monetaria) alteran e inciden en la liquidez del sistema. De igual forma, las decisiones sobre la movilidad de capitales (entendida como el grado de facilidad para transformar activos locales en activos en moneda extranjera) influyen sobre los flujos y, a través de ellos, sobre la capacidad del Banco Central de regular la liquidez sin alterar las dinámicas del mercado cambiario.

Cuando se lo considera de forma integral, la política fiscal, monetaria, cambiaria y de financiamiento “dialogan en el proceso de creación y asignación de la liquidez”, con objetivos diferentes y al menos un espacio para el manejo de instrumentos propios, que, a su vez, afectan la consecución de los objetivos de los restantes agentes. Si estas políticas se encuentran “descentralizadas y no coordinadas” no hay forma de alcanzar resultados eficientes (Tinbergen, 1952). Este tipo de discusiones se reflejaron en la literatura² con énfasis en la necesidad de “consistencia” entre las políticas.

Liquidez, tasas de interés y políticas contracíclicas

Los objetivos de la política monetaria están relacionados con preservar el valor de la moneda (generar condiciones de baja inflación), alcanzar los máximos niveles de producción y empleo y mantener las condiciones de estabilidad financiera. Los bancos centrales, encargados de su diseño y ejecución, definen para ello diferentes “metas intermedias”: de inflación, agregados monetarios, tasas de interés y/o tipo de cambio. La forma preponderante en la que ellas se llevan adelante es a través de la “intermediación de activos y pasivos financieros”. La adecuada regulación y asignación de la liquidez es, de esta manera, el instrumento primordial de la autoridad monetaria. Aquí se entiende por “adecuada” el hecho de que la expansión del dinero, y de otros activos financieros, sea “compatible con los objetivos de política”.

Cuando la liquidez es excesiva o insuficiente, los agentes procuran desprenderse de dicho exceso u obtener el faltante, principalmente mediante la compra-venta de activos en moneda doméstica o extranjera. En menor medida, de bienes y servicios. Consecuentemente, el exceso o deficiencia de liquidez se transmite a los precios y/o al nivel de actividad económica.

Si la liquidez es excesiva, desprenderse de dicho excedente suele traducirse en una mayor demanda de activos financieros. A fin de cuentas, el exceso de liquidez implica tenencias de efectivo que no son necesarias para realizar transacciones y que están disponibles para obtener un retorno a cambio. El efecto más directo es incrementar el precio de los activos financieros, lo que reduce las tasas de interés.

En definitiva, el manejo de la liquidez busca establecer un nivel donde ella “acompañe el crecimiento económico”, generando condiciones para el financiamiento de actividades productivas, pero también definiendo el precio de los activos que promueva “condiciones de estabilidad financiera”. La eficacia de la política monetaria tiene relación directa con la profundidad de los mercados financieros. En una economía donde el dinero cumple adecuadamente sus funciones, el crédito en moneda doméstica tiene un mayor grado de desarrollo y existe mayor cantidad de activos financieros, por lo que las decisiones de la autoridad monetaria tienen mayor incidencia sobre la demanda agregada y, además, el Banco Central dispone de herramientas para realizar “políticas contracíclicas”. En economías

1 De la discusión previa es posible observar que, si bien una parte de la “emisión primaria” queda sujeta a los mercados de cambios, la liquidez en su conjunto puede manejarse parcialmente, por ejemplo, a través de los requisitos de efectivo mínimo o (dependiendo de los movimientos de tasas de interés y de la sensibilidad de los mercados externos a la misma) a través de operaciones de esterilización.

2 Ver, por ejemplo, Togo (2007) y Pessoa y Williams (2013).

Anexo 1

donde la confianza en la moneda es débil y los mercados financieros son poco profundos, esta capacidad se debilita —o incluso, desaparece—.

Las entidades financieras cumplen un rol fundamental en la generación de instrumentos líquidos. Así, los instrumentos que dispone el Banco Central para el manejo de la liquidez no se agotan en la emisión o cancelación de dinero.

Expansión secundaria de liquidez e instrumentos del Banco Central

El “grado de liquidez” es la facilidad de convertir bienes, servicios o instrumentos financieros en dinero, que es el activo más líquido de todos y con el que pueden adquirirse bienes, servicios y otros activos financieros. Cuando un individuo o empresa deposita “dinero físico” en una entidad financiera, recibe a cambio un “certificado de depósito”. Las entidades financieras utilizan una parte de ese depósito para realizar préstamos a otros individuos (que requieren liquidez para realizar sus proyectos de consumo o inversión). Al hacerlo, generan un “nuevo depósito”, que se utilizará por el deudor para realizar transacciones; pero que, al mismo tiempo, generará la posibilidad de realizar nuevos préstamos. Este proceso se conoce como “multiplicador monetario o generación secundaria de liquidez” y hace que el sector financiero participe en la generación de los instrumentos financieros líquidos de la economía³. Dependiendo de su grado de disponibilidad, los instrumentos generados por las entidades financieras tienen mayor liquidez (depósitos en cuenta corriente o cajas de ahorro) o menor liquidez (plazo fijo).

La diferencia entre cada uno de los pasivos del sistema financiero es relevante. Aquellos con elevado grado de liquidez (como las cuentas a la vista y los depósitos en caja de ahorro) tienen propiedades similares al dinero físico y, a su vez, pueden mantener un rendimiento nominal, generalmente, casi nulo. Esto significa que las entidades financieras perciben una “diferencia” con características similares al señoreaje del Banco Central al emitir pasivos que no rinden interés.

Es interesante notar las características particulares de las entidades financieras respecto de otros participantes del mercado financiero, como las sociedades de bolsa, fondos comunes de inversión u otras. Este tipo de agentes intermedia activos financieros contra liquidez, pero —a diferencia de las entidades financieras— tiene prohibido realizar operaciones de préstamo. Ello evita que sean parte de un proceso de expansión de activos líquidos, al menos no de la manera en la que lo hace el sistema financiero. En otras palabras, estos agentes no participan de una manera directa de la generación secundaria de liquidez.

Si las entidades financieras pudieran realizar este proceso prestando la totalidad del dinero recibido, expandiría la liquidez al infinito. Dado que las entidades financieras reciben pedidos de sus depositantes para retirarlos y convertirlos en dinero en efectivo, en cada una de las etapas lo que se presta es menor a los depósitos, manteniendo una proporción de efectivo para hacer frente a los retiros. Esta proporción —conocida como “reservas de efectivo mínimo”— puede ser regulada por el Banco Central. Si bien históricamente la regulación del efectivo mínimo estuvo relacionada con “motivos prudenciales” —esto es, la prevención de problemas de solvencia y liquidez de las entidades financieras— la posibilidad de utilizar este instrumento para la regulación de la liquidez es una “herramienta disponible” para los bancos centrales⁴. En este sentido, cuanto mayor es el requisito de efectivo mínimo, menor es la capacidad prestable potencial de las entidades financieras; reduciendo la capacidad de expandir la liquidez secundaria.

La regulación de efectivo mínimo altera el “margen” que las entidades financieras cobran por el servicio de intermediación. Esto se conoce, generalmente, como “*spread* bancario” y es la diferencia entre

³ Para una discusión sobre este proceso consultar a McLeay, Radia y Thomas (2014).

⁴ Una discusión sobre los usos de la misma puede encontrarse en Gray (2011).

Anexo 1

las tasas de depósitos (o “tasas pasivas”) y las que se cobran por los préstamos (o “tasa activa”). El motivo es simple: si en cada operación debe inmovilizarse una proporción mayor de dinero, entonces las entidades no tendrán la capacidad de obtener un interés a partir de su préstamo. Esto implica que la tasa de los depósitos también se verá afectada a la baja. Esta distintiva característica de la política de efectivo mínimo puede usarse para complementar la política de tasas de interés.

Así como existe un uso “macro-prudencial” del efectivo mínimo, también puede utilizarse con fines de regulación más amplia de liquidez a largo plazo. Por ejemplo, cuando las entidades disponen de depósitos, pero el Banco Central desea que ellos no se transformen en nuevos préstamos, una alternativa puede ser incrementar los encajes o requisitos de efectivo mínimo. Dado que los encajes afectan el margen de intermediación (mayores encajes exigirían un *spread* más elevado), el encarecimiento del crédito puede generar condiciones donde las entidades no encuentren demanda de crédito. En tal caso, las entidades pueden tomar depósitos e incurrir en pérdidas, bajar la tasa de interés que pagan por esos depósitos, o “rechazarlos”. Si el Banco Central no desea que bajen las tasas o que se rechacen depósitos, puede remunerar estos encajes. Cuanto más amplio este tipo de mecanismo, mayores los incentivos de la autoridad monetaria a establecer regulaciones directas, ya no sobre la liquidez, sino directamente sobre las tasas de mercado.

En condiciones normales, los requisitos de efectivo mínimo son suficientes para que las entidades respondan frente al retiro de liquidez de sus depositantes. Pero, en ocasiones críticas —por ejemplo, durante una corrida bancaria donde los depositantes retiran su liquidez de manera abrupta y en “manada”—, el Banco Central puede actuar como “prestamista de última instancia”, ofreciendo liquidez a las entidades financieras para que hagan frente a sus obligaciones y eviten así el riesgo sobre el sistema. Este tipo de operaciones se conoce como “operaciones de redescuento”⁵.

Dado que las operaciones de depósitos y préstamos que se realizan en un mismo día no necesariamente están vinculadas, las entidades financieras pueden presentar “desbalances positivos o negativos de liquidez”. En otras palabras, en las operaciones diarias una entidad financiera puede recibir depósitos que superen la necesidad de integración de efectivo mínimo y los préstamos realizados, por lo que dispone de liquidez excedente. O, a la inversa, puede tener faltante de liquidez. A lo largo de la historia, estos desbalances crearon un mercado propio entre entidades, donde aquellas con superávits ofrecen su liquidez a aquellas que, transitoriamente, las necesitan. En un comienzo, estos mercados operaban entre contrapartes sin garantía (lo que suele denominarse la “tasa *call*” en Argentina) o con garantías, a través de “operaciones de pases o repos” (por el nombre en inglés “*repurchase agreement*”). Por su propia característica, es un mercado de muy corto plazo, pero que marca una referencia del costo de “quedarse corto” en liquidez para las entidades financieras. Si la tasa de este mercado es muy elevada, la política crediticia de las entidades respecto de los préstamos es más prudente; mientras, si la tasa es muy baja, en general las entidades serán más “agresivas” en su política de préstamos. Las entidades usan la tasa de este mercado como una referencia sobre la que remuneran sus pasivos y cobran sus activos. Los bancos centrales intervienen en este mercado ejecutando sus propias operaciones de pases, ofreciendo o demandando liquidez. Cuando el Banco Central “absorbe liquidez” realiza un “pase pasivo”, mientras que —cuando “ofrece liquidez”— realiza un “pase activo”.

En general, los bancos centrales no regulan las cantidades; su objetivo es establecer tasas de interés que sirvan de referencia para la operatoria de las entidades financieras. De esta forma, el “canal de pases” sirve de referencia, porque ninguna entidad financiera buscará un préstamo a un día por encima de la tasa de pases activos (en tal caso, prefiere realizar la operación con el Banco Central), ni colocará excedentes de liquidez por debajo de la tasa de pases pasivos (nuevamente, en tal caso, le convendrá ofrecer esta liquidez al Banco Central)⁶.

⁵ Esta publicación no se focaliza en el análisis de la “ventanilla de redescuentos”. Para una discusión sobre ella consultar el trabajo de Ennis (2016).

⁶ Un abordaje conceptual más profundo de este mecanismo se encuentra en Ennis y Keister (2008).

Anexo 1

Otra forma de administrar la liquidez es que el Banco Central compre o venda un título a las entidades financieras, a través de su emisión o de la cesión de un título del Tesoro que posea en su cartera de activos. En general, estas operaciones buscan regular la liquidez a un plazo mayor que las operaciones sobre el mercado interbancario⁷. Al colocar sus excedentes de liquidez de esta forma, las entidades financieras reciben, por ejemplo, un título del Tesoro o de la autoridad monetaria que rinde interés —en lugar de tener dichos fondos disponibles para prestarlos al público o empresas—. Esta última forma de reducir la creación secundaria de liquidez se conoce como “esterilización”. Cuando ella se realiza no sólo con las entidades financieras, sino en mercados donde también puede participar el sector privado no financiero, se la conoce como “operaciones de mercado abierto”.

Instrumentos de intervención del Banco Central sobre el volumen de liquidez de las entidades financieras

Tabla 1

Tipo	Descripción	Objetivo
Efectivo mínimo	Regulación de dinero inmovilizado que deben mantener las entidades financieras	Estabilidad financiera. Regulación de la expansión secundaria de la liquidez
Redescuentos	Asistencia a entidades financieras con problemas de liquidez	Prestamista de última instancia
Pases	Definición de tasas de interés de referencia para inyección o absorción de liquidez de corto plazo	Guía de tasas de referencia de corto plazo para el sistema financiero
Operación de mercado abierto o esterilización	Emisión o compra de un título propio o del Tesoro a las entidades financieras	Manejo de liquidez y guía de tasas de referencia a mediano plazo

Fuente: Fundar.

Desde un punto de vista teórico, la tasa de interés de mercado y la que resulta del manejo de la liquidez del Banco Central tienen una relación de equivalencia a diferentes tipos de instrumentos y plazos por el “principio de arbitraje”. La sustituibilidad entre diferentes activos de la economía es un elemento fundamental para considerar cómo las decisiones sobre las operaciones de mercado abierto pueden afectar la política de financiamiento del sector público en su conjunto⁸. En el caso particular de Argentina, la diferencia entre los pasivos del Tesoro y los del BCRA fue el argumento inicial para realizar operaciones de esterilización usando títulos emitidos por el BCRA⁹. Sin embargo, tal como se mostrará a lo largo de la publicación, ello tuvo consecuencias sobre la asignación de liquidez y el desarrollo del mercado local de capitales, y, finalmente, también sobre los propios objetivos de la política monetaria.

Políticas de asignación de liquidez y márgenes de intermediación

Como se detalló previamente, los bancos centrales no operan directamente sobre el mercado de crédito, sino que “intercambian instrumentos” con las entidades financieras, que son quienes otorgan el financiamiento a empresas y familias con el objetivo de que, al modificar una tasa de interés, mover el resto de las tasas en la misma dirección. La “profundidad financiera” (la variedad de tipos de activos

⁷ Un mayor detalle sobre los títulos propios de bancos centrales y sobre alternativas disponibles puede encontrarse en Gray y Pongsaparn (2015).

⁸ Ver, por ejemplo, Turner (2011).

⁹ Para un análisis sobre las diferencias de percepciones de riesgo entre los títulos emitidos por el Tesoro y el BCRA, consultar Elosegui, Forte y Montes-Rojas (2022).

Anexo 1

y de transacciones) es un elemento clave para que el “mecanismo de transmisión” de las decisiones de la autoridad monetaria tenga un mayor impacto en la economía.

Los gobiernos suelen “intervenir” en la asignación del crédito, buscando “guiar” el financiamiento (particularmente si consideran que ciertas actividades prioritarias —con elevado valor social— puedan afectarse por restricciones de liquidez). Un ejemplo de ello es el otorgamiento de “avales o garantías” como “colaterales”. Adicionalmente, si considera que el riesgo al que las entidades evalúan una actividad respecto de su valor social es elevado, puede establecer un “subsidio de tasa de interés”. Aquí, el sector público no financiero “compensa al sistema financiero” mediante un gasto fiscal que ofrece una disponibilidad de crédito a tasas reducidas. Esta es la forma convencional en la que los gobiernos utilizan instrumentos fiscales (en el caso de los avales, deuda contingente) para la promoción del desarrollo. En general, este tipo de estrategia se recomienda porque su costo queda reflejado en el presupuesto público, que surge del debate parlamentario.

Existen otras formas con las que el gobierno puede fomentar la asignación del crédito, interviniendo tanto en precios como en cantidades (particularmente, a través de la regulación del Banco Central). Por un lado, una bien directa —dentro de las decisiones de las entidades financieras— tiene que ver con el establecimiento de “requisitos mínimos de cartera”. Esto es, de regulaciones específicas que obliguen a las entidades a canalizar proporciones específicas de su cartera (por ejemplo, en ciertas formas de crédito productivo). En general, este tipo de requisitos utilizan “penalizaciones por incumplimiento”, por lo que los incentivos para las entidades son evitar estas penalidades y los efectos para quienes demandan provienen de los aumentos de la liquidez en ciertos segmentos, que reducen las tasas de interés. Por otro lado, una forma “indirecta” de alterar los incentivos de las entidades financieras es a través de “requisitos mínimos de liquidez diferenciados” o de “franquicias regulatorias”. Aquí, los bancos centrales modifican el nivel del efectivo mínimo que las entidades financieras deben integrar de acuerdo con ciertos objetivos específicos¹⁰. Adicionalmente, el Banco Central puede decidir la “remuneración” de los requisitos de efectivo mínimo, compensando —total o parcialmente— los encajes de las entidades y mejorando el “retorno total” dado un volumen de liquidez. Otra forma de establecer un mecanismo similar es asignando “cupos” al acceso a los instrumentos remunerados de esterilización, en función de, por ejemplo, el saldo (*stock*) de depósitos a plazo de cada una de las entidades. En este caso se da una “transferencia de una parte del señoreaje” a las entidades financieras y, a diferencia de los subsidios de tasas o del otorgamiento de avales y garantías, al modificarse los precios relativos, cambian los incentivos de las entidades financieras respecto hacia la canalización de la liquidez.

Tabla 2



10 En ciertas ocasiones este tipo de incentivos también incluye objetivos de profundización financiera (cobertura territorial, bancarización, etc.).

Instrumentos de regulación sobre la asignación de liquidez y márgenes de intermediación del sistema financiero

Tabla 2

Tipo	Descripción	Objetivo
Otorgamiento de avales y garantías	Sector público como colateral del crédito	Corregir asimetría informativa, externalidades
Subsidio de tasas	Financiamiento de tasas a través de gasto fiscal	Corregir asimetría informativa, externalidades
Requisitos mínimos de liquidez diferenciados	Liberación de encajes en función de ciertos objetivos	Asignación del crédito y/o profundización financiera
Remuneración del efectivo mínimo	Contraprestación por la liquidez inmovilizada	Regulación de los márgenes de intermediación
Cupos a instrumentos de esterilización	Acceso condicional a liquidez remunerada	Regulación de los márgenes de intermediación
Tasas de interés máxima para préstamos	Topes al costo de financiamiento	Asignación del crédito
Tasa mínima de depósitos	Piso a la remuneración de depósitos a plazo	Canalización de la liquidez hacia activos en moneda doméstica

Fuente: Fundar.

La intervención más directa del mercado por parte de la autoridad monetaria es la definición de tasas de interés “máximas” para préstamos —la tasa activa— o de tasas “mínimas” de depósitos —la tasa pasiva—; en ambos casos, para ciertos segmentos o para la totalidad de los depósitos de las entidades. Las razones de estas políticas se encuentran, principalmente, en la “protección al consumidor” y en la ampliación de la “inclusión financiera”. Adicionalmente, estos instrumentos se utilizaron para el manejo de tasas, en condiciones donde la abundancia relativa de liquidez requiere reforzar el “tránsito” de ella a activos en moneda local, en lugar de que fluya hacia otros fines (como, por ejemplo, demanda de bienes u otro tipo de activos). En este sentido, este último tipo de regulaciones no son tan infrecuentes (Calice, Diaz Kalan y Masetti, 2020).

Uno de los puntos centrales de la regulación de tasas es la claridad en sus objetivos y el frecuente monitoreo de sus resultados. Al modificar los precios relativos, se alteran los incentivos de las entidades financieras. En ese caso, la rentabilidad del sistema pasa a determinarse por el marco regulatorio, en vez de por las propias decisiones de las entidades, al menos en parte.

Cuando se las utiliza de manera amplia, estas políticas también podrían afectar la disponibilidad de liquidez del sector privado y generar “rentas extraordinarias” en ciertos segmentos del sistema financiero. Si la liquidez es tal que las tasas de interés que se pagan por los depósitos de las entidades financieras no son suficientes para evitar los incentivos a presionar sobre la demanda de activos alternativos (como, por ejemplo, el tipo de cambio formal o informal), el Banco Central podría establecer una regulación de tasas para que el retorno estabilice la demanda por activos locales. Dado que esto encarece el costo del crédito, también podría regular las tasas activas, al menos parcialmente. De esta manera, se conformaría un “segmento regulado” y otro “no regulado”. Ahora bien, dada una determinada demanda de crédito, si una parte se encuentra cubierta por el segmento regulado (cuyo *spread* de tasas es menor al que regiría, en el caso de que las entidades financieras no estuvieran reguladas) y otro no regulado, el *spread* de tasa del segmento no regulado deberá “compensar el margen” que las entidades no obtienen en el segmento regulado, comprimiendo, en el total, la demanda de crédito.



Ahora aparece un problema diferente: la menor demanda de crédito hace que las entidades tengan una liquidez excedente. Si el Banco Central no interviene, las entidades financieras pueden encontrar conveniente rechazar depósitos en vez de tomarlos, ya que no tienen demanda de colocación. Para evitarlo, el Banco Central puede absorber la liquidez de las entidades a través de “pasivos remunerados”. La tasa que pagan estos pasivos será, en general, superior a la tasa de los depósitos; mientras que, cuanto más elevada resulte, menor la oferta y demanda de crédito en el segmento no regulado. A mayores tasas de interés, más “comprimido” estará el mercado de crédito: la regulación de tasas pasivas y activas conlleva a que las entidades se transformen en meros intermediarios entre el Banco Central y sus depositantes, sin cumplir un rol de intermediación del crédito privado.

A mayor regulación de tasas, más uniforme el margen de intermediación y menor relación con el esfuerzo de fondeo y colocación de las entidades. Dado que el Banco Central define el margen de intermediación, las entidades financieras buscarán que las tasas definidas por la autoridad monetaria generen ingresos suficientes para compensar incluso a las entidades “menos eficientes” del sistema. Si el Banco Central no toma una política de este tipo, la regulación de tasas puede generar el cierre de ciertas entidades (con los propios riesgos para la estabilidad financiera). Pero, si lo hace, generará una renta extraordinaria para el resto del sistema, creciente cuanto menor sea el costo de cada una de las entidades y la dispersión de ellos. Estos problemas generarán resistencia de las entidades financieras, que pueden bloquear una “salida de la regulación”, porque la competencia podría reducir sus márgenes de intermediación.

Anexo 2

[Marco conceptual para el estudio de la dinámica de los pasivos remunerados del Banco Central](#)

Anexo 3

[Parámetros para la estimación del escenario base](#)

Bibliografía



- Banco Central de la República Argentina [BCRA]. Informe Anual al Congreso. Años 2002 al 2021.
- Calice, P., Diaz Kalan, F., y Masetti, O. (2020). Interest Rate Repression Around the World. World Bank Group.
- Cetrángolo, O., Morán, D. y Calligaro, F., (2022). El futuro de las reglas fiscales en América Latina y el Caribe: respuestas de los países ante la pandemia de COVID-19 y propuestas para su reformulación. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Corso, E. (2021). Dolarización financiera en Argentina. Un análisis histórico de una restricción vigente. Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- De la Vega, P., Libman, E. y Zack, G. (2023). *El mercado de cambios bajo la lupa. La transición hacia la unificación*. Fundar.
- Elosegui, P., Forte, F. D., y Montes-Rojas, G. (2022). Network structure and fragmentation of the Argentinean interbank markets. *Latin American Journal of Central Banking*, 3(3).
- Elosegui, P., Forte, F. D., y Montes-Rojas, G. (2022). Network structure and fragmentation of the Argentinean interbank markets. *Latin American Journal of Central Banking*, 3(3).
- Ennis, H. M. y Keister, T. (2008). Understanding monetary policy implementation. *Economic Quarterly* (Federal Reserve Bank of Richmond), 94(3), pp. 235-263.
- Ennis, H. M. (2016). Models of Discount Window Lending: A Review. *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, pp. 1-50.
- Gray, S. T. y Pongsaparn, R. (2015). Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines. Fondo Monetario Internacional.
- Gray, S. T. (2011). Central Bank Balances and Reserve Requirements. Fondo Monetario Internacional.
- Pessoa M. y Michael J. Williams, M. J. (2013). Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank. Fondo Monetario Internacional.
- Lipsey, R. y Lancaster, K. (1956). The General Theory of Second Best. *The Review of Economic Studies*, 24(1). Oxford University Press.
- Libman, E., Ianni, J. M. y Zack, G. (2023). *Argentina bimonetaria: cómo salvar al peso sin morir en el intento*. Fundar.
- McLeay, M., Radia, A. y Thomas, R. (2014). Money creation in the modern economy, *Bank of England Quarterly Bulletin*, pp. 14-27.
- Persson, T. y Tabellini, G. (1990). *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*.
- Philip Turner (2011). Fiscal Dominance and the Long-Term Interest Rate. Financial Markets Group.
- Sargent, T. J. y Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Tinbergen, J. (1952). *On the Theory of Economic Policy*. Books (Jan Tinbergen). North-Holland Publishing Company, Amsterdam.
- Togo, E. (2007) Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies: an analytical framework. The World Bank.
- Turner, P. (2011). Fiscal Dominance and the Long-Term Interest Rate. Financial Markets Group.

Acerca del equipo autoral

Martín Guzmán

Profesor de Columbia University. Profesor Titular de Moneda, Crédito y Bancos, FCE-UNLP. Presidente y Fundador, Suramericana Visión. Ex Ministro de Economía de Argentina (Diciembre 2019-Julio 2022). PhD in Economics, Brown University, Licenciado y Magíster en Economía, UNLP

Fernando Morra

Director de análisis macroeconómico de Suramericana Visión. Doctor en Economía por la UNLP, con especialidad en macro y política monetaria. Profesor en la misma universidad en el campo de la macroeconomía y las finanzas públicas.

Ramiro Tosi

Director de Finanzas en Suramericana Visión. Licenciado en Economía (UNLP) y Especialista en Mercado de Capitales. Se especializa y es docente de Macroeconomía, Finanzas internacionales y Mercado de Capitales.

Guido Zack

Director del Área de Economía de Fundar

Doctor en análisis económico (universidades de Alcalá y Complutense de Madrid) y licenciado en economía (UBA). Se especializa en política económica, macroeconomía y economía internacional.

El presente documento forma parte de una colaboración entre [Fundar](#) y [Suramericana Visión](#).

Dirección ejecutiva: Martín Reidó

Revisión Institucional: Juliana Arellano

Coordinación editorial: Gonzalo Fernández Rozas

Corrección: Victoria Inverga

Diseño: Jimena Zeitune y Micaela Nanni

Esta obra se encuentra sujeta a una licencia [Creative Commons 4.0 Atribución-NoComercial-Sin-Derivadas Licencia Pública Internacional \(CC-BY-NC-ND 4.0\)](#). Queremos que nuestros trabajos lleguen a la mayor cantidad de personas en cualquier medio o formato, por eso celebramos su uso y difusión sin fines comerciales.

Modo de citar

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. Disponible en <https://www.fund.ar>

Sobre Fundar

Fundar es un centro de estudios y diseño de políticas públicas que promueve una agenda de desarrollo sustentable e inclusivo para la Argentina. Para enriquecer el debate público es necesario tener un debate interno: por ello lo promovemos en el proceso de elaboración de cualquiera de nuestros documentos. Confiamos en que cada trabajo que publicamos expresa algo de lo que deseamos proyectar y construir para nuestro país. Fundar no es un logo: es una firma.

Trabajamos en tres misiones estratégicas para alcanzar el desarrollo inclusivo y sustentable de la Argentina:

Generar riqueza. La Argentina tiene el potencial de crecer y de elegir cómo hacerlo. Sin crecimiento, no hay horizonte de desarrollo, ni protección social sustentable, ni transformación del Estado. Por eso, nuestra misión es hacer aportes que definan cuál es la mejor manera de crecer para que la Argentina del siglo XXI pueda responder a esos desafíos.

Promover el bienestar. El Estado de Bienestar argentino ha sido un modelo de protección e inclusión social. Nuestra misión es preservar y actualizar ese legado, a través del diseño de políticas públicas inclusivas que sean sustentables. Proteger e incluir a futuro es la mejor manera de reivindicar el espíritu de movilidad social que define a nuestra sociedad.

Transformar el Estado. La mejora de las capacidades estatales es imprescindible para las transformaciones que la Argentina necesita en el camino al desarrollo. Nuestra misión es afrontar la tarea en algunos aspectos fundamentales: el gobierno de datos, el diseño de una nueva gobernanza estatal y la articulación de un derecho administrativo para el siglo XXI.

En Fundar creemos que el lenguaje es un territorio de disputa política y cultural. Por ello, sugerimos que se tengan en cuenta algunos recursos para evitar sesgos excluyentes en el discurso. No imponemos ningún uso en particular ni establecemos ninguna actitud normativa. Entendemos que el lenguaje inclusivo es una forma de ampliar el repertorio lingüístico, es decir una herramienta para que cada persona encuentre la forma más adecuada de expresar sus ideas.

Asignación de liquidez y política monetaria : cómo canalizar el ahorro argentino hacia
la inversión productiva / Martín Guzmán ... [et al.]. - 1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Fundar , 2023.
Libro digital, PDF

Archivo Digital: descarga y online
ISBN 978-631-90201-3-7

1. Economía Argentina. 2. Desarrollo Económico. 3. Macroeconomía. I. Guzmán, Martín.
CDD 330.82

ISBN 978-631-90201-3-7



