

## PRINCIPIOS DE ECONOMÍA MONETARIA <sup>1</sup> OFERTA Y DEMANDA MONETARIA, BANCA CENTRAL Y POLÍTICA MONETARIA

Lidia ROSIGNOLO

*Profesora emérita de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador y profesora consulta de la Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires*  
*[lrosignuolo@fibertel.com.ar](mailto:lrosignuolo@fibertel.com.ar)*

### Resumen

Recibido: 06/2017

Aceptado: 10/2017

#### Palabras clave

Multiplicador monetario  
Instrumentos política monetaria  
Banco Central República  
Argentina  
Nueva Carta Orgánica, Ley N°  
26.739

En la Primera Sección del trabajo se encuentra una revisión de los principales conceptos monetarios, poniendo énfasis en la importancia de la definición y medición del dinero, en el proceso de creación primaria y secundaria de dinero y una síntesis de la teoría clásica, keynesiana y monetarista de la demanda de dinero.

En la segunda sección se efectúa una exploración sintética y actualizada de los instrumentos de política monetaria a luz de la experiencia argentina de las últimas décadas. En particular, se analiza la Banca Central y las reformas introducidas por la Nueva Carta Orgánica Ley N° 26.739.

Copyright: Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

ISSN: 2250-687X - ISSN (En línea): 2250-6861

<sup>1</sup> Una primera versión de este trabajo puede encontrarse en el libro "Lecturas de Macroeconomía y Política Monetaria" (1998) de Ricardo Ferrucci y colaboradores. Capítulo V, Págs.131-155. Ediciones Macchi.

## **PRINCIPLES OF MONETARY ECONOMICS SUPPLY AND DEMAND FOR MONEY, CENTRAL BANK AND MONETARY POLICY**

Lidia ROSIGNOLO

*Profesora emérita de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador y profesora consulta de la Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires*  
*lrosignuolo@fibertel.com.ar*

### **Abstract**

#### **KEYWORDS**

Monetary multiplier

Monetary policy instruments

Central Bank of Argentine

New Organic Charter, Law  
N°26739

In the First Section of the paper we find a review of the main monetary concepts, emphasizing the importance of the definition and measurement of money, the process of primary and secondary creation of money and a synthesis of classical, Keynesian and monetarist theory about the demand for money.

In the Second Section, there is a synthetic and updated exploration of monetary policy instruments which is carried out in the light of the Argentine experience of the last decades. In particular, we analyze the monetary policies of Central Bank and the last reforms introduced by the New Organic Charter, Law No. 26.739.

Copyright: Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

ISSN: 2250-687X - ISSN (En línea): 2250-6861

## SECCION I – TEORÍA MONETARIA

### Oferta y demanda de dinero

#### 1. INTRODUCCION

La importancia que reviste la introducción del dinero en la economía es la transformación de la economía de trueque en una economía de cambio.

La economía de trueque no permite la organización de la economía de cambio, que se basa en la posibilidad de efectuar actos de cambio reiterados y en conjunto. En efecto, el trueque exige dos restricciones:

- a) completa reciprocidad de oferta y demanda (reciprocidad de necesidades);
- b) cierta magnitud de la oferta y demanda recíprocas.

Estas dos restricciones desaparecen con el uso del dinero. Así, la generalidad del uso del dinero permite que cada uno negocie sus mercancías a cambio de dinero con la certeza de que éste le será posteriormente aceptado en las operaciones de compra que desee efectuar. La divisibilidad del dinero permite liberar en gran parte a las operaciones de intercambio de la rigidez proveniente de las relaciones de cambio entre los bienes que impone el trueque; en tanto que una unidad de mercancía no puede fraccionarse sin dejar de serlo, sí puede hacerlo la suma total del dinero obtenido por su venta. Sólo así se constituye la ***economía de cambio***.

#### 1.1. Categorías monetarias

Resulta necesario distinguir tres conceptos que no siempre se diferencian de modo preciso, a saber: numerario, dinero y patrón monetario. Cada uno de ellos se define por una función específica.

Se entiende por *numerario* al bien que sirve habitualmente para expresar el valor de los otros bienes, es decir, para el cálculo del valor. Luego, numerario es la unidad de cuenta o denominador común de los valores.

Por su parte, el ***dinero*** es el bien que se utiliza como medio general de cambio.

La distinción entre dinero y numerario es simple pero fundamental: mientras los precios se expresan en numerario se pagan en dinero. En consecuencia, el dinero es el medio de circulación mientras que el numerario es la unidad de cálculo.

El ***patrón monetario*** es el bien cuyo precio sirve como regulador del nivel general de precios, y por lo tanto, del valor o poder adquisitivo del dinero. En suma, el patrón monetario es un bien cuyo valor regula el valor del dinero.

La incidencia particular del patrón monetario como regulador del poder adquisitivo del dinero no se debe a una mera relación de mercado sino que se fundamenta en lazos de política monetaria. Por ejemplo: cuando el oro actúa como patrón, existe una práctica que permite la convertibilidad ilimitada del dinero en oro y del oro en dinero a cierta relación fija. Hay una relación institucional que opera al mismo tiempo y por sobre las relaciones de mercado.

En la década de los sesenta, los países o bancos centrales fijaban el valor de su moneda en dólares (tipos de cambio), conociéndose ese sistema de fijación ajustable como "*patrón dólar*". Se suponía que las monedas eran convertibles en dólares, por lo tanto, al tipo de cambio fijado oficialmente, los bancos centrales compraban o vendían dólares al público a cambio de su propia moneda. Se suponía que los bancos centrales poseían suficientes dólares para poder satisfacer la demanda de dólares a cambio de su moneda doméstica. El dólar sirvió como punto de referencia del Sistema Monetario surgido de Bretton Woods, de igual manera que el oro lo fue en el Sistema de Patrón Oro.

### *a) Relación entre numerario y dinero*

En nuestro país la unidad de cuenta coincide con la unidad de medio de cambio (circulante) y es el peso. En períodos de baja inflación, los precios se cotizan en moneda doméstica y se pagan en dicha moneda, pero en períodos de alta inflación o en períodos inflacionarios prolongados, en los cuales los agentes sustituyen una moneda por otra como consecuencia del aprendizaje, se produce una dualidad de precios: los precios se cotizan en moneda extranjera y se pagan en moneda local. Por lo tanto puede ocurrir que la unidad de cuenta y la unidad de circulante no coincidan y que no se encuentren ligadas por ninguna relación fija, sino por una relación fluctuante de valor. Esta sustitución de monedas se aplica a cierto tipo de transacciones como las inmobiliarias y la compraventa de automóviles.

En Alemania, después de la Segunda Guerra Mundial, la desvalorización del marco alemán extendió el uso del dólar estadounidense como numerario. Muchos precios se calculaban en dólares y se convertían en marcos para efectuar el pago al tipo de cambio corriente.

En Argentina, la existencia de severos y prolongados procesos inflacionarios, hizo que el dinero doméstico perdiera su función de reserva de valor, utilizándose el dólar como unidad de cuenta para fijar el precio de bienes inmuebles y de bienes de consumo durables, como por ejemplo, productos de electrónica y automóviles.

### *b) Relación entre patrón monetario y dinero*

La forma primitiva del **patrón oro** (con circulación áurea) muestra las condiciones de patrón y dinero asociadas en una sola mercancía.

El **patrón cambio oro** presenta al oro como el bien que mantiene fundamentalmente su cualidad de patrón en tanto que la circulación monetaria es en papel moneda.

## *1.2. Tipos de organización monetaria<sup>2</sup>*

Según sea que un mismo bien desempeñe o no las tres funciones se tiene distintos tipos de

---

<sup>2</sup> Olivera, J.H.G. (1980) "*Las categorías monetarias*". Revista de la Universidad de Buenos Aires, Volumen 3, pp.209-233. Buenos Aires, Argentina

organización monetaria: Simple o Indiferenciada, Diferenciada Parcial y Diferenciada Total.

**a) Simple o Indiferenciada**

Un solo bien desempeña las tres funciones. Ej. Patrón oro con circulación áurea.

**b) Diferenciada Parcial**

Un solo bien desempeña dos funciones y otro la restante. Se presentan tres situaciones posibles:

- *Dinero y numerario*: es el caso más frecuente dentro de la organización diferenciada parcial. Por ejemplo: Régimen de conversión argentino vigente a partir de la creación de la Caja de Conversión en 1890.
- *Dinero y patrón*: en la Antigua Roma coexistieron durante mucho tiempo el sistema de cálculo en ganado y el de pago en cobre.
- *Numerario y patrón*: un ejemplo de este caso fue la situación en la Provincia de Buenos Aires, luego de la ley monetaria del 3 de enero de 1867. La circulación continuó siendo básicamente de papel (*pesos corrientes*), pero la norma legal había establecido el patrón oro, y gran parte de los precios se calculaban en la unidad monetaria de oro (*pesos fuertes*).

**c) Diferenciada Total**

Se trata de un caso de excepción, donde cada una de las tres funciones es desempeñada por un bien diferente. Por ejemplo: la colonia británica de Sarawak, en Oceanía, tuvo como unidad de cuenta el "*Straits dollar*", pero la circulación estuvo compuesta en su mayor parte por dinero de Málaga<sup>3</sup>, y el patrón monetario fue la libra esterlina (Olivera, op.cit.)

## 2. FUNCIONES DEL DINERO

**La función esencial del dinero**, que sirve para diferenciarlo de los demás bienes, es la de ser **medio general de cambio**.

Pero, además de la función esencial hay otras de índole económica que se vinculan con ella, y por ese motivo se denominan **funciones derivadas**. Su amplia variedad permite distinguir en este género, tres tipos: **necesarias, ordinarias y extraordinarias**, teniendo en cuenta el grado de proximidad con respecto a la función esencial.

Las **funciones necesarias**, como su nombre lo indica, son lógicamente inseparables de la función esencial; son distintas pero inseparables de ella. Puede apreciarse que son simples corolarios de la función esencial del dinero. Se trata de funciones que el dinero desempeña siempre, en cualquier circunstancia o contexto.

---

<sup>3</sup> Malasia, se denomina en la actualidad.

Las **funciones ordinarias** se encuentran relacionadas lógicamente a la función esencial del dinero como medio de cambio; son funciones que el dinero cumple **normal**, pero no indefectiblemente.

Las **funciones extraordinarias** están vinculadas al uso del dinero bajo condiciones especiales.

Seguidamente se analizan cada una de estas categorías.

## 2.1. Funciones necesarias

La característica principal del dinero es la de disociar la primitiva operación de trueque (cambio de mercancía por mercancía) en dos transacciones diferenciadas:

- mercancía por dinero (**M x D**)
- dinero por mercancía (**D x M**)

Cabe destacar que esta separación de la operación de trueque implica una separación material y una separación temporal.

Cumplida la primera parte del circuito monetario (mercancía por dinero) el valor de la mercancía queda en el patrimonio del vendedor bajo la forma de dinero. La segunda parte del proceso puede cumplirse inmediatamente o al cabo de un intervalo de tiempo, transformándose en una decisión económica separada. En consecuencia, el agente económico decidirá cuál es el momento más conveniente para completar el proceso, transformando el dinero en mercancías. En el intervalo de tiempo que transcurre entre la primera y segunda operación, el **dinero actúa como reserva de valor**.

Aún en la hipótesis en que existan fluctuaciones del poder adquisitivo del dinero, la permanencia en el patrimonio del vendedor representa el derecho para obtener cierta parte del producto social que se ofrezca en el mercado. Y, es en este sentido que el dinero cumple siempre, de manera más o menos estable, su función de reserva de valor.

El titular de esa reserva de poder adquisitivo, es decir el agente económico que realizó la primera parte del circuito económico, puede transferir el monto de la transacción -mediante una *operación de crédito*- a otra persona. Este papel del dinero tiene consecuencias importantes en la determinación de la tasa de interés. Lo dicho anteriormente supone la existencia de operaciones de crédito, luego se puede afirmar que el dinero actúa como **medio de transferencia de valores o del poder adquisitivo**.

## 2.2. Funciones ordinarias

Normalmente el dinero es también numerario. Ello es lógico que ocurra ya que si las mercancías se cambian por dinero en toda economía monetaria, lo más sencillo es que los precios se expresen en la misma unidad del bien en que se pagan. Se trata de la función del dinero como **unidad de valor**.

A veces se afirma que "el dinero es el medio legal de pago", pero esta afirmación no siempre se cumple. El dinero sólo es **medio legal de pago** de las obligaciones monetarias, para las demás obligaciones es medio de extinción facultativo (el acreedor puede aceptarlo o no). Se trata de la función jurídica del dinero.

### 2.3. Funciones extraordinarias <sup>4</sup>

Las **funciones extraordinarias** son producidas por el uso del dinero bajo condiciones especiales.

Cabe mencionar que en tanto las funciones necesarias y ordinarias se relacionan con el stock de dinero, las funciones extraordinarias se derivan de los cambios en la cantidad de dinero cuando éste se comporta de manera “no neutral”. Por el contrario, si los cambios en la cantidad de dinero no producen ningún efecto sobre las variables reales se dice que el dinero es “neutral”, pero estos casos no siempre se dan en el mundo de lo empírico.

Se dice que el dinero es no neutral cuando los cambios en la cantidad de dinero producen efectos sobre las variables reales de la economía: los precios relativos, la producción y la distribución de los bienes. Estos efectos que generan los cambios en la cantidad de dinero corresponden a las funciones extraordinarias. Así, un cambio en la cantidad de dinero permite transferir los factores productivos de la esfera del consumo a la esfera de la inversión vía tasa de interés.

En suma, las variaciones que se registran en el stock monetario están altamente correlacionadas con cambios en el nivel de precios, en la tasa de interés nominal y en el producto bruto interno nominal.

## 3. CLASES DE DINERO

La historia muestra que el dinero existió en formas muy diversas como por ejemplo: plumas de pájaro carpintero, plumas de avestruz, tabaco, esclavos, cigarrillos, sal, caballos, colmillos de jabalí, ovejas, oro y plata.

La mayor parte de las formas de dinero utilizadas era **dinero mercancía**, éstos se constituían con mercancía física. Sin embargo, la historia del dinero se alejó de este dinero mercancía (cabezas de ganado, monedas de oro y plata) para orientarse hacia el dinero bancario (dinero giral) y el dinero fiduciario.

El **dinero mercancía** se considera **de valor pleno** cuando está constituido por aquellas mercancías cuya utilidad extramonetaria es equivalente a su utilidad monetaria.

Las antiguas monedas - mercancía (lana, ovejas, granos de café) tenían valores monetarios y no monetarios equivalentes. En épocas modernas, los países acuñaban monedas cuyo contenido metálico tenía un valor para usos no monetarios (joyerías) igual a su valor de cambio como dinero. Sin embargo, el hecho de que el dinero mercancía tenga un poder de compra igual a su uso no

---

<sup>4</sup> En un análisis de corto plazo cuando se inyecta dinero en la economía se produciría un efecto liquidez que reduciría la tasa de interés. En un escenario de confianza, ello llevaría a una mayor inversión en bienes de capital que se traduciría en un mayor nivel de producto (vía efecto multiplicador de la inversión). Al aumentar el nivel del producto y, por ende, el nivel de ingreso aumentaría el consumo y el ahorro. En este contexto, un aumento en la cantidad de dinero es “no neutral” porque afecta a las variables reales: inversión, consumo, ahorro, producto e ingreso.

monetario, no implica que dicho valor sea constante en el tiempo. En la medida en que cambien los precios de los demás bienes y servicios también varía el poder adquisitivo del dinero mercancía de valor pleno. Ello significa que el uso de este tipo de dinero no evita que se presenten procesos inflacionarios o deflacionarios.

El *dinero fiduciario* es aquel bien que carece de utilidad extramonetaria y cuyo valor no monetario es inferior a su valor como medio general de cambio. Hay dos tipos de dinero fiduciario: dinero emitido por la autoridad monetaria y dinero emitido por las entidades financieras.

En el primer caso, se tienen, por ejemplo las monedas de cobre, que acuñan los bancos centrales, cuyo valor en cobre derretido resulta inferior a su valor monetario.

El dinero fiduciario emitido por las entidades financieras, también llamado *dinero giral / bancario*, consiste en los depósitos en cuenta corriente y márgenes de sobregiro autorizado (adelantos en cuenta corriente) que dichas entidades ofrecen a los clientes. El dinero fiduciario no tiene un valor intrínseco sino legal, tal como se lo conoce en la actualidad. Otras formas de dinero fiduciario son los saldos en caja de ahorro y los certificados de depósitos a plazo fijo.

### 3.1. Caso del dinero bajo la forma de monedas de oro y patrón oro

#### i) Efectos de un incremento en la demanda de oro

Un incremento en la demanda de oro, provocado por ejemplo, por un nuevo uso industrial, produce una caída en el precio de los demás bienes y servicios, lo que causará una deflación en la economía. Ello se explica porque al subir el precio de equilibrio en el mercado de oro, baja el nivel general de precios, por ser éste su recíproco.

#### ii) Incidencia del descubrimiento de nuevas reservas áureas

En cambio, un país que utilice monedas de oro como dinero podría experimentar inflación si se descubrieran grandes minas auríferas o si los costos de explotación del oro cayeran fuertemente. Así, con la misma cantidad de bienes y servicios disponibles, si se duplicase la cantidad de oro, los precios de dichos bienes y servicios -expresados en términos de oro- subirían. Por lo tanto, bajaría el precio relativo del oro, generándose así un proceso inflacionario.

En realidad, si sólo se duplicase la cantidad de oro y la cantidad de bienes se mantuviese constante se duplicaría el “nivel” de precios pero no se generaría un proceso inflacionario. Sería un cambio de nivel o un salto discreto, aunque dependiendo de la economía, el proceso sería más o menos inmediato.

## 4. IMPORTANCIA DE LA DEFINICIÓN Y MEDICIÓN DEL DINERO

Dado que el dinero es lo que la gente acepta como medio general de cambio, en la práctica el dinero asume diferentes formas. En efecto, los cambios tecnológicos en la industria bancaria conducen a cambios en la forma de dinero. Por estas razones resulta dificultoso definir y medir al dinero.

Existen dos aproximaciones para medir al dinero: el enfoque de transacciones y el enfoque de liquidez.

El *enfoque de transacciones* pone su énfasis en la función esencial del dinero, esto es en ser medio general de cambio. Esta aproximación excluye a los depósitos a plazo fijo ya que estos activos no pueden ser usados directamente. En el caso de la caja de ahorro, su uso creciente y generalizado como cuenta sueldo y, la mayor flexibilidad que le otorga la tarjeta de débito, hace que desde el año 2002 se la considere dentro de este enfoque.

El *enfoque de liquidez* afirma que la gente puede, por definición, convertir fácilmente activos muy líquidos en dinero, sin pérdida de su valor nominal, cualquier ganancia o pérdida de capital es muy pequeña. Así, representan una forma de activos que mide las transacciones potenciales. Por consiguiente, el enfoque de liquidez incluye en la definición de dinero varios activos.

En la actualidad hay varias definiciones "*oficiales*" de dinero doméstico: **M1**, **M2**, **M3** y **M4**. A medida que la definición se vuelve más abarcativa incluye activos con menor grado de liquidez. Así, **M1** se define como medios de pago de particulares (billetes y monedas en poder del público no bancario y depósitos en cuenta corriente); **M2** comprende **M1** más los depósitos en caja de ahorro (conociéndose a este agregado con el nombre de demanda de dinero transaccional), **M3** incluye a **M2** más depósitos a plazo fijo. Por su parte, **M4** resulta ser igual a **M3** más depósitos de poca movilidad (por ejemplo, depósitos en cuentas especiales para círculos cerrados de ahorro, saldos inmovilizados, órdenes por pagar, depósitos en garantía, cuota partes de fondos comunes de inversión)<sup>5</sup>.

Durante la vigencia del Plan de Convertibilidad<sup>6</sup> surgen los *agregados bimonetarios* **M1\***, **M2\***, **M3\***, etc. que incluyen los depósitos en cuenta corriente, depósitos en caja de ahorro y a plazo fijo en pesos y en dólares, teniendo en cuenta las definiciones "oficiales" de estos agregados.

Por otra parte, dado que una efectiva política monetaria requiere una correspondencia estrecha entre la definición teórica y la definición empírica de dinero, así como la capacidad para controlar la oferta monetaria en el mundo real, la definición de dinero adquiere un rol determinante.

Debido a la revolución tecnológica registrada en los servicios del dinero y en los servicios bancarios y financieros, es probable que se amplíen con el tiempo las divergencias de opinión sobre lo que constituye dinero.

#### 4.1. Futuro del dinero ante el avance del mundo electrónico

A pesar de que en el mundo, muchos países ingresaron a la era de la banca electrónica,

---

<sup>5</sup> En general existe consenso entre los distintos países acerca de la definición de los agregados M1 y M2 pero, con el transcurso del tiempo, estas definiciones de medición del dinero pueden modificarse marginalmente.

<sup>6</sup> El Plan de Convertibilidad fue implementado en abril de 1991, por el entonces Ministro de Economía Domingo F. Cavallo, logrando detener la hiperinflación que experimentaba Argentina desde fines de los años 80 y obteniendo indicadores económicos positivos durante los primeros años de su aplicación. Dicho Plan fue acompañado por la Ley de Convertibilidad, que estableció un nuevo régimen cambiario, fijando el tipo de cambio en 10.000 australes igual a 1 dólar estadounidense, y luego, en 1992, en 1 peso igual a 1 dólar estadounidense. También se dispuso que el 100 % de los billetes y monedas en circulación estuvieran respaldados por reservas en divisas del Banco Central, al cual se obligaba a comprar o vender la cantidad de divisas que el mercado solicitara. En este escenario se aplicó una economía bimonetaria que se mantuvo vigente hasta fines de 2001. En los hechos la economía registraba un alto grado de dolarización.

circunstancia ésta que permite efectuar depósitos y compras solamente con la transmisión de señales electrónicas, el dinero continúa cumpliendo sus funciones básicas de medio de pago y reserva de valor.

El hecho de poder efectuar una compra en un negocio, supermercado mediante un sistema de débito electrónico automático y complejo no significa que el dinero (papel moneda) sea obsoleto. En la actualidad se suele hablar de “dinero plástico” pero desde un punto de vista semántico dicha expresión no es adecuada, ya que ese vocablo denota sustitutos imperfectos del dinero, como se explica seguidamente.

#### 4.2 Sucedáneos imperfectos del dinero

En la economía monetaria actual, los sucedáneos imperfectos del dinero<sup>7</sup> son aquellos bienes que sustituyen al dinero en algunas de sus funciones. También se los conoce con el nombre de “*subrogados del dinero*” o “*cuasi-dinero*”.

En una economía monetaria existen habitualmente otros medios económicos que sirven como **instrumentos de cambio**. Su diferencia con el dinero radica en la falta de generalidad de su circulación y en su poder cancelatorio limitado a los establecimientos adheridos, por ejemplo las tarjetas de compra y las tarjetas de crédito. Las letras de cambio y los pagarés constituyen otro ejemplo, ya que mediante su endoso efectúan transferencias de mercancías sin uso del dinero. También el cheque actúa como subrogado del dinero cuando es objeto de endoso. En la actualidad, los tickets-canasta, los tickets-restaurantes, las tarjetas de débito y crédito son sustitutos del dinero con carácter restringido en su función de medio legal de pago (carece de generalidad tanto para los usuarios como para los establecimientos adheridos).

La función del dinero como reserva de valor da origen a otro grupo de sucedáneos imperfectos del dinero: **los activos líquidos**. Entre los más conocidos se encuentran los depósitos a plazo, los planes de ahorro previo, los fondos comunes de inversión, las Letras de Tesorería, los Títulos Públicos nominados en pesos y en dólares, las acciones y las obligaciones negociables. Si bien los activos que actúan como cuasi dinero son muy líquidos, ya que pueden convertirse en dinero en muy corto plazo, no constituyen dinero dado que no puede utilizarse como medio de pago en forma inmediata y sin limitaciones, faltándoles los atributos de la generalidad en el uso y la estabilidad del valor (Olivera, 1968).

### 5. TEORIA DE LA OFERTA DE DINERO

Previo a considerar la teoría de la oferta de dinero, resulta de vital importancia distinguir entre los siguientes agregados monetarios: circulación monetaria, base monetaria y cantidad de dinero.

Se entiende por **circulación monetaria** a la cantidad de billetes y monedas emitidos y en circulación por parte del Banco Central.

Por su parte, la **base monetaria** -o dinero de alto poder- está constituida por el circulante en poder del público no bancario, el efectivo en bancos y los depósitos de los bancos en la cuenta

---

<sup>7</sup> No se trata de dinero –mercancía que, por el contrario, cumple todas las funciones.

corriente del Banco Central. Cabe mencionar que a partir de 1995, y como consecuencia de las modificaciones producidas por la crisis del tequila en el sistema financiero argentino, la base monetaria coincidió con la circulación monetaria hasta mayo de 2002, momento en el cual nuevamente volvió a integrarse los depósitos de las entidades financieras en la cuenta corriente de la autoridad monetaria en moneda doméstica o en dólares según correspondiere.

En cuanto a la **cantidad de dinero** que considera sólo la *liquidez primaria* -**M1**- se la define como billetes y monedas en poder del público no bancario más los depósitos en cuenta corriente (Olivera,1968)<sup>8</sup>.

La creación de dinero en un sistema de encaje fraccionario -tasa de efectivo mínimo o tasa de encaje inferior al 100%- es la resultante de una **expansión primaria** vía Banco Central (a través de los determinantes de la base: Sector Externo, Sector Gobierno y Sector Financiero) y de una **creación secundaria** a cargo de los bancos comerciales y del público, medida a través de los multiplicadores de la base monetaria.

En este punto es de especial interés explicar el proceso de creación de dinero para los agregados **M2** y **M3**. Para ello, es preciso deducir los multiplicadores monetarios respectivos.

Entre los diferentes procedimientos que pueden aplicarse para deducir los multiplicadores<sup>9</sup>, se encuentra el que se basa en la relación entre los activos monetarios en poder de los particulares y las reservas que se requieren frente a la existencia de dichos activos.

Así, sobre \$1 de **M1** el público no bancario guarda **c** en forma de billetes y monedas y **(1 - c)** bajo el modo de depósitos. Si se define **rd** como la tasa de efectivo mínimo, **rd (1 - c)** es la magnitud de reservas que guardan los bancos sobre los depósitos que captaron. En cuanto a **c** éste representa la preferencia del público por billetes y monedas, razón por la cual se supone que se tiene una demanda por conversión del 100%, en el sentido que la tenencia de **c** no es prestada.

En la columna **(1)** se detallan los activos en poder del público y en la columna **(2)** las reservas requeridas para dichos activos.

Activos (1)	Reservas(2)
<b>c</b>	<b>c.1= c</b>
<b>d = 1- c</b>	<b>d. rd</b>
<b>∑A = c + d</b>	<b>∑R = c + d. rd</b>

Se define el **multiplicador** como el cociente entre los activos monetarios en poder del público (particulares) y las reservas requeridas / legales frente a dichos activos financieros.

$$k_1 = \frac{\sum A}{\sum R} = \frac{c+d}{1.c+rd(1-c)} = \frac{1}{c+rd(1-c)} \quad (1)$$

<sup>8</sup> Noción de liquidez en sentido fuerte.

<sup>9</sup> Los multiplicadores monetarios se pueden obtener a través de tres procedimientos: **a)** hojas de balance, **b)** proceso dinámico y **c)** relación activos versus reservas. (Gaba, 2009).

$$M_1 = k_1 \cdot BM \quad (2)$$

Si se supone que los depósitos en caja de ahorro mantienen el mismo encaje que los depósitos en cuenta corriente y, en el caso de Argentina, la tasa de interés que remunera es muy baja, entonces podemos considerar a ambos tipos de depósitos como depósitos vista y el multiplicador  $k_2$  será el mismo que  $k_1$  (Gaba, 2009).

$$k_2 = \frac{1}{c+r_d(1-c)} \quad (3)$$

Para el caso de **M3** se tiene lo siguiente:

Activos (1)	Reservas (2)
<b>c</b>	<b>c = c.1</b>
<b>d</b>	<b>d. r<sub>d</sub></b>
<b>t</b>	<b>t. r<sub>t</sub></b>
<b><math>\Sigma A = c + d + t</math></b>	<b><math>\Sigma R = c + d. r_d + t. r_t</math></b>

En este caso por cada \$1 de **M3** se demanda una fracción **c** como billetes y monedas, una fracción **d** como depósitos vista y una fracción **t** como depósitos a plazo fijo. Por consiguiente, la suma de los activos (**c + d + t**) es igual a **1**, por definición, en tanto que el multiplicador monetario respectivo resulta ser:

$$k_3 = \frac{A}{R} = \frac{c+d+t}{1.c+r_d.d+r_t.t} = \frac{1}{c+r_d.d+r_t.t} \quad (4)$$

En este punto cabe recordar que el Banco Central determina los valores de  $r_d$  y de  $r_t$  del multiplicador  $k_3$ , mientras que los valores de **c**, **d** y **t** dependen de las preferencias del público no financiero, esto es, de los agentes económicos.

$$M_3 = k_3 \cdot BM \quad (5)$$

La variación en la cantidad de dinero, cualquiera sea el agregado considerado, se produce básicamente por dos circunstancias que pueden darse o no de manera concomitante. Así, el Banco Central, a través de las decisiones que adopte en materia de política monetaria, puede crear dinero a través de los determinantes de la base monetaria (Sector Externo, Sector Gobierno y Sector Financiero), o bien sobre el multiplicador de la base mediante el manejo de los encajes. Adicionalmente, las decisiones del público no bancario en materia de composición de su cartera de activos financieros (billetes y monedas, depósitos a la vista y depósitos a plazo fijo) afectan la creación secundaria de dinero vía -multiplicador.

Cabe destacar que el impacto del cambio de la tasa de efectivo mínimo de un determinado tipo

de depósito sobre el valor del multiplicador depende de la incidencia del depósito (cuyo encaje cambia) en el total de activos. Recíprocamente, la incidencia sobre el multiplicador de los cambios de las preferencias del público entre los distintos tipos de activos financieros depende de los niveles de encaje que guardan los depósitos, cuyas preferencias se han modificado.

Por otra parte, el valor del multiplicador también depende de las decisiones de los bancos de guardar encaje por encima del legal, lo cual estaría reduciendo la expansión secundaria de dinero.

Como puede apreciarse el Banco Central no controla la cantidad total de dinero de la economía, ya que el multiplicador de la base monetaria presenta "**filtraciones**", las decisiones del público en materia de composición de cartera y las decisiones de los bancos de mantener encajes fraccionarios por encima del efectivo mínimo requerido.

## 6. TEORIA DE LA DEMANDA DE DINERO

### 6.1. Enfoque clásico

La demanda de dinero implica mantener dinero. Este hecho, junto a la falta de valor intrínseco y a la incidencia que los cambios en la tenencia de dinero tienen sobre las variables económicas, justifica el estudio de esta demanda en particular.

Para los clásicos el dinero se mantiene debido a la existencia de un retraso de tiempo entre el momento de percibir los ingresos y el de efectuar los pagos. En consecuencia, todo el dinero que se guarda es para efectuar futuras transacciones. Este enfoque coloca el énfasis en la velocidad de transacción del dinero y no realiza un mayor análisis de los determinantes de la cantidad de dinero que los agentes económicos desean mantener.

Así, los clásicos suponen que la cantidad demandada de dinero depende de factores vinculados a disposiciones institucionales de la economía tales como estructura del gasto, frecuencia con que se percibe el ingreso y la magnitud del mismo. En el corto plazo, estos factores no varían, y sí lo hacen muy lentamente en el largo plazo. Al considerar que el volumen de transacciones corresponde a la producción de pleno empleo y que el coeficiente que relaciona el monto de transacciones con el volumen de producción permanece constante, se obtiene el resultado de la versión ingenua de la teoría cuantitativa del dinero.

#### 6.1.1. Teoría cuantitativa del dinero

Si bien siempre se intuyó que existía una relación entre la cantidad de dinero y el nivel de precios, esta relación y, en general, el modo en que un cambio en la cantidad de dinero afectaba a las otras variables económicas fueron objeto de largas discusiones.

En la teoría monetaria clásica vigente durante el siglo XIX y comienzos del XX, la función principal del dinero fue la de ser medio general de cambio. Luego, se entendió que la demanda de dinero se basaba en su capacidad única para facilitar el intercambio de bienes y servicios. Como puede apreciarse, la atención se centraba en su función de medio de cambio, excluyendo su papel como reserva de valor. Así, se ignoraba los servicios del dinero como una alternativa a otros activos para fines de liquidez, en las tenencias de cartera.

Una primera formulación de la demanda de dinero como medio de cambio es la llamada "**Ecuación de cambio**" (Irving Fisher, 1911) que afirma:

$$M.V_Y = P.T \quad (6)$$

O sea:

**“El producto de la cantidad de dinero existente ( $M$ ) por la velocidad de circulación del dinero en un período dado ( $V_Y$ ) es igual al producto del nivel medio de precios ( $P$ ) por la totalidad de las transacciones ( $T$ ) originadas en el período dado”.**

Si bien el concepto sostenido por Fisher comprendía las transacciones intermedias y finales, el desarrollo de la Contabilidad Nacional y el hecho de esperarse que el volumen total de las transacciones de la economía sea proporcional al nivel del ingreso nacional real permiten sustituir  $T$  por  $y$ .

$$M.V_Y = P.y \quad (7)$$

Luego, el total de pagos efectuados resulta igual al valor total de las transacciones finales. Cabe destacar que  $V_Y$  es el número promedio de veces que se usa la cantidad de dinero  $M$  para realizar las transacciones finales en un período determinado. Se supone que dicha velocidad sólo se modifica por cambios institucionales, razón por la cual se supone en principio constante  $V_Y^\wedge$ .

$$V_Y = V_Y^\wedge \quad (8)$$

En consecuencia, las necesidades de dinero de la economía constituyen una fracción fija del valor de las transacciones a realizar dentro de la misma. Por lo tanto, el nivel de precios variará proporcionalmente ante cambios en la cantidad de dinero que, en principio, se supone exógena.

En otras palabras, si la velocidad ingreso de las transacciones y el ingreso real se mantienen fijos entonces el nivel de precios variará en el mismo sentido y magnitud en que lo haga la cantidad de dinero. En forma analítica se tiene:

$$\frac{M.V_Y^\wedge}{Y^*} = P \quad (9)$$

$$\text{Si } M \Rightarrow \lambda M \quad \text{entonces } P \Rightarrow \lambda P$$

## 6.2 Enfoque de Cambridge

La escuela de Cambridge (Marshall, Jevons, Edgeworth y Pigou, entre los más destacados exponentes) considera explícitamente los deseos de los individuos. Según este enfoque, el dinero es conservado por los servicios que ofrece. En efecto, además de representar un poder de compra inmediatamente realizable, el dinero permite comprar en condiciones favorables y prevenirse contra posibles contingencias en el futuro. Dado que los otros bienes que se pueden adquirir con el dinero también brindan servicios, el agente económico ha de evaluar los servicios proporcionados por los distintos bienes y los beneficios que ofrece el activo monetario para decidir qué proporción de bienes y dinero desea. En consecuencia, la cantidad de dinero que un individuo decide conservar depende de los beneficios que ofrece retener el dinero frente a los costos de oportunidad alternativos (también depende de las expectativas que tenga el individuo y de los recursos totales que posea).

Para cada situación de la economía, hay alguna fracción del ingreso y de la riqueza que se deseará conservar como dinero. O sea:

$$M^d = k.P.y \quad (10)$$

Se define  $k$  como la magnitud del período medio durante el cual los saldos monetarios son retenidos, es decir, la fracción de tiempo que el dinero es retenido y no gastado,  $P$  el nivel de precios e  $y$  el ingreso real. En el corto plazo  $k$  se mantiene constante por factores institucionales ( $k^*$ ).

Cabe observar que  $k$  es la inversa de  $V_y$ , luego si  $k$  aumenta,  $V_y$  disminuye, no por una relación matemática sino conceptual: **los saldos monetarios son retenidos por más tiempo y no circulan**.

### 6.3. Enfoque keynesiano

John Maynard Keynes era un destacado economista monetario cuando escribió su trabajo más conocido, *"La Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero"* (en 1936). Su primera obra fue *"Moneda y Finanzas de la India"* (1913) y su *"Tratado sobre el dinero"*, publicado en dos volúmenes en 1930. En la *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* se encuentra una fuerte dosis de su teoría monetaria innovadora. Hasta los años sesenta, este aspecto del pensamiento de Keynes era mucho menos conocido que su análisis de variables **reales** frente a variables **monetarias**.

El concepto de dinero como depósito de valor fue una de las contribuciones más importantes de Keynes a la teoría monetaria. Además, su análisis de la demanda de dinero resultó esencial para refutar la teoría clásica de la demanda agregada y su análisis de equilibrio general independiente del nivel de empleo.

Al identificar el papel del dinero como reserva de valor, Keynes vislumbró la posibilidad de que todos los bienes producidos por la fuerza laboral totalmente empleada no fueran vendidos. Algún ingreso podría fluir hacia los saldos monetarios y ser mantenidos allí como reserva de valor, en la hipótesis de que bienes alternativos no fueran particularmente atractivos. Ello se daría si, por ejemplo, la tasa de utilidad sobre la inversión fuera muy baja para imponerse a la preferencia de retener dinero. Esta posibilidad era equivalente a una violación de la ley de Say, porque la oferta no siempre crea necesariamente su propia demanda.

El enfoque de la preferencia por la liquidez se refiere al deseo de parte de los inversores de poseer dinero. Keynes define la liquidez como **"el dominio inmediato sobre bienes en general"**, por lo tanto, el dinero como medio de cambio es, obviamente, el más líquido de los valores.

En su teoría, Keynes afirma que la demanda de dinero es una demanda de liquidez. La liquidez puede analizarse diferenciando las tres razones que pueden impulsar a la preferencia por tener dinero en efectivo. En efecto, existen tres motivos por los cuales los individuos demandan dinero:

- a) *motivo transacción;*
- b) *motivo precaución;*
- c) *motivo especulación.*

El motivo especulativo es el que sugiere la base para la preferencia de liquidez absoluta o **"trampa de liquidez"**. Según Keynes, si la tasa de interés baja suficientemente, al final alcanza un nivel en

el que todos esperan que suba. En previsión de tal suba y el consiguiente aumento resultante de la ganancia de la inversión en bonos, todos los ahorristas mantienen la mayor cantidad posible de efectivo.

Si bien la tasa de interés está perfectamente vinculada con el motivo especulación, los otros dos motivos no pueden ser ignorados, porque el dinero que se tiene para un propósito puede ser un sucedáneo perfecto del que se tiene para otros fines.

A continuación se analizan con mayor profundidad los tres motivos, por su importancia crucial en el análisis económico.

#### **a) Motivo transacción**

La demanda de dinero por motivo transacción tiene una íntima relación con el volumen del ingreso y del empleo, esto es, con el nivel general de la actividad económica.

A medida que se eleva el total de producción y empleo y suben los salarios y, generalmente los precios, aumenta también la demanda de dinero para transacciones. Ello se produce porque se necesita un saldo de caja para hacer frente a la falta de sincronización del momento en que se efectúan los pagos y se perciben los ingresos. En consecuencia, la magnitud del saldo de caja estará en relación con la magnitud del ingreso percibido y también, con la frecuencia de la percepción del ingreso y la frecuencia del gasto.

Se designa como  $L_T(Y)$  a la demanda de dinero por motivo transacción, que depende positivamente del ingreso nominal.<sup>10</sup>

#### **b) Motivo precaución**

El motivo precaución para la preferencia por la liquidez surge porque los individuos y las empresas encuentran conveniente tener una reserva de valor adicional a la suma que necesitan para realizar transacciones.

En otras palabras, la preferencia por la liquidez por motivo precaución es el saldo de caja que permite atender contingencias que requieran gastos repentinos y/u oportunidades imprevistas de compras ventajosas. A ello se agrega la incertidumbre acerca del momento preciso en que se producen los cobros y los pagos.

La cobertura que los saldos de caja por motivo precaución brinda a los agentes económicos depende del grado de fluctuaciones fortuitas a las que se encuentren sujetos los pagos y los cobros y del volumen de éstos. Si aumenta el volumen de transacciones, entonces una determinada cantidad de dinero proporciona cada vez menor protección. Luego, a medida que el volumen de transacciones aumenta es necesario más dinero. Por consiguiente, la demanda de dinero por motivo precaución varía positivamente cuando lo hace el ingreso nacional.

---

<sup>10</sup> En el caso de tratarse de una economía inflacionaria, la  $L_T$  puede llegar a tener una relación negativa con la inflación esperada.

Resulta de interés agregar que la demanda de dinero por motivo transacción y por motivo precaución no son afectadas por la tasa de interés de manera significativa, aunque una alta tasa puede reducir los saldos monetarios ociosos. Aún en este último caso, la variable explicativa por excelencia continúa siendo el ingreso.

### **c) Motivo especulación**

El tipo de preferencia por la liquidez en relación con la tasa de interés es la que se conoce con el nombre de “motivo especulación”, dado que la demanda de saldos monetarios por motivo especulación es especialmente sensible a las variaciones de la tasa de interés.

En consecuencia, la cantidad de dinero que se demande para satisfacer el motivo especulación es función de la tasa de interés, entendida como recompensa pagada por desprenderse del dominio temporal sobre el dinero.

El *motivo especulación* (o preferencia por la liquidez propiamente dicha) se define como el intento de asegurar un beneficio por conocer mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo. Las adquisiciones de bonos serán postpuestas si se espera que suba la tasa de interés, ya que bajará el precio de las obligaciones (bonos). El agente económico que haya especulado para tener dinero puede comprar al precio inferior y obtener un beneficio.

Se debe tener presente que como el futuro es incierto, cualquier transacción a través del tiempo es necesariamente especulativa. Si se espera que se eleve el precio de las obligaciones, convendrá poseer los bonos en vez de dinero, ya que se producirá una ganancia de capital al subir su precio.

Como los inversores no saben con certeza lo que ocurrirá con los precios de los bonos en el futuro, muchos desearán hacer apuestas compensatorias y poseer a la vez dinero y bonos.

Cabe destacar que la *preferencia por la liquidez propiamente dicha* se refiere a la demanda de poseer activos como dinero, en vez de obligaciones que producen interés.

La demanda de dinero por motivo especulación varía inversamente con la tasa de interés nominal,  $L_A(i)$ .

Por consiguiente, la demanda de dinero o preferencia por la liquidez puede definirse como la totalidad de saldos monetarios que todos los individuos de una economía desean poseer.

En síntesis, Keynes distingue tres motivos para demandar dinero:

- a) Motivo transacción:** necesidad de efectivo para realizar las operaciones corrientes de intercambio.
- b) Motivo precaución:** necesidad de efectivo para proporcionar un determinado nivel de seguridad contra las fluctuaciones imprevistas de pagos e ingresos, o bien para hacer frente a compras ventajosas.
- c) Motivo especulación:** necesidad de obtener ganancias por conocer mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo.

Posteriormente, Keynes agregó un cuarto motivo:

**d)** Demanda *para financiamiento*: necesidad de tener saldos monetarios en el lapso que transcurre entre el momento en que los empresarios toman una decisión y el momento en que la llevan a cabo. Sin embargo, la demanda para financiamiento se la considera una modalidad de la demanda para transacciones.

*Lo importante es que no sólo existe demanda especulativa, que depende de la tasa de interés sino también otra para transacciones, que depende del ingreso nacional.*

Cada individuo, dado sus gustos y preferencias, el ingreso que percibe y los precios de los bienes, hará un plan de gastos a realizar, que depende de sus ingresos; de acuerdo con dicho plan, necesitará cierta cantidad de dinero.

Por otra parte, la tasa de interés de mercado refleja el costo de oportunidad de las tenencias de saldos monetarios ociosos, ya que el dinero puede prestarse y percibir la tasa de interés de mercado.

En consecuencia, con el objeto de poder analizar de una manera simple la demanda de dinero, resulta conveniente subdividirla en estas dos componentes:

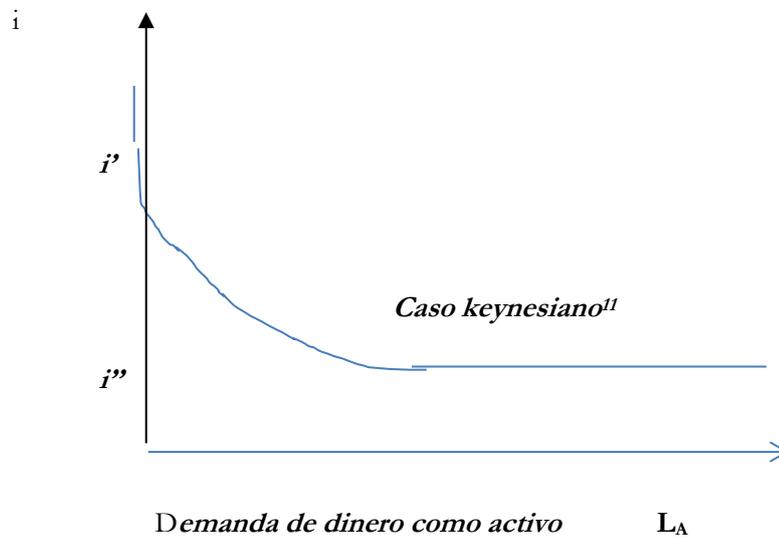
→ demanda de dinero para transacciones  $L_T (Y)$ ;

→ demanda de dinero como activo  $L_A (i)$

Siendo, la demanda total de dinero, en términos reales, la siguiente:

$$L (i, Y) = L_T (Y) + L_A (i) \quad (11)$$

Como puede apreciarse en el gráfico, a medida que desciende la tasa de interés, aumenta la elasticidad de la demanda de dinero como activo. O sea, cuanto mayor sea la tasa de interés mayor será la posibilidad de que un descenso de aquélla reduzca las ganancias derivadas de tener los activos de manera no líquida, esto es, en bonos. Por otra parte, al ser el bono un sucedáneo imperfecto del dinero, habrá un valor de la tasa de interés para el cual la elasticidad de la demanda de dinero se hace infinita. En otras palabras, cuando la tasa de interés sea mínima los agentes económicos preferirán estar sólo en dinero ya que el precio de los bonos será demasiado alto.

**Gráfico 1.** Demanda de dinero por motivo especulación

Sea  $i'$  la tasa de interés máxima a la cual los agentes prefieren estar totalmente en bonos e  $i''$  la tasa de interés mínima a la cual los agentes prefieren estar totalmente en dinero. Entonces, la comunidad prefiere guardar todo su activo físico en forma de dinero cuando  $i < i''$ . En este caso, se dice que la demanda de dinero como activo es infinita cuando la tasa de interés es igual o menor a  $i''$ .

$$L_A(i) \rightarrow \infty \quad \text{para } i \leq i'' \quad (12)$$

Por el contrario, si la tasa de interés es demasiado alta, la demanda de dinero como activo llega a ser totalmente inelástica, de manera que la comunidad deseará tener todos sus activos no físicos en forma de bonos.

$$L_A(i) = 0 \quad \text{para } i \geq i' \quad (13)$$

Cabe destacar que fue Keynes quien introdujo por primera vez un activo financiero alternativo al dinero: los bonos. Pero los bonos de los que habla Keynes son bonos no indexados y a perpetuidad, cuyo valor presente (precio de los bonos) es la inversa de la tasa de interés de mercado.

Para que exista demanda especulativa de dinero es necesario que no todos los agentes económicos tengan las mismas conjeturas acerca del comportamiento futuro del precio de los bonos<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> El caso keynesiano se lo conoce como trampa por la liquidez.

<sup>12</sup> La teoría keynesiana utiliza una concepción psicológica acerca de las expectativas.

#### 6.4. Enfoques de Baumol y Tobin

Los economistas William Baumol y James Tobin parten de la demanda de dinero keynesiana e incorporan nuevas variables explicativas, en función del motivo considerado. En el caso de Baumol (Laidler,1985), éste considera que la demanda de dinero para transacciones no sólo depende del ingreso sino también de la tasa de interés y, por lo tanto, formula la demanda de dinero como una teoría de inventarios. Por su parte, Tobin (Laidler, op.cit.) pone su acento en la demanda de dinero por motivo especulación, y efectúa dos aportes que constituyen el núcleo de su teoría sobre la incertidumbre frente al riesgo: los agentes económicos son aversos al riesgo y tienen cartera diversificada, e introduce la varianza para cuantificar el riesgo asumido frente al rendimiento esperado.

#### 6.5. Enfoque de Friedman

El enfoque de la teoría cuantitativa que hace Milton Friedman (Laidler, op.cit.) se basa en parte en la teoría clásica, por su interés en el vínculo entre la cantidad de dinero y el nivel de precios; y en parte en la teoría monetaria de Keynes, por su énfasis en la función del dinero como reserva de valor.

Friedman parte de la ecuación de cambio de Fisher y la actualiza en una teoría de la demanda de dinero en la cual la velocidad ingreso del dinero deja de ser un valor parametrizado para convertirse en una función explicada por un conjunto reducido de variables (ingreso nominal, tasa de interés de activos financieros alternativos, inflación esperada, entre las variables más relevantes). La principal inferencia de la moderna teoría de la demanda monetaria, desde el punto de vista de la política macroeconómica, es que, a largo plazo, la velocidad de cambio del nivel de los precios será igual a la velocidad de crecimiento de la oferta monetaria menos la velocidad de crecimiento de la producción. Esta conclusión se refleja en la "**Regla monetaria**"<sup>13</sup> de Friedman, según la cual, la oferta de dinero debe crecer constantemente a la misma velocidad que la economía, aproximadamente 4% por año, si se desea evitar el problema inflacionario.

---

<sup>13</sup> El estado debe aumentar la cantidad de circulante a una tasa anual regular y estable, que Friedman propone es entre 3 % y 5 % (generalmente se interpreta como correspondiendo a la tasa de crecimiento económico).

## SECCION II - BANCA CENTRAL Y POLÍTICA MONETARIA

### EN ARGENTINA

#### 7. BANCA CENTRAL

El sistema financiero argentino nace en 1935 con la creación del Banco Central (Ley N° 12.155) y la puesta en vigencia de la primera Ley de Bancos.

Entre las principales funciones que normalmente tiene el Banco Central de la República Argentina, cabe mencionar las siguientes:

- a) regular la cantidad de dinero y de crédito,
- b) ejercer el monopolio de emisión,
- c) ser prestamista de última instancia de los bancos, a través del redescuento de documentos provenientes de operaciones comerciales y otorgar adelantos sobre letras, pagarés y valores del Gobierno Nacional,
- d) supervisar el funcionamiento del sistema financiero y efectuar el clearing.

Como agente financiero del Estado el Banco Central aconseja y efectúa operaciones por su cuenta, le otorga créditos en condiciones limitadas (por ejemplo, para adquirir valores públicos) o adelantos para cubrir el déficit fiscal. En materia cambiaria, la autoridad monetaria tiene a su cargo la compraventa de divisas.

Si bien no es el régimen monetario vigente, resulta ilustrativo conocer que durante la vigencia del Plan de Convertibilidad (marzo 1991/ diciembre 2001), este sistema implicó que algunas de estas funciones fueran modificadas o eliminadas en la Carta Orgánica del Banco Central (Ley N° 24.144 del 23 de setiembre de 1992, reformada por Ley N° 24.485 del 5 de abril de 1995).

En este punto, cabe explicar que la Ley de Convertibilidad (Ley N° 23.929 del 27 de marzo de 1991) estableció una caja de conversión bimonetaria a partir del 1° de abril de ese año, fijándose el valor del austral con respecto al dólar en 10.000: 1. En enero de 1992, se reemplazó el signo monetario (austral por el peso) a un tipo de cambio fijo de 1 peso = 1 dólar.

La Ley de Convertibilidad exigía un respaldo del 100% de la base monetaria en oro y divisas de libre disponibilidad; prohibiéndose la indexación en los contratos para evitar la inflación inercial. La Carta Orgánica del Banco Central aprobada en setiembre de 1992 permitió que como máximo el 20% de esas reservas se constituyeran en títulos públicos nominados en dólares, valuados al precio de mercado. En casos de emergencia se autorizaba hasta el 30% de las reservas totales.

En este punto, cabe mencionar que la convertibilidad fue un sistema de riguroso control monetario. Este régimen monetario significaba que la base monetaria se encontraba atada al volumen de reservas internacionales y por lo tanto, las variaciones en la cantidad de dinero estaban determinadas por las variaciones en el mercado de divisas.

Además, la combinación de tipo de cambio fijo más convertibilidad implicó que la tasa de interés local estuviera muy próxima a la tasa de interés internacional más un diferencial representativo de la brecha de riesgo argentino versus riesgo americano.

En este contexto el Banco Central no fijaba ni el precio (tasa de interés) ni la cantidad de dinero de base, siendo su función primaria y fundamental preservar el valor de la moneda. Por otra parte, la autoridad monetaria debía desarrollar una política monetaria y financiera dirigida a salvaguardar las funciones del dinero como reserva de valor, unidad de cuenta y medio legal de pago para cancelar obligaciones monetarias.

No obstante la autonomía del Banco Central -sus autoridades actuaban con independencia del Poder Ejecutivo ya que eran elegidas por éste con acuerdo del Senado y duraban seis años en sus funciones- debe tenerse presente que la discrecionalidad en el uso de los instrumentos de política monetaria se encontraba fuertemente limitada por la Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica. Sólo en situaciones muy puntuales el Banco Central podía emitir dinero doméstico sin contrapartida en reservas internacionales que respaldara dicha emisión. Por otra parte, el Banco Central tampoco estaba facultado para otorgar crédito en moneda local al Gobierno Nacional y sólo podía constituir reservas con bonos públicos en divisas hasta un límite del 30% de sus reservas totales siempre que la nueva emisión anual no significase más de un 10% de los bonos ya incluidos como reservas.

Adicionalmente, el Banco Central tenía cercenada su función de actuar como prestamista de última instancia ante situaciones de iliquidez y/o insolvencia de las entidades financieras ya que la Carta Orgánica vigente durante la Convertibilidad le impedía garantizar los depósitos de las entidades, imponiéndole límites cuantitativos y temporales muy estrictos en materia de otorgamiento de redescuentos.

Sin embargo, no obstante la prolongada recesión económica y el empeoramiento de la calidad de la cartera privada, existieron dos factores que jugaron un papel crucial en la evolución de la percepción de deterioro en la solvencia del sector, en el desarrollo de la crisis en el sistema financiero durante 2001<sup>14</sup>.

El primer factor fue la compleja situación que a nivel macroeconómico significaba la unión de una recesión (con las consiguientes dificultades para el acceso al financiamiento voluntario del déficit público consolidado) y una avanzada dolarización financiera, debido a la falta de un prestamista de última instancia en moneda extranjera sin restricciones. A ello, debe agregarse el descalce de monedas observado en las entidades financieras, lo cual implicaba un alto riesgo en un escenario de fuertes expectativas de colapso del régimen de convertibilidad.

El segundo factor, fue la apreciación general de una inminente incapacidad del sector público consolidado para afrontar los servicios de su deuda, en un contexto donde la banca tenía una importante exposición a la misma.

A principios de 2001, un estado de desconfianza generalizada dio lugar a bruscos cambios en las políticas de tenencia de activos domésticos por parte de los ahorristas. Es así que comenzó a observarse una fuerte disminución del valor de mercado de los instrumentos de deuda pública y una reducción en el saldo de los depósitos. Ello se tradujo en un quiebre en la tendencia creciente que había registrado el sector bancario, convergiendo en un claro proceso de desintermediación.

---

<sup>14</sup> Boletín Monetario y Financiero. BCRA - Edición Anual – 2002.

Por otra parte, una sucesión de acontecimientos de orden político y un conjunto de hechos en el plano económico institucional, fueron definiendo los hitos de esta tendencia desfavorable que finalizó con la virtual paralización del sistema de pagos e intermediación financiera.

Fue así que la masiva y creciente salida de fondos, que generó severas restricciones en la liquidez sistémica, dio lugar a que el gobierno nacional decidiera en diciembre de 2001 aplicar un conjunto de limitaciones al retiro de efectivo proveniente de las cuentas de depósitos del sistema bancario. Estas medidas, conocidas en la jerga financiera como “*corralito*”, si bien debilitaron el sistema de pagos, lograron desacelerar el ritmo de pérdida de depósitos en ese mes, evitando el quiebre del sistema financiero por el descalce de plazos y monedas entre los activos y pasivos bancarios.

La nueva Carta Orgánica N° 25.562, sancionada el 23 de enero de 2002, ratificó como misión primaria y fundamental del BCRA preservar el valor de la moneda.

Las atribuciones de la autoridad monetaria se corresponden con la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en la economía y el dictado de normas en materia monetaria, financiera y cambiaria, conforme a la legislación vigente.

En cuanto a sus funciones, definidas en el artículo 4to de la citada ley, son las siguientes:

- a) Vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero y aplicar la Ley de Entidades Financieras y demás normas que, en su consecuencia, se dicten;
- b) Actuar como agente financiero del Estado nacional y depositario y agente del país ante las instituciones monetarias, bancarias y financieras internacionales a las cuales la Nación haya adherido;
- c) Concentrar y administrar, sus reservas de oro, divisas y otros activos externos;
- d) Propender al desarrollo y fortalecimiento del mercado de capital;
- e) Ejecutar la política cambiaria en un todo de acuerdo con la legislación que sancione el Honorable Congreso de la Nación. (ley 25.562 –artículo 2do).

En cuanto a las operaciones que en materia de política monetaria y cambiaria el Banco Central está facultado para realizar se detallan seguidamente:

- a) Comprar y vender a precios de mercado, en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria y cambiaria;
- b) Comprar y vender oro y divisas.
- c) Recibir oro y otros activos financieros en custodia;
- d) Recibir depósitos en moneda nacional o extranjera;
- e) Establecer políticas financieras orientadas a las pequeñas y medianas empresas y a las economías regionales, por medio de exigencias de reserva o encajes diferenciales;
- f) Emitir títulos o bonos, así como certificados de participación en los valores que posea.

Con la última reforma de la Carta Orgánica del Banco Central (mediante Ley N° 26.739 aprobada el 28/03/2012) se han agregado otras funciones y facultades al artículo 4, entre las cuales cabe mencionar las siguientes:

Inciso b): “Regular la cantidad de dinero y las tasas de interés y regular y orientar el crédito.

Inciso g): “Regular, en la medida de sus facultades, los sistemas de pago, las cámaras liquidadoras y compensadoras, las remesadoras de fondos y las empresas transportadoras de caudales, así como toda otra actividad, que guarde relación con la actividad financiera y cambiaria”

Inciso h): “Proveer la protección de los derechos de los usuarios de servicios financieros y a la defensa de la competencia, coordinando su actuación con las autoridades públicas competentes en estas cuestiones”.

Estas nuevas funciones de la autoridad monetaria están en consonancia con la modificación y ampliación de sus objetivos. Para poder lograrlos resulta necesario que el Banco Central tenga una mayor capacidad de acción y es por ello que se incorporan nuevas facultades.

Así, uno de los ámbitos en los que el Banco Central recupera capacidad de acción es en el control y regulación del sector financiero. Estos cambios tienen su raíz en el estallido de la crisis financiera de 2008 cuando explotó la burbuja de precios de los activos inmobiliarios ya que no se controlaron algunos instrumentos financieros. Tomás Lukin<sup>15</sup> explica que si bien en Argentina el sistema financiero no desarrolló instrumentos como los que detonaron la burbuja crediticia en Estados Unidos, existen amplios sectores que no están cubiertos por ningún marco regulatorio o bien con escasa normativa. Es por ello que las modificaciones a la Carta apuntan a subsanar esas zonas grises.

Tal como se determina en el inciso **g)** del **artículo 4º** se amplía la regulación del Banco Central a cualquier sector que guarde relación con la actividad financiera y cambiaria, como por ejemplo, las remesadoras de fondos y las transportadoras de caudales. Lukin sostiene que “en el primer caso, la necesidad de establecer un marco regulatorio responde al riesgo sistémico potencial que puede generar una falla en el funcionamiento del clearing bancario y del resto del sistema financiero. Las remesadoras, firmas como Western Union, que mueven un monto significativo de divisas, se encuentran en un gris regulatorio que incluso preocupa a las mismas compañías. Finalmente, las transportadoras de caudales, como Prosegur, Brinks o Maco, fueron señaladas como un factor en la cadena de circulación de dinero que agudizó los faltantes de billetes y monedas. Cuando se registraron esos inconvenientes, el BCRA no tenía facultades para requerirles ningún tipo de información.”

Incluso, el entonces titular del Fondo Monetario Internacional, Blanchard (2010) que tiene una posición mucho más conservadora acerca de temas monetarios y financieros reconoce que la regulación financiera tuvo un rol central en la crisis de 2008 ya que contribuyó a la amplificación de los efectos que transformaron la baja en los precios de las viviendas en EEUU en una crisis económica mundial. El mercado no se encontraba regulado como debía lo que le permitía a los bancos crear entidades fuera de las hojas de balance para evitar algunas leyes prudenciales y aumentar el apalancamiento.

Además, la nueva ley establece que el BCRA ahora tiene la posibilidad de fijar condiciones para la defensa al consumidor y defensa de la competencia en materia de servicios financieros. Sumado a esto, el BCRA tiene la capacidad de regular el crédito y las tasas de interés, punto de vital importancia para el crecimiento de la economía.

---

<sup>15</sup> Periodista de Página 12, Nota de fecha 4 de marzo de 2012.

De aquí se desprende que las nuevas facultades que posee el Banco Central están en consonancia con los nuevos objetivos propuestos. Además, también guardan relación con el contexto económico actual en el que existe una amplia volatilidad en el mercado financiero y de capitales por lo que resulta necesario un fuerte marco regulatorio. El sector financiero es un sector fundamental para apalancar el crecimiento económico de un país por lo que es de vital importancia que sea un sector competitivo y que posea una regulación acorde al contexto dinámico actual<sup>16</sup>.

## 8. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA

### 8.1. Instrumentos antes del Plan de Convertibilidad (1976/1991)

Entre las diferentes funciones de la banca central, ninguna tan inherente a ella como la de ser órgano de la política monetaria: el nombre mismo de política monetaria sugiere que el objeto de regulación es el dinero. En otras palabras, por política monetaria se entiende el proceso por el cual sus decisiones afectan la base monetaria y el multiplicador de la base, vía encajes bancarios.

Cabe señalar que los instrumentos de regulación monetaria y crediticia que utiliza la autoridad monetaria, en especial, el BCRA en los últimos quince años previos al Plan de Convertibilidad, son los siguientes: encajes legales no remunerados, inmovilizaciones remuneradas, encajes remunerados transitorios, tasa de interés y límites del redescuento de iliquidez, licitaciones y ofrecimientos de certificados de participación en títulos públicos en poder del Banco Central, emisión y colocación de títulos públicos a través de operaciones de mercado abierto (BARRA, BAGON, TIDOL, BIC, Letras dolarizadas, etc.)<sup>17</sup>, tasas de interés máximas de depósitos y préstamos a tasa regulada, cupos operativos para la captación de los depósitos a tasa no regulada, operaciones de compraventa de divisas.

#### ***a) Política de redescuento***

Antes de explicar en qué consiste la política de redescuento es necesario definir el concepto mismo de "*redescuento*".

El redescuento es una operación por la cual el Banco Central (banco emisor) descuenta a otro banco (entidad financiera) un documento que este último había descontado a un particular o a una empresa, previamente.

Mediante el redescuento, los bancos (entidades financieras) pueden contar con una fuente adicional de liquidez, al convertir su cartera de documentos en dinero. La política de redescuento consiste fundamentalmente en determinar qué documentos son redescontables y en fijar la tasa de redescuento.

---

<sup>16</sup> En ANEXO 1 pueden encontrarse los lineamientos del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos como ejemplo de banca central descentralizada.

<sup>17</sup> BARRA: Bonos de Renta Real Asegurada; BAGON: Bonos Ajustables del Gobierno Nacional; TIDOL: Títulos Dolarizados y BIC. Bonos de Inversión y Crecimiento

Para que el redescuento sea factible, se requiere que los valores a redescantar cumplan los requisitos establecidos por el Banco Central y que los bancos (entidades financieras) quieran pagar la tasa de redescuento.

A diferencia de los otros instrumentos de política monetaria, la iniciativa corresponde a los bancos; éstos aceptan o no el préstamo del Banco Central en las condiciones impuestas. En efecto, el Banco Central no puede obligarlos a endeudarse con él, ya que cuando la entidad financiera acude al redescuento se endeuda con la autoridad monetaria.

Por otra parte, el redescuento es un instrumento de carácter excepcional y sólo actúa para cubrir necesidades exclusivamente temporales y de coyuntura.

En la Argentina, durante los períodos 1946/1955 y 1973/1976 los bancos captaban depósitos por cuenta y orden del Banco Central, quien les pagaba una comisión por dicha función. Para efectuar sus operaciones crediticias, recibían los fondos depositados bajo la forma de redescuento. En este contexto el Estado controla la creación de dinero en su totalidad (billetes y monedas y dinero bancario) ya que desaparece la relación que es propia en un régimen de encaje fraccionario: la cantidad total de dinero asociada con el volumen de depósitos. En suma, en la época de nacionalización de los depósitos, el redescuento fue el medio básico de regulación monetaria (vía racionamiento del crédito).

En los demás períodos 1935/1946, 1956/1973 y desde 1976 hasta el presente, la política de redescuento es un mecanismo que afecta el volumen de oferta monetaria. Cuando la entidad financiera toma un redescuento se expande la cantidad de dinero mientras que si lo cancela se contrae.

### ***b) Política de reservas mínimas***

Mediante la política de reservas mínimas o de efectivo mínimo, el Banco Central controla directamente la liquidez de los bancos / entidades financieras, quienes están obligados a mantener cierta proporción de sus depósitos (pasivos) como encaje.

Existe política de reservas mínimas cuando la autoridad monetaria ejerce la facultad de hacer variar la proporción encaje/depósito de los bancos.

Así, si el Banco Central decide disminuir el efectivo mínimo, los bancos se encuentran con reservas prestables excedentes (depósitos - variación de encaje). Esto lleva a expandir la oferta de dinero (vía multiplicador) y, por ende, la oferta de crédito.

Si, por el contrario, el Banco Central aumenta los requisitos de reserva, ya no hay reservas excedentes y, por lo tanto, se contrae el sistema crediticio.

Supóngase el siguiente caso: en el momento  $t$ , el volumen de depósitos existente es de \$10.000, y la tasa de efectivo mínimo es del 10%, por lo tanto, la capacidad prestable es \$9.000. En dicho momento, la autoridad monetaria reduce el encaje al 5%; en consecuencia, la capacidad prestable es de \$9.500 (la reserva prestable excedente de \$500). En cambio, si la autoridad monetaria sube el efectivo mínimo al 20%, la capacidad prestable se reduce en \$1.000 con respecto a la situación inicial. En este punto cabe mencionar que debe distinguirse el efecto flujo del efecto stock de las reservas prestables excedentes.

Normalmente, el efectivo mínimo está integrado por billetes y monedas en poder de los bancos, y depósitos de éstos en el Banco Central.

Un párrafo aparte merece la política de encajes que aplicó el Banco Central de la República Argentina en los últimos quince años previos al Plan de Convertibilidad. Como consecuencia del exceso de gasto fiscal y cuasi-fiscal, el Banco Central estableció con fines de control monetario diversos tipos de encajes remunerados que se agregaron a los no remunerados, como exigencia de inmovilización de fondos a las entidades financieras. Así como los encajes legales significan un préstamo gratuito forzoso a la autoridad monetaria, los diversos tipos de encajes remunerados representaban un préstamo forzoso a una tasa de interés fijada por el Banco Central, en general, por debajo del costo de oportunidad de las entidades financieras de efectuar otras colocaciones más rentables.

El Banco Central de la República Argentina estableció en distintas oportunidades:

- a) inversiones en activos financieros obligatorios (Bonor para los depósitos a tasa no regulada (Com. "A" 733, vigente entre agosto 1985 y setiembre 1986) y Bonin para los depósitos a tasa regulada (Com."A" 641, vigente entre mayo de 1985 y setiembre 1987)<sup>18</sup>.
- b) depósito indisponible a tasa no regulada (Denor, Com."A" 925, agosto 1986 y Nuevo Denor, Com "A" 1218).

Como uno de los modelos más utilizados para la programación monetaria e instrumento de predicción es el multiplicador monetario, en el diseño de un programa es dable tener en cuenta que la oferta de dinero nominal y sus variaciones dependen directamente de dos factores:

- los instrumentos que define la autoridad monetaria, que incluyen los factores de variación de la oferta de base (sector externo, sector financiero y sector gobierno) y los requerimientos de encajes;
- la composición deseada de los activos monetarios por parte de los agentes económicos.

El público puede influir sobre la oferta nominal de dinero o cantidad existente de los agregados monetarios **M1**, **M2** y **M3**. Lo hace a través de cambios en sus preferencias relativas por billetes y monedas (circulante en poder del público) *vis à vis* depósitos y, si existen encajes diferenciales, por un tipo de depósito *vis à vis* otro depósito. Por ello, la autoridad monetaria debe desarrollar técnicas que le permitan prever y monitorear la evolución de las preferencias del público respecto de la composición de sus tenencias de dinero. Asimismo, tratará de implementar, cuando lo estime conveniente, cambios compensatorios en los instrumentos que le garanticen el cumplimiento de las metas cuantitativas del programa monetario.

Como puede apreciarse, en un sistema de encaje fraccionario (tasa de efectivo mínimo inferior al 100%) la autoridad monetaria no tiene un control directo total sobre la oferta nominal de dinero. El Banco Central puede controlar dentro de ciertos límites, la base monetaria y el multiplicador, vía encaje.

---

<sup>18</sup> El Bonin y el Babor actuaron como encajes marginales remunerados.

### ***c) Política de mercado abierto***

Las operaciones de mercado abierto consisten en compras y ventas de obligaciones del Estado (títulos públicos) y otros valores, realizadas en el mercado libre (Bolsa) cuya consecuencia es un aumento o disminución del dinero emitido por el Banco Central.

Así, cuando la autoridad monetaria compra valores públicos y paga con obligaciones a la vista sobre sí misma, inyecta dinero. Por el contrario, si vende valores que forman parte de sus activos, se produce una contracción de los medios de pago (absorbe dinero).

La política de mercado abierto es el conjunto de operaciones realizadas en el mercado libre, que tienen por objeto regular la base monetaria. Ello implica una variación en el volumen de los activos primarios del Banco Central, específicamente, valores con tasa de interés fija o variable.

En la Argentina, los títulos públicos nominados en pesos emitidos en las década de los ochenta y de los noventa fueron entre otros los siguientes: Bonos de Renta Real Asegurada (BARRA), Bonos Ajustables del Gobierno Nacional (Bagon) Títulos Dolarizados (Tídol), Bonos de Inversión y Crecimiento (BIC), Bonos de Consolidación Previsional (Bocones Previsionales). En forma concurrente se emitieron títulos nominados en dólares como los Bonos Externos 1989 (Bonex 89), Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en dólares, y también se lanzaron al mercado títulos en yens y en marcos alemanes, estos últimos en la década del 90.

### **8.2. Instrumentos vigentes durante la Convertibilidad**

A partir de la implementación del Plan de Convertibilidad se reducen los instrumentos de política monetaria y financiera.

#### ***a) Política de redescuentos***

En lo referente a la política de redescuentos ésta se restringió fuertemente. En efecto, sólo se mantuvo vigente una línea de redescuentos para atender situaciones de iliquidez por montos y plazos reducidos y a un costo elevado. Todas las líneas de redescuento preexistentes tales como apoyo a los bancos provinciales, a las economías regionales y a la financiación de exportaciones fueron eliminadas.

Así, de acuerdo con lo dispuesto por la Carta Orgánica del Banco Central (Ley N°24.144 del 23 de setiembre de 1992) la autoridad monetaria estuvo facultada para otorgar redescuentos a las entidades financieras por razones de iliquidez transitoria, que no excedieran los treinta (30) días corridos, hasta un máximo por entidad equivalente al patrimonio de ésta (artículo 18 inciso a).

También podía otorgar adelantos en cuenta a las entidades financieras por iliquidez transitoria y por un plazo no mayor a 30 días corridos, con caución de títulos públicos u otros valores, o con garantía o afectación especial o general sobre activos determinados.

Ni los redescuentos ni los adelantos en cuenta bajo ninguna circunstancia podían otorgarse bajo la forma de descubierto en cuenta corriente. En ambos casos se exigía la constitución de garantías en valores, no pudiendo superar el patrimonio de la entidad. Sólo podían ser renovados luego de transcurrido un período de 45 días desde su cancelación.

### ***b) Encajes en el contexto de la Convertibilidad***

La Carta Orgánica del Banco Central, si bien le otorgaba a éste la facultad de fijar los requisitos de reserva, establecía la prohibición de que los encajes fuesen remunerados, evitando de este modo incurrir en los déficits cuasi fiscales de la década del ochenta. También le prohibió al Banco Central imponer a las entidades financieras la constitución de depósitos indisponibles o inmovilizaciones. Sin embargo, la gratuidad de los encajes no implicaba que pudiera financiarse a través de las reservas legales el desequilibrio fiscal ya que la misma ley se lo impedía; su objetivo fue no encarecer el crédito.

La reforma de la Carta Orgánica previó que la integración del efectivo mínimo sólo podía constituirse en dinero en efectivo, en depósitos a la vista en el Banco Central y en cuentas en divisas, según se tratase de pasivos constituidos en moneda doméstica o extranjera en las entidades financieras.

Esta forma de integración puso de relieve que la política de efectivo mínimo sólo era viable con encajes básicos, ya que ello resultaba compatible con el Plan de Convertibilidad y la estabilidad económica como condicionantes de una política de tasas de interés que permitiera abaratar el crédito.

En este contexto, en enero de 1993 se adoptaron diversas medidas tendientes a facilitar la toma de crédito, tales como: eliminación del efectivo mínimo para los depósitos a plazo fijo; unificación de la tasa de efectivo mínimo para los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorro en pesos y en dólares; integración de los encajes por promedios móviles, con períodos de integración de cuatro semanas. También se dejó sin efecto la captación de depósitos a plazo fijo por períodos inferiores a 30 días.

Como consecuencia del efecto tequila, en noviembre de 1995, se sustituyeron las exigencias de encaje por los requisitos mínimos de liquidez que debían integrarse en dólares, tanto para los depósitos en moneda local como en moneda extranjera. Un cambio significativo fue su método de cálculo, ya que se constituían en función del plazo residual de las obligaciones. (Ver Anexo 1)

### ***c) Operaciones de mercado abierto***

En lo referente a la asistencia financiera específica que el Banco Central otorgaba a las entidades con situaciones transitorias de iliquidez, la Carta Orgánica, vigente a partir de setiembre de 1992, facultaba ampliamente a la autoridad monetaria a comprar y vender a precios de mercado, títulos públicos y privados, divisas y otros activos financieros en operaciones de contado y a término, siendo su objetivo final ***convertir este mecanismo de regulación en el principal instrumento de la política monetaria y cambiaria***. A través de este mecanismo se perseguía la regulación de las reservas y la estabilización del tipo de cambio de la moneda nacional.

Cabe agregar que este instrumento de regulación permitía al Banco Central ejercer un rol verdaderamente activo ya que según sea el volumen de compras o ventas, su incidencia en la circulación monetaria es directa e inmediata mientras que en el caso de la política de encajes ésta es "indirecta y mediata" por cuanto depende del efecto multiplicador de los depósitos.

En la práctica, estas operaciones se realizan bajo la modalidad de compra/venta de divisas o pases activos y pasivos con títulos públicos.

En lo referente a las operaciones de pase éstas consisten en la compra (***pase activo***) o venta (***pase pasivo***) de activos financieros (títulos públicos o divisas) con obligación futura de reventa o de recompra en un período según corresponda, con un costo financiero que cobra el Banco Central en el caso de los activos y paga cuando son pasivos.

Cuando se conciertan ***operaciones de pases activos*** se inyecta liquidez al mercado, incorporándose dichos activos a la cartera del Banco Central (efecto expansivo) y generando un efecto positivo sobre sus cuentas de resultado. Al momento de producirse el vencimiento se absorbe liquidez (efecto contractivo) y se reducen los activos financieros de su cartera. Desde la óptica de la convertibilidad esta operación fue neutra ya que no producía cambios en el total de las reservas excedentes. Su objetivo fue generar liquidez en el mercado expandiendo transitoriamente la base monetaria.

Cabe señalar que en su origen las ***operaciones de pases activos*** se identifican con necesidades de liquidez eventuales del sistema, sin tener vinculación con las particulares situaciones patrimoniales de los bancos que las efectúan.

En cuanto a las ***operaciones de pases pasivos***, su objetivo primario es la absorción de liquidez, razón por la cual se efectúa la venta de títulos públicos o divisas, con compromiso de recompra. El impacto en la convertibilidad fue también neutro por el carácter transitorio de la operación.

### 8.3. Instrumentos de política monetaria vigentes a partir de la pesificación (2002/2013)

Como consecuencia de la caída de la Convertibilidad y el estallido de la crisis política, las nuevas autoridades aplicaron la ley 25.561 de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario, sancionada el 6 de enero de 2002. Las principales medidas adoptadas fueron las siguientes:

- Devaluación, flotación del peso y control de cambios a 1.4\$/ u\$s.
- Función de prestamista de última instancia del BCRA.
- Pesificación asimétrica de activos y pasivos bancarios.
- Ampliación del corralito hacia el corralón (inmovilización del stock de plazos fijos)

Resulta de interés señalar que el paso de una economía de tipo de cambio fijo y alto nivel de dolarización a otra con tipo de cambio flotante, requirió de una efectiva reingeniería frente a la existencia de una gran mayoría de depósitos y préstamos nominados en dólares. La alternativa elegida fue la conversión de los depósitos en dólares a pesos al tipo de cambio 1.4\$/u\$s más el ajuste generado por el CER (coeficiente de Estabilización de Referencia) iniciándose un proceso de devolución de depósitos en un contexto de crisis. Con ese factor de ajuste, los ahorristas obtuvieron una ganancia de capital en pesos del cuarenta por ciento, preservándose en parte su poder adquisitivo en el país.

En cuanto a la cartera de préstamos se presentó también un problema difícil de resolver. La mayor parte de los préstamos a individuos o empresas estaban nominados en dólares mientras que sus ingresos eran en pesos. Dado que la conversión a pesos más CER del valor de los créditos los habría tornado impagables, y no pudiendo los bancos disponer de este flujo para fondar la devolución de los depósitos, la pesificación aceptó la conversión de las deudas bancarias dolarizadas a pesos uno a uno. Asimismo, se tradujeron a pesos -con la paridad uno a uno- los saldos deudores de los créditos comerciales y las tarifas de los servicios privatizados, otorgándose al Poder Ejecutivo la facultad para disponer medidas tendientes a disminuir el impacto producido por la modificación de la relación cambiaria para los deudores en dólares en el sistema financiero.

**a) Política de redescuentos y adelantos**

La autoridad monetaria continúa facultada para otorgar redescuentos a las entidades financieras por razones de iliquidez transitoria, hasta un máximo por entidad equivalente al patrimonio de ésta. Dichas operaciones de redescuento implican la transferencia en propiedad de los instrumentos de crédito de la entidad financiera a favor del Banco Central, quedando la entidad financiera obligada respecto del pago de los deudores de la cartera redescontada.

La Carta Orgánica (Ley N° 25.562 y subsiguientes) faculta al Banco Central a otorgar adelantos en cuenta a las entidades financieras por iliquidez transitoria, con caución de títulos públicos u otros valores, o con garantía o afectación especial o general sobre activos determinados, siempre y cuando la suma de los redescuentos y adelantos concedidos a una misma entidad no supere, en ninguna circunstancia, el patrimonio de ésta.

**b) Política de operaciones de mercado abierto**

Otro de los instrumentos que puede utilizar el Banco Central con fines de regulación monetaria y cambiaria consiste en la compra y venta a precios de mercado, en operaciones de contado y a término, de títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria y cambiaria.

**c) Política de efectivo mínimo**

Con el objeto de regular la cantidad de dinero y vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero, el BCRA exige que las entidades financieras mantengan disponibles determinadas proporciones de los depósitos y otros pasivos, denominados en moneda local o extranjera. La integración de los requisitos de reservas se efectúa en dinero en efectivo o en depósitos a la vista en el BCRA o en cuenta en divisas, según se trate de depósitos y demás obligaciones de las entidades financieras denominadas en moneda local o extranjera, respectivamente.

En situaciones generales que así lo aconsejen, el BCRA podrá disponer que la integración de los requisitos de reserva se realice parcialmente con títulos públicos valuados a precios de mercado.

**8.4. Reformas introducidas por la Nueva Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (Ley N° 26.739)**

La nueva Carta Orgánica, que entró en vigencia el 6 de abril de 2012 recupera los objetivos que desde 1935 hasta 1992 habían formado parte del mandato de la autoridad monetaria. Así, el artículo 3° de dicha ley restablece un mandato de objetivos múltiples que procura el pleno empleo de los recursos productivos y el desarrollo de la economía con equidad social. Sin embargo, no desestima la importancia de la estabilidad monetaria y del sistema financiero como meta intermedia para alcanzar los objetivos principales de crecimiento y empleo.

En consonancia con los nuevos objetivos propuestos se produjeron modificaciones en el artículo 4 que aumentan las funciones de la autoridad monetaria, entre las cuales se destaca su capacidad regulatoria. Ello resulta particularmente significativo, teniendo en cuenta el actual contexto económico mundial. En efecto, Estados Unidos y los países de Europa se encuentran sufriendo las consecuencias de una crisis que tuvo su origen en la falta de regulación de algunos activos financieros, que derivaron en la explosión de la burbuja inmobiliaria en 2008 y que trajo serias consecuencias en las variables reales de la economía. En consecuencia, resulta oportuno el

aumento de las funciones del Banco Central a fin de lograr un mejor control de los impactos del sector financiero en el sector real de la economía.

Otro artículo que sufrió modificaciones importantes fue el artículo 14 donde se establecen las obligaciones del Directorio del Banco Central. Los cambios efectuados derivaron en un aumento en la responsabilidad de las decisiones concentrado en el Presidente y Directorio del Banco Central. Una de las principales modificaciones fue el fortalecimiento de la intervención del Banco Central en el canal del crédito. Así, el Directorio pasa a tener a cargo la regulación de las condiciones del crédito pudiendo controlar los riesgos, plazos y tasas de interés entre otras variables. Ello tiene como objetivo incrementar los préstamos bancarios en condiciones razonables para las actividades e inversiones productivas, levantando la limitación de localización geográfica y tamaño de las pequeñas y medianas empresas que son grandes generadoras de empleo.

La nueva Carta Orgánica elimina la posibilidad de determinar el nivel óptimo de reservas y su composición en base a una regla fija como lo fue la base monetaria (necesaria durante la vigencia del Plan de Convertibilidad), siendo facultad del Banco Central administrar las reservas internacionales en base a la capacidad para atender las demandas del balance de pagos. En consecuencia, la determinación del nivel óptimo de reservas se vuelve más compleja y subjetiva ya que ahora se consideran variables que tienen más que ver con la dinámica de la economía actual, como por ejemplo, la evolución de las cuentas externas. Esta modificación tiene como aspecto positivo establecer el nivel de reservas en base a las particularidades específicas de la economía, lo cual evitará que se mantengan niveles de reserva mayores al necesario con el consiguiente costo de oportunidad. Es aquí donde reside una de las mayores responsabilidades que tiene a cargo el Directorio del Banco Central, por cuanto al poseer mayor discrecionalidad se necesita controlar las expectativas en los mercados financiero y cambiario y generar un clima de mayor confianza.

Probablemente la modificación que provocó mayores discusiones fue la que se produjo en el artículo 20, la cual implica un aumento de la capacidad de financiamiento del Banco Central al Gobierno Nacional en condiciones excepcionales y si la situación o las perspectivas de la economía nacional o internacional así lo justificase. Cabe señalar que este nuevo instrumento tendrá un rol central como instrumento anticíclico para estimular las variables reales tales como el crecimiento y el empleo en épocas de crisis. Sin embargo, también es factible que, cuando un Banco Central posee varios objetivos a alcanzar, se encuentre necesitado de financiar el déficit fiscal vía emisión de dinero y, como consecuencia, pueda caer en la trampa de inconsistencia temporal para poder hacerse de los recursos que implica utilizar el impuesto inflacionario. En economías como la argentina donde existen niveles de inflación altos y también experiencias relativamente recientes de hiperinflación, puede resultar riesgoso “jugar” con las expectativas inflacionarias.

En suma, la Reforma de la Carta Orgánica amplía el universo de acción del Banco Central así también como sus facultades y obligaciones. También aumenta de modo importante el poder en la toma de decisiones del Presidente del Banco Central y su Directorio. Estas medidas implican una vuelta a mandatos mucho más similares a los mandatos del Banco Central en su creación en 1935.

Sin embargo, estos cambios además conllevan un aumento de la discrecionalidad de las autoridades del Banco Central. Quedó demostrado tras la crisis del 2001 que un Banco Central como el que estipulaba la reforma de la Carta Orgánica de 1992 no pudo moderar los efectos de la crisis económica ya que se encontraba muy limitado en sus facultades. En virtud de ello, se requiere que el Banco Central tenga margen de acción en dichos momentos y para ello resulta necesario tomar decisiones discrecionales. Frente a estas decisiones, si bien es conveniente que se

tomen en concordancia con el Poder Ejecutivo a fin de coordinar ciertas políticas vitales para el desenvolvimiento de la economía, también resulta oportuno que el Banco Central cuente con un cierto nivel de autonomía para poder poner freno a la utilización de los recursos del Banco que pudieran resultar excesivos.

## CONCLUSIONES

La realización del trabajo permite efectuar algunas reflexiones sobre las principales cuestiones tratadas en las dos Secciones.

La primera Sección, que trata fundamentalmente de cuestiones vinculadas a oferta y demanda de dinero, permite concluir que aún en modelos de dinero activo, la determinación de la oferta monetaria no es un proceso absolutamente exógeno, definido por la autoridad monetaria sino que también intervienen otros agentes. Si bien el Banco Central fija la oferta de la base monetaria (a través de la política de reservas internacionales y decisiones de crédito interno), la creación secundaria de dinero -vía multiplicador- presenta filtraciones en materia de decisiones. Los agentes económicos no financieros definen sus preferencias en la composición de la cartera de activos mientras que los bancos pueden mantener un encaje por encima del encaje legal. En consecuencia, ello incide en el volumen de creación secundaria, y por ende en la oferta monetaria.

Con respecto a la demanda de dinero, se presenta una breve síntesis de las diferentes teorías que explican por qué los agentes económicos quieren tener dinero. Se parte de la versión ingenua de la teoría cuantitativa del dinero (Fisher, 1911), se explica la posición de la Escuela de Cambridge pero sin especificar que se trata de una función de demanda de dinero sino de cantidad de dinero. Quien formula realmente una teoría microeconómica de demanda de dinero es Keynes, especificando la relación funcional para el motivo transacciones (ingreso) y para el motivo especulación (tasa de interés). Posteriormente Baumol y Tobin agregan otras variables explicativas en su especificación, continuando la línea keynesiana. En contraposición, Milton Friedman reformula la teoría cuantitativa, presentando la demanda de dinero microeconómica como una relación funcional que depende de un conjunto reducido de variables (ingreso, tasa de interés de activos financieros alternativos e inflación esperada) en un ambiente sin ilusión monetaria.

En la Segunda Sección se analiza la Banca Central y los instrumentos de política monetaria, incluyendo los cambios introducidos por la última reforma de su Carta Orgánica (Ley N° 26.739). Se concluye que la raíz de la modificación fue eliminar los artículos que guardaban relación con el modelo de Banco Central vigente en décadas anteriores. Cabe destacar que durante la década del '90 (vigencia del Plan de Convertibilidad) se recortaron las funciones y objetivos del Banco Central, por lo que éste se transformó en una Caja de Conversión.

Con la reforma del Artículo 3 el Banco Central vuelve a plantearse objetivos dentro de la economía real como el crecimiento o el empleo. Esto es muy importante ya que en los últimos años quedó expuesto que no alcanza con proponer como objetivo único la estabilidad de precios para evitar que la economía incurra en una crisis. Sin embargo, no hay que desestimar la importancia de la estabilidad de precios como meta intermedia para alcanzar los objetivos principales de crecimiento y empleo.

En consonancia con los nuevos objetivos propuestos se produjeron modificaciones que aumentaron las funciones de la autoridad monetaria, siendo de gran importancia las vinculadas con su capacidad regulatoria, en particular por la crisis que atravesaba el contexto económico

mundial luego de la explosión de la burbuja inmobiliaria en 2008, que tuvo su origen en la falta de regulación de algunos activos financieros, que tuvo graves consecuencias en las variables reales de la economía. En virtud de ello, se considera oportuno el aumento de las funciones del Banco Central para poder lograr un mejor control de los impactos del sector financiero en el sector real de la economía.

La ampliación importante del poder en la toma de decisiones del Presidente del Banco Central y su Directorio muestra una vuelta a mandatos mucho más parecidos a los mandatos del Banco Central en su creación en 1935.

Sin embargo, cabe tener en cuenta que estos cambios además conllevan un aumento de la discrecionalidad de las autoridades del Banco Central en materia de política monetaria, fundamentalmente para moderar los efectos de posibles crisis económicas. En estos casos resulta positivo que dichas decisiones se tomen en concordancia con el Poder Ejecutivo, para poder coordinar ciertas políticas vitales para el desenvolvimiento de la economía. No obstante, también es necesario que cuente con un cierto nivel de autonomía para poder frenar la utilización de los recursos del Banco cuando pudieran resultar excesivos.

A pesar de las consideraciones finales alcanzadas en este trabajo, queda aún amplio espacio para seguir investigando sobre cuestiones de oferta monetaria en países emergentes, así como sobre las consecuencias de la Reforma de la Carta Orgánica en la evolución de la economía argentina.

## **BIBLIOGRAFIA**

Ando, Eguchi, Farmer y Suzuki, (1985). "Monetary Policy in Our Times" Proceedings of the First International Conference held by the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan. The M.I.T.Press. Cambridge, Massachusetts, London, England.

Banco Central De La República Argentina (2002). "Boletín Monetario y Financiero". Fecha de último acceso: 20 de abril de 2013

\_\_\_\_\_ (2005 /2006). "Boletín Monetario y Financiero". IV Trimestre 2005 y I Trimestre 2006. Fecha de último acceso: 20 de agosto de 2013

\_\_\_\_\_ (2008). Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina. Fecha de último acceso: 26 de Noviembre de 2012.

\_\_\_\_\_ (2012). Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina. Fecha de último acceso: 03 de mayo de 2013.

Barreira D. (1995). "Banco Central de la Argentina" Carta Orgánica. Ley 24.144 reformada por Ley 24.485. Editor Roberto Guido. Junio.

Braessas, H. y Naughton, A. (1997). "La realidad financiera del Banco Central: El antes y el después de la Convertibilidad". Fundación Editorial de Belgrano. Buenos Aires.

Bonel, P. (2012). "La Reforma de la Carta Orgánica del Banco Central y la Política Monetaria" Tesina. Tutora: Lidia Rosignuolo. FCE – UBA. Diciembre.

- Cavallo, A. (1998). "Bimonetarismo y Cajas de Conversión. La experiencia argentina de los 90". Universidad de San Andrés. <http://www.udesa.ar>.
- Gaba, E. (2009). "Creación de dinero en un sistema de encaje fraccionario" Lectura N° 2. (Mimeo) FCE - UBA. Buenos Aires.
- \_\_\_\_\_ (1981). "La Reforma Financiera Argentina. Lecciones de una experiencia". Revista Ensayos Económicos N° 19. BCRA. Buenos Aires.
- González Fraga, J. (1991). "Plan Cavallo". Macroeconómica. (Mimeo). Buenos Aires.
- Laidler, D. (1985). "The demand for Money, Theories, Evidence and Problems" 4<sup>th</sup> Edition, Harper –Collins, New York.
- Lopetegui, G. (1996). "Regulación y supervisión de liquidez". Nota Técnica N° 3. BCRA. Enero. Buenos Aires.
- Miller, Le Roy, Pulsinelli, Robert W. (1992). "Banca y moneda", Segunda Edición. Mc.Graw-Hill.
- Olivera, J. (1980). "Categoría monetarias" Revista de la Universidad de Buenos Aires. Volumen 3. Buenos Aires.
- \_\_\_\_\_ (1968). "El objeto de la política monetaria". Revista de Ciencias Económicas. Enero-Marzo. Buenos Aires.
- Piekarz, J. (1984). "Compensación de reservas de efectivo mínimo. La Cuenta Regulación Monetaria, el resultado cuasi fiscal del Banco Central y la transformación del sistema financiero argentino", Revista Ensayos Económicos N° 31, Septiembre 1984, 2<sup>a</sup> parte.
- Reyna, N., Suarez Dóriga, C. y Vicens M. (2011). "Política Monetaria de los principales Bancos Centrales durante de la crisis 2007 - 2011". Ensayos Económicos. 61/62. p. 189. Septiembre. <http://www.bcra.gov.ar/>
- ROSIGNUOLO, Lidia (1998). "Sector monetario y financiero" En Lecturas de Macroeconomía y Política Económica. Capítulo V. Ediciones Macchi. Buenos Aires.; Págs.131-155
- \_\_\_\_\_ (1991). "Los objetivos de la política económica". (Mimeo). FCE – UBA. Buenos Aires.
- \_\_\_\_\_ (1981). Comentario al trabajo del Dr. Esteban Cottelly "¿Por qué había fracasado la política financiera adoptada a partir de 1976?" Anales de la Asociación Argentina de Economía Política. La Plata.
- Rozenwurcel, G. y Fernández R. (1994). "El fortalecimiento del sector financiero, el caso argentino"; en El Fortalecimiento del Sector Financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación. Editor: Roberto Frenkel. CEDES, Buenos Aires.
- Samuelson, P. / Nordhaus, W. (2005). "Economía" Décimo Novena Edición. Mc Graw Hill - Interamericana de España S.A.

## ANEXO 1

### Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América

El Banco de la Reserva Federal fue creado en 1913 con el objeto de mantener la elasticidad del dinero, proveer un medio para redescantar papeles comerciales y supervisar a los bancos. Si bien informa sus políticas al Congreso y, al público en general, se trata de un banco central independiente.

En efecto, originariamente el Sistema de la Reserva Federal, conocido con el nombre de FED, se concibió como un tipo de cooperativa entre las empresas, los consumidores, los banqueros y el Gobierno Federal. Estaba compuesto con 12 bancos miembros. La FED no se creó como una institución que controlaría la oferta monetaria, las tasas de interés y el crédito, sino más bien lo fue para dar "elasticidad" al dinero y a las reservas de los bancos. La elasticidad del dinero existía si la oferta monetaria podía cambiar substancialmente, durante cortos períodos, en respuesta a cambios del público en la demanda de dinero. Así, la FED no fue vista como una institución que activamente alteraría la oferta monetaria para alcanzar los objetivos económicos, sino como una institución que cambiaría la oferta de dinero según fuese el deseo del público. La elasticidad se obtenía vía el mecanismo de préstamo o redescuento.

En la actualidad el Sistema de la Reserva Federal consiste en:

- a) Junta de Gobernadores,
- b) doce bancos de distrito de la Reserva Federal (con 25 sucursales cada uno),
- c) bancos miembros (alrededor de cinco mil) y,
- d) otras instituciones depositarias.

Todos los bancos que integran la Reserva Federal pueden comprar y vender bonos o títulos del Gobierno Federal siempre que lo hagan a través de operaciones de mercado abierto, financiando al Sector Público.

En cuanto a la Junta de Gobernadores, ésta tiene facultades discrecionales en materia de política monetaria y financiera, regulando el precio y la accesibilidad al crédito. Además, tiene la responsabilidad de regular a los doce bancos miembros y, de controlar y supervisar el accionar de los mismos.

Las instituciones del sistema financiero están obligadas a mantener encajes legales, ya sea en efectivo en su poder o bajo la forma de depósitos en cuentas en la Reserva Federal. Por su parte, la Junta de Gobernadores decide la tasa de efectivo mínimo según sea el tipo de depósito.

## ANEXO II

### Ejemplo de aplicación de política monetaria: Efecto tequila

La crisis mexicana producida hacia fines de 1994 generó un fuerte impacto en todas las economías latinoamericanas, provocando gran inquietud en los operadores nacionales e internacionales quienes -adversos al riesgo de una generalización de la situación en toda la región- efectuaron retiros significativos de fondos, luego de la revisión de las calificaciones de riesgo que habían recibido los distintos países.

En Argentina los retiros de fondos alcanzaron casi los \$8.000 millones (36% del total de depósitos y demás obligaciones), representando un serio peligro para el sistema monetario y financiero y una luz roja para la continuidad del Plan de Convertibilidad. El aumento del riesgo país significó una disminución en la cotización de los títulos públicos, hecho éste que se tradujo en un factor negativo sobre la cartera de algunos bancos, acentuando sus problemas de liquidez para atender la pérdida de depósitos de sus clientes, generando una situación de *riesgo sistémico*.

Como consecuencia de los efectos generados por la *crisis mexicana* en el exterior y un contexto de pronunciada necesidad de liquidez de la economía, el Banco Central dispuso una serie de medidas que entraron en vigencia en enero de 1995. Así, los requerimientos de integración básica del efectivo mínimo sobre los depósitos y demás obligaciones en pesos debían cumplimentarse en dólares (utilizándose para la conversión un único valor de un peso un dólar).

Con el objeto de mejorar el manejo y control de liquidez de las entidades financieras el Banco Central introdujo modificaciones relevantes: la adopción de requisitos de liquidez en reemplazo del anterior sistema de encajes legales y la evaluación del descalce de plazos entre los activos y los pasivos (brecha de liquidez).

La experiencia del primer trimestre de 1995 explicitó la necesidad de adoptar criterios más amplios en la fijación de los requerimientos de encaje que regulen la liquidez del sistema financiero. Ello llevó a la necesidad de mejorar la distribución de la liquidez asociada a los diferentes tipos de activos financieros, asegurando un nivel de liquidez sistémica vinculado a la volatilidad de los depósitos por cuanto, mientras la caída de depósitos se produjo en los depósitos a plazo fijo, se financió la misma con encaje proveniente de los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorro.

Cabe señalar que las principales características de los *requisitos de liquidez* se agruparon en tres categorías, a saber:

- a) los requisitos se aplicaron sobre todos los pasivos de las entidades, con excepción de los créditos otorgados por el Banco Central, los préstamos interfinancieros y los créditos externos vinculados al comercio exterior;
- b) los requisitos se constituyeron considerando el plazo residual de las obligaciones y,
- c) las tasas de exigencia de liquidez subían a medida que disminuía el plazo para su vencimiento.

Fue así que en noviembre de 1995 se sustituyeron las exigencias de encaje por los *requisitos mínimos de liquidez*, disponiéndose la aplicación automática de los saldos de las cuentas corrientes en el Banco Central a la realización de pases con dicha Institución, los cuales resultaron computables para la integración de dichos requisitos. Asimismo, se incorporaron los rubros siguientes para dicha integración: a) 1% del saldo de deuda por capitales de préstamos hipotecarios para vivienda, formalizados en los términos del "contrato modelo de mutuo con garantía

hipotecaria" consensuado por las entidades a través de ADEBA, ABRA y del Banco Hipotecario Nacional, correspondientes a deudores en situación de cumplimiento normal, b) préstamos de iguales características y certificados de participación y títulos representativos de deuda emitidos por fiduciarios de fideicomisos referidos a tales préstamos, respecto de los cuales sea titular de una opción de venta ejercible dentro de los 60 días próximos, c) títulos valores de empresas constituidas en países integrantes de la OCDE que cuenten con obligaciones calificadas en "A" como mínimo y d) cuotapartes de fondos comunes de inversión cuyos activos estén constituidos por títulos valores de gobiernos centrales o empresas de los países mencionados, admitidos para la integración.

En cuanto a la magnitud de los requisitos se resolvió eximir a las obligaciones de plazo residual superior a un año y, con motivo de la liberación del encaje adicional requerido para la conformación de la red de seguridad administrada por el Banco de la Nación Argentina, se aumentó la exigencia de efectivo mínimo en un punto a partir de julio de 1996.

Visto los inconvenientes que trajo aparejado el descalce de plazos (o descalce de liquidez) entre los pasivos y los activos de las entidades, el Banco Central decidió seguir las prácticas internacionales en el sentido de monitorear y evaluar el descalce de plazos para aplicar políticas más confiables sobre el manejo de la liquidez.

Fue así que el Banco Central dispuso que las entidades determinaren la brecha de liquidez en bandas temporales, mostrando el vencimiento neto acumulado del flujo futuro de la entidad.

En la elaboración de la brecha de liquidez en los distintos escenarios la autoridad monetaria tuvo en cuenta los siguientes aspectos: tipo y monto de los depósitos, acuerdos eventuales de crédito con fecha cierta o no, del mismo modo que ciertos pasivos contingentes; gastos operativos que deberían efectivizarse y tipos de préstamos según las normas de clasificación de deudores, neto de provisiones constituidas por riesgo de incobrabilidad.