

# LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES Y EL AUMENTO DEL CRÉDITO BANCARIO EN ARGENTINA ENTRE 2002 Y 2007<sup>1</sup>

---

Alfredo Schclarek Curutchet\* y Mauricio Caggia\*\*

## RESUMEN

Este artículo analiza la acumulación de reservas que se dio en el período 2002 a 2007 en Argentina. Además, estudia como esta política afectó los balances del Banco Central de la República Argentina y del sistema bancario. Para este fin, utilizamos el marco teórico del *money view*. Una conclusión es que esta política de acumulación de reservas permitió un aumento muy importante en el crédito bancario. Esto se debió a que la contrapartida de la acumulación de reservas fue un aumento de los depósitos de los bancos en el Banco Central y esto aumentó la capacidad prestable de los mismos. En términos de lecciones de política monetaria, tenemos que si este aumento del crédito bancario genera algún tipo de inestabilidad macroeconómica y/o financiera y no se desea dejar de acumular reservas, el Banco Central puede aumentar los requisitos de liquidez a los bancos. Además, si bien las regulaciones macroprudenciales respecto a los límites a la tenencia de divisas fueron una condición necesaria para la acumulación de reservas, también lo fueron las condiciones financieras, en especial la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo, que influyeron para que los agentes decidieran mantener sus carteras de inversión en pesos y no compraran divisas.

*Palabras clave:* Acumulación de reservas; crédito bancario; política monetaria; regulación macroprudencial; banco central; Argentina.

## ABSTRACT

This article discusses the accumulation of foreign reserves that occurred in the period 2002-2007 in Argentina. In addition, it studies how this policy affected the balance sheet of the Central Bank of Argentina and the banking system. For this pur-

---

<sup>1</sup> Los autores agradecen a Arturo O'Connell, Daniel Heymann, Jorge Carrera, Marcelo Rougier, Diego Bastourre, Óscar Dancourt y Francisco Schiffrer por comentarios y discusiones; y participantes en el seminario del IEF, FCE de la Universidad Nacional de Córdoba, el congreso de la LI Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (Tucumán), el workshop "Macroeconomics, Development and Structural Change", RIDGE 2016 Forum (Buenos Aires) y el congreso de la IX Jornadas de Economía Crítica (Córdoba).

\* Departamento de Economía y Finanzas, Universidad Nacional de Córdoba, Argentina; y CONICET, Argentina. E-mail: alfredo@eco.unc.edu.ar; www.cbneconomia.com.

\*\* Instituto de Economía y Finanzas, Universidad Nacional de Córdoba, Argentina.

Código JEL: E51, E52, E58, F31

---

pose, we use the theoretical framework of the “money view”. One conclusion is that the policy of foreign reserves accumulation allowed a major increase in bank credit to the private sector. The reason is that the complement of reserve accumulation is an increase in deposits of banks at the Central Bank, which, in turn, increases banks’ lending capacity. In terms of monetary policy lessons, if this increase in private credit generates macroeconomic and/or financial instability and central banks do not want to stop accumulating reserves, the Central Bank may increase liquidity requirements for banks. Moreover, while macroprudential regulations regarding the limits to foreign currency holdings were a necessary condition for the accumulation of reserves, so were the financial conditions, especially the interest rate on term deposits, which induced investors to maintain their investment portfolios in *pesos* and not to buy foreign currency.

*Keywords: Foreign reserve accumulation; bank credit; monetary policy; macroprudential regulation; central bank; Argentina*

---

## I. Introducción

Durante la primera parte de la década de los años 2000, los bancos centrales de Latinoamérica, como los de muchos países emergentes, experimentaron un continuo y marcado incremento en sus reservas internacionales. Por ejemplo, Argentina incrementó sus reservas de 9.164 millones de dólares en el tercer trimestre de 2002 a 46.676 millones de dólares a fines de 2007. Este aumento de las reservas internacionales estuvo íntimamente relacionado con el aumento del superávit comercial resultante del aumento en los precios internacionales de las exportaciones y las cantidades exportadas de estos países. En Argentina, por ejemplo, hubo un superávit trimestral promedio de 1.566 millones de dólares entre el cuarto trimestre de 2002 y el cuarto trimestre de 2007.

Esta creciente acumulación de reservas no solo ha revivido el debate acerca de las razones que tienen los bancos centrales para acumular reservas, sino también sobre las consecuencias financieras y macroeconómicas que esta acumulación trae aparejada. En términos de razones para justificar la acumulación de reservas, tres explicaciones han recibido especial atención. En primer lugar, el motivo precautorio establece la conveniencia de acumular un stock de reservas internacionales suficientes para que, ante una eventual crisis doméstica y/o externa, se puedan afrontar aumentos de demanda de divisas sin efectos negativos sobre la estabilidad financiera y macroeconómica. En segundo lugar, la acumulación de reservas también surge como consecuencia indirecta de una política de intervenir en el mercado de cambios con la intención de evitar una excesiva apreciación cambiaria nominal y/o real (ver, por ejemplo, Aizenman, 2008; Flood y Marion, 2002; y Redrado *et al.*, 2006). Por último, las razones de tipo transaccional sugieren que la acumulación de reservas es necesaria para garantizar que los pagos internacionales que surgen de operaciones financieras y/o de comercio internacional puedan realizarse de manera fluida y sin sobresaltos (ver, por ejemplo, Mehrling, 2011; Mehrling et al., 2013).

En cuanto a las consecuencias financieras y macroeconómicas de la acumulación de reservas, aunque la discusión es menos abundante, existe una creciente literatura académica que aborda esta temática. Mohanty y Turner (2006), por ejemplo, hacen una revisión de la (escasa) literatura existente y

discuten cuales son algunas de las posibles consecuencias domesticas de la acumulación de reservas internacionales. Entre los principales factores que mencionan, se incluyen: a) los costos fiscales y cuasi-fiscales de la acumulación de reservas cuando es acompañada con esterilización ya que la esterilización implica emisión de deuda publica ya sea por el ministerio de economía y/o hacienda como por el banco central; b) los desbalances monetarios y financieros futuros que se pueden dar si hay una excesiva esterilización que conlleve a que la dinámica de la deuda publica se vuelva insostenible; c) los desbalances monetarios y financieros que se generan como consecuencia de la acumulación de reservas, como ser excesivos aumentos del crédito bancario, de los precios de los activos financieros domésticos, de la volatilidad cambiaria, etc.; y d) efectos negativos sobre el sistema financiero, como ser la adopción de regulación macroprudencial de manera errónea y a destiempo, la dificultad de desarrollar mercados de bonos privados por el crowding-out de los bonos públicos, el fomento a la ineficiencia del sistema financiero cuando la emisión de deuda publica genera excesivas ganancias financieras de corto plazo y sin riesgo, etc. Además, Gadanez et al. (2014) estudia empíricamente el efecto que tiene la estrategia de acumulación de reservas con esterilización sobre el crédito bancario. Ellos encuentran evidencia, para un panel de países emergentes en el periodo 2001-2011, que muestra que una mayor tenencia de bonos y letras liquidadas del gobierno y del banco central tiene un impacto positivo en el mediano plazo sobre el crédito bancario.

Ante esta necesidad de una mejor comprensión de la relación entre la acumulación de reservas y el crédito bancario, nuestro artículo realiza un estudio de caso para Argentina en el período 2002 a 2007, donde analiza como la política de acumulación de reservas implicó un aumento del crédito bancario. A tal fin, estudia como esta política afectó los balances del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y del sistema bancario argentino. Para ello, el estudio de caso utiliza el marco teórico del “money view” para entender y explicar el funcionamiento del sistema monetario y bancario (Mehrling, 2011; Mehrling et al., 2013). Complementando este marco teórico, indagamos también sobre las distintas regulaciones macroprudenciales que se implementaron durante esta etapa con el fin de acu-

---

---

mular reservas internacionales y limitar la expansión del crédito bancario. Además, estudia algunas decisiones de política monetaria que también tuvieron un rol protagónico en la acumulación de reservas y en el intento de limitar el crédito bancario.

La importancia de este estudio de caso radica en que nos ayuda a comprender algunas de las políticas que el banco central puede implementar para incentivar y lograr que el sistema bancario sea funcional con la política de acumulación de reservas, en especial examina la regulación macroprudencial que obliga canalizar los pagos que surgen por las exportaciones a través del sistema bancario doméstico y limita la tenencia de divisas de los bancos domésticos. Además, analiza la necesidad de convalidar tasas de interés domésticas lo suficientemente altas como para alentar al sector privado a mantener sus portafolios de inversión en pesos. Más aun, como se estudiará en detalle, llevar adelante una política de acumulación de reservas no es una política neutra para los balances del banco central y del sistema bancario. Por ello, este estudio de caso ayuda a comprender los dilemas y disyuntivas para la política monetaria y financiera cuando, sea por el motivo que sea, hay acumulación de reservas. En especial, analiza distintas alternativas de política monetaria que puede llevar a cabo el banco central cuando la acumulación de reservas es acompañada por un excesivo aumento del crédito bancario que genera inestabilidad financiera y macroeconómica, como ser el sobreendeudamiento del sector privado, el sobre-apalancamiento del sector bancario, la insostenibilidad de la balanza de pagos exterior por un aumento de las importaciones y/o el aumento de la inflación por un aumento desmedido de la demanda agregada. En este sentido, el estudio de caso hace énfasis en analizar la esterilización monetaria con emisión de letras y/o bonos del banco central y la regulación macroprudencial relacionada a los requisitos de liquidez a los bancos comerciales.

Cuatro conclusiones surgen de este estudio de caso. En primer lugar, la acumulación de reservas fue posible gracias a la disponibilidad de divisas que se dio por el importante incremento del superávit comercial que se dio en este periodo en Argentina. Sin embargo, la regulación macroprudencial que obligaba a liquidar las divisas obtenidas por las exportaciones en el

---

sistema bancario domestico y la limitación a la tenencias de divisas a los bancos domésticos también jugaron un rol protagónico. En segundo lugar, la acumulación de reservas también fue posible porque la tasa de interés domestica, en especial la de los depósitos a plazo fijo, fue lo suficientemente alta como para incentivar a los inversores privados a mantener parte de sus carteras de inversión en pesos y que no se dolarizaran en exceso. En tercer lugar, la acumulación de reservas tuvo como contrapartida el aumento de los depósitos en pesos de los bancos en el banco central. Este incremento de los depósitos en pesos de los bancos en el banco central permitió un aumento muy importante en la capacidad de los bancos de otorgar créditos que, coincidiendo con un aumento de la demanda de crédito dado por el vigoroso crecimiento económico que hubo en este periodo, implicó un aumento sustancial del crédito bancario en pesos al sector privado. Probablemente, este aumento del crédito bancario fue una de las causas del aumento excesivo de la demanda agregada y la inflación en este periodo. En cuarto lugar, si bien el BCRA emitió letras para esterilizar el aumento de los depósitos de los bancos en el BCRA e implementó requisitos de liquidez a los bancos para limitar su capacidad de otorgar créditos, estos esfuerzos no parecieran haber sido suficientes ni consistentes para evitar el importante aumento del crédito bancario que se dio en el periodo de análisis. Más aun, la relajación de los requisitos de liquidez a los bancos en el periodo entre fines de 2003 y principios de 2006 fue a contramano de lo que hubiera sido necesario para limitar la expansión del crédito bancario. En este sentido, la regulación macroprudencial en este periodo fue procíclica y pareciera ser una de las razones por las cuales aumento fuertemente el crédito bancario y la demanda agregada (y la consiguiente presión inflacionaria).

Respecto a la estructura de este artículo, la sección 2 analiza la evolución de las reservas internacionales en el período 2002 a 2007 en Argentina y discute cuales fueron los factores que posibilitaron el aumento en la disponibilidad de divisas internacionales. En la sección 3 se estudia teóricamente, siguiendo el marco teórico del "money view", las consecuencias de la política de acumulación de reservas para los balances del banco central y el sistema bancario. Además, se complementa este análisis con un aná-

---

lisis teórico de las principales regulaciones macroprudenciales que se implementaron en este periodo en Argentina. La sección 4 analiza empíricamente, utilizando al marco teórico del “money view” como referencia, las consecuencias de la política de acumulación de reservas sobre el crédito bancario y otras variables bancarias y financieras en el periodo 2002 a 2007 en Argentina. Este análisis incluye el estudio de las principales regulaciones macroprudencial y políticas monetarias y financieras implementadas por el BCRA durante este periodo. Finalmente, en la sección 5 concluimos.

## **II. Evolución de las reservas internacionales y los factores explicativos**

En el grafico 1 se expone la evolución del stock de reservas internacionales del BCRA para el período 1994-2008. En el año 1994, las reservas internacionales en el Banco Central de la República Argentina ascendían a 17.099 millones de dólares mientras que en el año 1995 eran de 14.829 millones de dólares, es decir 2.270 millones de dólares menos con respecto al año anterior. Esta caída en el nivel de reservas está explicada principalmente por el efecto “contagio” de la crisis financiera de México. En el año 1996, las divisas vuelven a incrementarse, llegando el aumento a 6.054 millones de dólares, mientras que en 1997 lo hacen en 7.346 millones de dólares. Ya en 1998, debido al impacto de las crisis de Rusia y de Brasil y la sobrevaluación cambiaria, la economía argentina ingresa en un proceso de estancamiento y se ralentiza fuertemente el crecimiento de las reservas. Este proceso culmina con la crisis del año 2001/2002, luego de casi 4 años de recesión, déficit comercial y fuga de capitales, dándose una caída en las reservas internacionales de 21.725 millones de dólares en dos años y alcanzando un valor mínimo de 10.127 millones de dólares en 2002.<sup>2</sup> Es decir, en el periodo 1994-2002 se da una tasa de caída anual promedio de 10% en las reservas internacionales.

Habiéndose superado la crisis de 2001-2002, las reservas internacionales comienzan a crecer de manera sostenida a un mayor ritmo años tras año. En 2003, aumentan las reservas en 3.374 millones de dólares, aumen-

---

<sup>2</sup> Para un análisis de la macroeconomía de los años 1990, ver Damill et al. (2011).

---

tando el nivel de reservas a 13.501 millones. En 2004, aumentaron 5.557 millones de dólares, alcanzando un nivel de 19.058 millones de dólares. En 2005 las reservas crecen un 41,9% hasta los 27.049 millones de dólares en el cuarto trimestre de 2005, es decir, se expanden 7.991 millones de dólares. En 2006 el incremento en las reservas internacionales se reduce a 3.432 millones de dólares. Sin embargo, este año presenta la particularidad que el Gobierno Nacional canceló la deuda con el FMI por un monto de 9.530 millones de dólares.<sup>3</sup> Si no se hubiera efectuado este pago, las reservas probablemente hubieran crecido en el año 2006 un total de 12.962 millones de dólares. El stock de reservas en diciembre de 2007 alcanza los 46.676 millones de dólares, es decir, se logra un nivel casi cuatro veces superior al existente a comienzos del año 2002. Es decir, en el periodo 2002 a 2007, la tasa de crecimiento anual promedio de las reservas es de un poco más de 35,5%. Finalmente, si bien el 2008 termina con un nivel de reservas internacionales de alrededor de 48.500 millones de dólares, claramente mayor al nivel de 2007, este año marca el comienzo del fin de esta etapa de acumulación de reservas.<sup>4</sup>

---

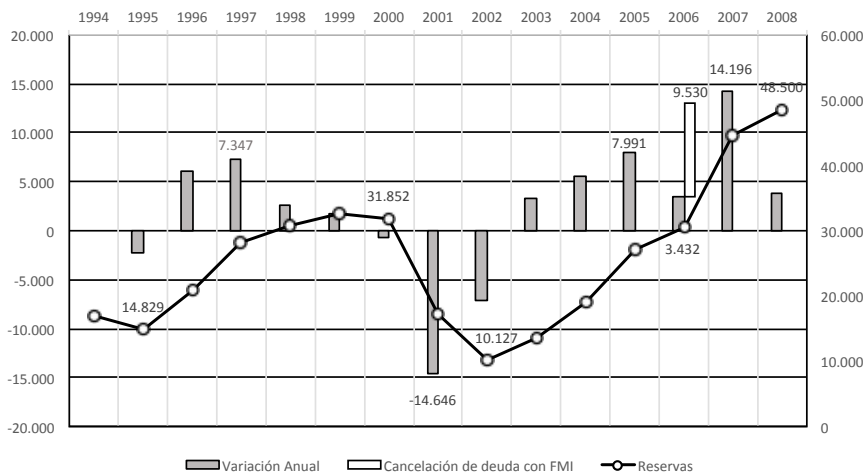
*3 Este pago al FMI permitió por un lado bajar el endeudamiento del Gobierno Nacional y por el otro desligarse de la condicionalidad del FMI.*

*4 El valor máximo del período descrito se alcanza en marzo de 2008 con 50.464 millones de dólares en reservas internacionales en el BCRA.*

---



**Gráfico 1**  
**Reservas Internacionales (En millones de USD)**  
**-cuarto trimestre de cada año-**



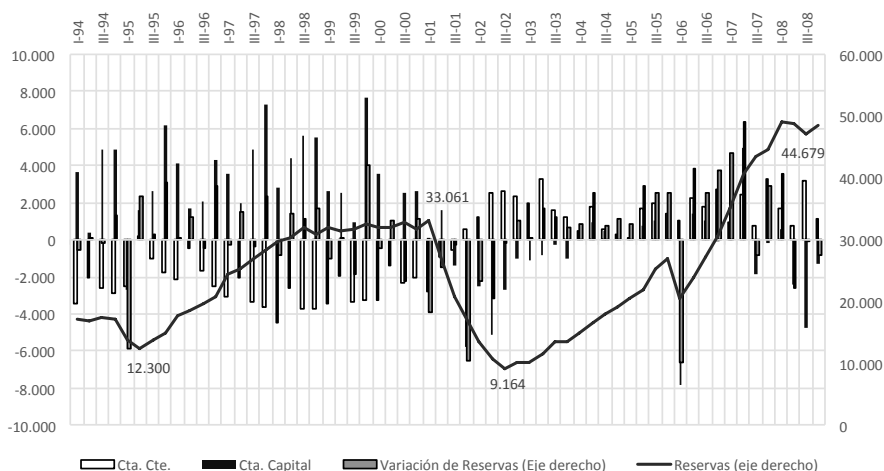
Fuente: Elaboración propia en base a información provista por el Banco Central de la República Argentina.

A continuación analizamos las razones que explican la evolución de las reservas internacionales. A tal fin, el gráfico 2 presenta la tendencia del stock de reservas internacionales y el resultado trimestral de la balanza en Cuenta Corriente y Cuenta Capital desde el año 1994 hasta el año 2007. Analizando, en primer lugar, el período 1994-2001, observamos que la Cuenta Corriente fue persistentemente negativa. Mientras que entre 1994 y 1996 el déficit promedio trimestral fue de 1.900 millones de dólares, en el sub-período 1997-2001, el déficit trimestral promedio se acrecienta a 2.561 millones de dólares. En el caso de la Cuenta Capital, entre 1994 y 2001, ésta se mantiene en superávit, si bien se distinguen dos sub-períodos: el primero, 1994-1998, en que el superávit trimestral en la balanza en Cuenta Capital es de 3.489 millones de dólares<sup>5</sup> y el segundo, 1999-2001, en que el resultado promedio de la Cuenta Capital cae a un promedio trimestral de 1.422 millones de dólares. En este sub-período fue el Sector Público vía

<sup>5</sup> Si bien el endeudamiento del sector público representaba el 50% de este resultado, el 34,5% del superávit en cuenta capital estaba explicado por el ingreso de divisas del sector privado no financiero.

endeudamiento el principal sostén de este resultado, ya que el sector privado no financiero mostró un resultado trimestral promedio deficitario de 1.007 millones de dólares.

**Gráfico 2**  
**Reservas Internacionales y Balanza de Pagos**  
**(En millones de USD)**



*Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por el Banco Central de la República Argentina y la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (INDEC).*

En el período 2002 a 2007, la Cuenta Corriente del balance de pagos experimentó un marcado y persistente superávit, siendo el superávit trimestral promedio de 1.566 millones de dólares entre el cuarto trimestre de 2002 y el cuarto trimestre de 2007. La Cuenta Capital obtuvo un superávit trimestral promedio de 107,7 millones de dólares para el mismo período. Es decir, la Cuenta Capital estuvo prácticamente en equilibrio durante este período.

Evidentemente, se observan dos períodos significativamente distintos, el primero (1994-2002) de déficit en la Cuenta Corriente y el segundo (2002-2007) de superávit en la Cuenta Corriente. A su vez, en estos dos períodos, también se observa que en el primero, la Cuenta Capital muestra

mayormente un importante superávit, mientras que en el segundo período observamos un equilibrio. La conclusión es que durante los años 1990, las reservas internacionales aumentaron por el superávit en la Cuenta Capital, fundamentalmente por el endeudamiento externo del sector público, mientras que en el período 2002 a 2007, las reservas aumentaron principalmente por el superávit en la Cuenta Corriente.

### **III. Marco normativo y conceptual para analizar las consecuencias de la acumulación de reservas sobre el balance del Banco Central y el sistema bancario**

En esta sección analizamos el marco normativo y conceptual para analizar el efecto de la política de acumulación de reservas sobre los balances del banco central y el sistema bancario. Para dicho fin, analizamos las principales normas y regulaciones bancarias que influenciaron y condicionaron el comportamiento de los agentes económicos en Argentina. Además, utilizamos la teoría y el aparato analítico propuesto por el *money view* (Mehrling, 2011; Mehrling et al., 2013) para comprender como la acumulación de reservas implica, como contrapartida, que aumenta la capacidad prestable del sistema bancario.<sup>67</sup> Finalmente, discutimos cuáles son los principales dilemas y disyuntivas para la política económica, especialmente para el banco central, de la acumulación de reservas.

Comenzamos analizando como fue el mecanismo concreto de liquidación de los dólares para los exportadores argentinos en el Mercado Único

---

6 Utilizar un esquema teórico para este análisis se hace especialmente necesario en este caso ya que el mero análisis de los datos de los balances del BCRA y del sistema financiero, sin un marco teórico de referencia y que de sentido a estos balances, no permite comprender cabalmente las dinámicas subyacentes de los datos.

7 Cabe notar que la teoría del “money view” contrasta con la teoría bancaria del intermediario financiero, la teoría bancaria de reservas fraccionaria y la teoría de la creación de dinero a través del crédito. En realidad, la teoría del “money view” se podría interpretar como una síntesis de la teoría de la creación de dinero a través del crédito, caracterizada por la elasticidad, y la teoría bancaria del intermediario financiero, caracterizada por la disciplina. Para una discusión detallada de la teoría bancaria del intermediario financiero, la teoría bancaria de reservas fraccionaria y la teoría de la creación de dinero a través del crédito ver, por ejemplo, Jakab and Kumhof (2015), McLeay et al. (2014) y Werner (2014).

---

y Libre de Cambio (MULC).<sup>8</sup> Esta obligación de liquidación surge inicialmente de la Comunicación "A" 3473 del 9 de febrero de 2002. En esta comunicación se establecía que los "cobros de exportaciones de bienes y servicios, netos de la aplicación de anticipos y préstamos de prefinanciación de exportaciones de bienes, deberán ser liquidados en el Mercado Único y Libre de Cambios en los plazos establecidos por la Secretaría de Industria y Comercio según el tipo de producto." Además, se establece que "el producido de la liquidación de cambio por la negociación de cobros de exportaciones y servicios, deberá ser acreditado a una cuenta corriente o en caja de ahorro en pesos en una entidad financiera." Incluso, inicialmente, la Comunicación "A" 3619, con fecha 31 mayo de 2002, establecía que las divisas obtenidas por exportaciones mayores a 1 millón de dólares debían liquidarse y cederse directamente al BCRA.<sup>9</sup> Esta obligación de liquidar y ceder directamente al BCRA se eliminó con la Comunicación "A" 3944 de fecha 6 de mayo de 2003. En términos prácticos, estas normativas implicaron que el exportador debía venderle las divisas obtenidas por la exportación a un banco doméstico al tipo de cambio vigente en el MULC y recibiría a cambio un depósito en pesos en dicho banco doméstico.

En la Figura 1 analizamos esquemáticamente como se dio este proceso de liquidación de divisas por parte del exportador. Analizar únicamente el comportamiento de los exportadores no significa negar que es también importante analizar el comportamiento de los importadores y/o la entrada/

---

8 EL MULC surge a partir del 8 de febrero de 2002 por el Decreto N° 260/02 del PEN y la Comunicación "A" 3471 del BCRA. Un aspecto central de esta nueva normativa fue que se estableció que el tipo de cambio surgiera del libre juego de la oferta y la demanda. Es decir, se abandonó el régimen de tipo de cambio fijo, imperante durante el régimen de la Convertibilidad, y se pasó a uno flexible. Además, se establece que las operaciones de cambio sólo podrán ser efectuadas en las entidades autorizadas por el Banco Central, que estas entidades deben llevar adelante un registro de las operaciones e identificación de sus clientes y cumplir con un régimen informativo sobre estas transacciones. La comunicación se puede encontrar en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/comytexord/A3471.pdf> Otro aspecto importante para el desarrollo del MULC es que la Comunicación "A" 3567, de fecha 17 de abril de 2002, establece que "las compras y ventas de cambio entre entidades deben realizarse a través del Siopel." El Siopel es un software que permite transar a distancia títulos valores y moneda extranjera y es desarrollado por el Mercado Abierto Electrónico (MAE).

9 La Comunicación "A" 3638, de fecha 18 de junio de 2002, baja este monto de 1 millón de dólares a 500.000 dólares. A su vez, la Comunicación "A" 3711, de fecha 3 de septiembre de 2002, baja aún más el límite a 200.000 dólares. Posteriormente, la Comunicación "A" 3859, con fecha 7 de enero de 2003, aumenta nuevamente el límite a 1 millón de dólares.

---

---

salida de divisas por operaciones financieras, tales como endeudamiento externo, inversión extranjera directa, repatriación de dividendos, repago de deudas externas, etc. Sin embargo, hacemos esta simplificación teniendo en cuenta, como vimos en la sección 2, que fue el superávit comercial el principal responsable de proveer reservas internacionales en Argentina durante el periodo en estudio. Es por ello que podemos simplificar y suponer que en este período hubo un agente económico que fue un exportador neto, que el producto que se exporta es soja y que la acumulación de reservas por parte del banco central tiene este origen. La condición inicial, dado por el punto (0), es tal que el banco del exterior (BE) tiene en su activo un depósito en dólares en la Reserva Federal (FED) y en su pasivo un depósito en dólares del agente económico que comprará la soja. Noten que para simplificar no hemos representado el balance de activos y pasivo del comprador de soja, solo su depósito de dólares en el banco del exterior (BE). Tampoco hemos representado el balance de la FED. El exportador argentino (EA), a su vez, tiene en su activo soja.

En el punto (1) representamos que sucede cuando el exportador de soja (EA) le entrega la soja al comprador y recibe el pago en forma de una transferencia bancaria a la cuenta bancaria en dólares en el banco exterior (BE). En el punto (2), el exportador de soja (EA) debe liquidar esos dólares a su banco doméstico (BD). Así, el exportador (EA) le transfiere su depósito en dólares a la cuenta que tiene el banco doméstico (BD) en el banco exterior (BE) y, a su vez, el banco doméstico (BD) le acredita los fondos equivalentes en pesos en la cuenta que el exportador (EA) tiene en el banco doméstico (BD). El punto (3) muestra como quedaron finalmente los balances de los distintos agentes. El exportador argentino (EA) tiene en su activo un depósito en pesos en el banco doméstico (BD), el banco doméstico (BD) tiene en su pasivo el depósito del exportador (EA) y en el activo el depósito en dólares en el banco del exterior (BE), y el banco del exterior tiene en el pasivo el depósito en dólares del banco doméstico (BD) y en el activo el depósito en la FED. Notar que los pasos (1) y (2) variarían si, por ejemplo, el banco doméstico recibiera directamente el pago del comprador de soja o si hubiera una prefinanciación de la exportación. Sin embargo, el resultado final sería el mismo.

---

Aquí es importante destacar que la mera obligación por parte del exportador de liquidar las divisas en el MULC y recibir a cambio un depósito en pesos en un banco doméstico no es suficiente para garantizar que los bancos, a su vez, venderán esas divisas en el MULC y que el BCRA las pueda comprar.<sup>10</sup> Aquí toma importancia las regulaciones macroprudenciales que restringen la tenencia de divisas por parte de las entidades financieras domésticas. En especial, son de suma importancia los límites tanto a la Posición General de Cambios (PGC) como a la Posición Global Neta de Moneda Extranjera (PGN) de las entidades. Según la Comunicación "A" Nro. 3645, de fecha 26 de junio de 2002, la PGC de las entidades se compone de "disponibilidades en oro, divisas y billetes en moneda extranjera en el país y en el exterior, tenencias de depósitos e inversiones a todo plazo en bancos del exterior, las inversiones en bonos privados y públicos externos, otras inversiones líquidas en el exterior y los saldos deudores y acreedores de corresponsalía. También se incluyen las compras y ventas de estos activos que estén concertadas y pendientes de liquidación por compras y ventas de cambio con clientes en un plazo no mayor a 48 horas hábiles. No forman parte de la PGC, los activos externos de terceros en custodia, los saldos de corresponsalía por transferencias de terceros pendientes de liquidación, las ventas y compras a término de divisas o valores externos y las inversiones directas en el exterior". Así mismo la normativa establece que "el límite máximo a la PGC de las entidades financieras es el 5% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC)."<sup>11</sup> Notar que al no incluir en la PGC los depósitos en moneda extranjera de los bancos en el BCRA, el objetivo de esta normativa sería limitar la tenencia de moneda extranjera en efectivo y en depósitos en el exterior, pero no necesariamente limitar que tengan depósitos en dólares en el BCRA.

---

*10 Especialmente luego que se eliminara la obligatoriedad de liquidar y ceder las divisas directamente al BCRA (Comunicación "A" 3944 de fecha 6 de mayo de 2003).*

*11 Notar que tanto las definiciones exactas de la PGC y los límites máximos a la PGC han ido variando con el tiempo, lo cual será analizado con mayor detenimiento en la próxima sección.*

---

**Figura 1: Liquidación de divisas del exportador argentino al banco doméstico**

	Banco Exterior (BE)		Banco Doméstico (BD)		Exportador Argentino (EA)	
	A	P	A	P	A	P
(0)	+Depósito USD FED (BE)	+Depósito USD (comprador soja)			+Soja	
(1)		-Depósito USD (comprador soja) +Depósito USD (EA)			-Soja +Depósito USD (EA)	
(2)		-Depósito USD (EA) +Depósito USD (BD)	+Depósito USD (BD)	+Depósito \$ (EA)	-Depósito USD (EA) +Depósito \$ (EA)	
(3)	+Depósito USD FED (BE)	+Depósito USD (BD)	+Depósito USD (BD)	+Depósito \$ (EA)	+Depósito \$ (EA)	

Otro límite máximo a la tenencia de dólares por parte de los bancos está dada por la normativa referida a la Posición Global Neta de Moneda Extranjera (PGN). Según la Comunicación "A" 3889, de fecha 7 de marzo de 2003, en la posición global de moneda extranjera se considerará "la totalidad de los activos y pasivos por intermediación financiera en moneda extranjera y en títulos en moneda extranjera (por operaciones al contado y a término), incluyendo los contratos de derivados vinculados con esos conceptos, los rubros que corresponda computar en la Posición General de Cambios, los depósitos en esa moneda en las cuentas abiertas en el Banco Central, como así también, la posición de oro, los depósitos a plazo fijo en dólares estadounidenses liquidables en pesos y las Letras del Banco Central de la República Argentina en dólares estadounidenses." A su vez se establece que "el valor absoluto de la posición global neta de moneda extranjera –en promedio mensual de saldos diarios convertidos a pesos al tipo de cambio de referencia– no podrá superar el 30% de la responsabilidad patrimonial computable del mes anterior al que corresponda".<sup>12</sup> Notar que esta normativa, si bien pone un límite a las tenencias de divisas por parte de los bancos domésticos, estaría también enfocada en evitar un descalce excesivo entre los activos y pasivos en moneda extranjera de los bancos. Es decir, por ejemplo, evitaría una excesiva dolarización de los pasivos de los bancos, lo cual fue un problema en la crisis 2001/2002.

Evidentemente que aquellos bancos que se vean afectados por los límites impuestos por la PGC y/o PGN estarán obligados a vender en el MULC las divisas que reciben de los exportadores en concepto de liquidación de exportaciones. A su vez, si la totalidad de los bancos del sistema financiero se ven limitados por estas normativas, el único comprador posible será el BCRA. Es decir, estas normativas implican que el BCRA aumenta su activo con tenencias en dólares pero también aumenta su pasivo con depósitos en pesos a favor de los bancos domésticos. A su vez, el activo de los bancos

---

*12 Notar que tanto la definición de PGN como los límites máximos a la PGN han ido variando en el tiempo, lo cual será analizado en la próxima sección. El texto ordenado y actualizado sobre la PGN se puede encontrar en <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Textord/t-pognme.pdf>*

---



domésticos se modifica, disminuyendo sus tenencias de dólares y aumentando sus depósitos en pesos en el BCRA.

En la Figura 2, exponemos que sucede cuando el banco doméstico (BD) le vende al BCRA los dólares obtenidos por la liquidación de los exportadores. En la situación inicial, punto (0), la Reserva Federal tiene en su pasivo un depósito del banco exterior, el banco exterior (BE) tiene en su activo un depósito en la FED y en el pasivo tiene el depósito en dólares del banco doméstico (BD) y el banco doméstico (BD) tiene en su activo el depósito en dólares en el banco exterior (BE) y en el pasivo tiene el depósito en pesos del exportador argentino (EA). El punto (1) muestra las transacciones que se realizan cuando el banco doméstico (BD) le vende los dólares al BCRA por pesos. El banco doméstico (BD) pierde su depósito en dólares en el banco exterior (BE) y recibe a cambio un depósito en pesos en el BCRA. A su vez el banco exterior (BE) le transfiere su depósito en dólares en la Reserva Federal al BCRA. Finalmente el punto (2) muestra la situación final, donde la FED tiene en su pasivo el depósito del BCRA, el BCRA tiene en su activo el depósito en la FED (reservas internacionales) y en su pasivo el depósito en pesos del banco doméstico (BD) y el banco doméstico (BD) tiene en su activo el depósito en pesos en el BCRA y en su pasivo el depósito en pesos del exportador argentino (EA).

Esta expansión del balance del BCRA y la pesificación de los activos de los bancos domésticos tienen dos consecuencias que analizaremos a continuación. En primer lugar, que los bancos hayan aumentado sus depósitos en el BCRA, como analizaremos detalladamente a continuación, implica que aumenta notablemente su capacidad para expandir el crédito al sector privado. En segundo lugar, la expansión de los depósitos bancarios del sector privado puede, sin los incentivos económicos correspondientes y/o restricciones normativas, utilizarse para comprar dólares en el MULC. Es decir, para que el BCRA pueda mantener las reservas internacionales y/o no se vea afectado el tipo de cambio nominal es necesario que los depositantes decidan mantener esas tenencias en pesos y no compren dólares.

Respecto al aumento de la capacidad prestable de los bancos, esta es una consecuencia de que los bancos necesitan depósitos en el BCRA para poder expandir su nivel de crédito. Sin embargo, el aumento del crédito

bancario no se produce como consecuencia de que los bancos prestan esos depósitos en el BCRA al sector privado no bancario.<sup>13</sup> Por el contrario, y siguiendo la teoría del “money view”, los bancos no son meros intermediarios de fondos sino que tienen la capacidad de crear dinero (depósitos bancarios) mediante el otorgamiento de crédito, sin necesidad de haber obtenido previamente depósitos o utilizando dinero previamente disponible. Es decir, los bancos, al momento de otorgar un crédito, acreditan esos fondos en la cuenta bancaria que el deudor tiene en el banco, con lo cual se expande tanto el activo del banco, en términos de deudas a cobrar, como el pasivo del banco, en términos de depósitos del sector privado. Empero, la capacidad de crear dinero a través del otorgamiento de crédito, la característica elástica del sistema monetario, no implica que no haya ningún límite a esta creación de dinero (Mehrling, 2011; Mehrling et al., 2013).

---

*13 Los depósitos de los bancos en el Banco Central solo se pueden prestar en el mercado de crédito interbancario a aquellos agentes financieros que tienen una cuenta en el Banco Central. Es decir, no se pueden prestar directamente al sector privado no bancario, como ser empresas industriales o consumidores individuales. Notar que los bancos también pueden utilizar estos depósitos en el Banco Central para obtener billetes del BCRA, para comprar letras, notas y/o bonos emitidos por el BCRA y/o para comprar activos financieros de otros bancos o de sus clientes.*

---

**Figura 2: Venta de divisas del banco doméstico al BCRA**

Reserva Federal (FED)		Banco Exterior (BE)		BCRA		Banco Doméstico (BD)	
A	P	A	P	A	P	A	P
(0)	+Depósito USD FED (BE)	+Depósito USD FED (BE)	+Depósito USD (BD)			+Depósito USD (BD)	+Depósito \$ (EA)
(1)	-Depósito USD FED (BE) +Depósito USD FED (BCRA)	-Depósito USD FED (BE)	-Depósito USD (BD)	+Depósito USD FED (BCRA)	+Depósito \$ BCRA (BD)	-Depósito USD (BD) +Depósito \$ BCRA (BD)	
(2)	+Depósito USD FED (BCRA)			+Depósito USD FED (BCRA)	+Depósito \$ BCRA (BD)	+Depósito \$ BCRA (BD)	+Depósito \$ (EA)

Existen, al menos, dos factores que limitan esta capacidad de creación de dinero. Por un lado, las exigencias de efectivo mínimo (o requisitos mínimos de liquidez) ponen un límite normativo a la expansión del crédito y los depósitos. Según este límite normativo, los bancos deben tener una cierta cantidad de depósitos en el BCRA y efectivo equivalente a un porcentaje, dado por las tasas de las exigencias de efectivo mínimo, de los depósitos bancarios.<sup>14, 15</sup> Este límite normativo restringe la capacidad de creación de dinero de los bancos y, por lo tanto, la capacidad de otorgar créditos bancarios ya que para otorgar créditos mediante la creación de depósitos, los bancos deberán contar con suficientes depósitos en el Banco Central y efectivo. Al mismo tiempo, y más fundamental, también existe un límite natural impuesto por el carácter jerárquico del dinero y el sistema de pago. Este límite natural implica que un banco debe tener disponible dinero de jerarquía superior (depósitos en el Banco Central o efectivo) para hacer frente a las transferencias bancarias que sus clientes realizan a clientes de otros bancos del sistema financiero y/o posibles retiros de depósitos en efectivo. Mientras mayor sea la fracción de los depósitos creados que se retiran en efectivo o se utilizan para hacer transferencias bancarias a otros bancos, menor será la expansión posible del crédito dada una cierta cantidad de depósitos en el BCRA. En este sentido, el nivel máximo del apalancamiento en términos de liquidez de los bancos, medido como “Depósitos creados a través del crédito bancario”/“Depósitos en el BCRA y Tenencia de billetes”, no es fijo sino que es variable en el tiempo. Este límite natural al apalancamiento en términos de liquidez, que es variable en el tiempo, genera disciplina en el sistema monetario. Cual de estos dos límites, el normativo o el natural, termina siendo el vinculante dependerá por un lado de las tasas impuestas por las regulaciones y, por el otro, en el uso que los depositantes le den a los depósitos creados por los bancos.

---

14 Notar que en el periodo 2003 a 2007 la normativa permitía la integración de las exigencias de efectivo mínimo con efectivo mantenido por los bancos. Esta integración en efectivo fue eliminada en abril de 2012 mediante la Comunicación “A” 5299 del BCRA. El texto ordenado y actualizado de la normativa referida a las exigencias de efectivo mínimo se puede encontrar en: <http://www.bcr.gov.ar/pdfs/texord/tefemin.pdf>

15 Otro límite normativo es el Ratio de Cobertura de Liquidez. Sin embargo, esta normativa es nueva y no estaba operativa en el periodo 2002 a 2007 en Argentina. El texto ordenado de la normativa se puede encontrar en: <http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/Textord/t-ratio.pdf>

---

Concluyendo, la mayor disponibilidad de depósitos en el BCRA por parte de los bancos permite que estos otorguen más crédito y creen más dinero (depósitos bancarios), ya que se ve relajada la restricción normativa y/o natural (Mehrling, 2011; Mehrling et al., 2013).

En la figura 3 analizamos el mecanismo por el cual aumenta el crédito bancario cuando se incrementa la cantidad de depósitos de los bancos en el BCRA. En el punto (0) mostramos la situación inicial, dada por la situación final planteada por las figuras 1 y 2, siendo lo esencial a destacar que el banco A (BA) tiene un depósito en pesos en el BCRA. En el punto (1) representamos lo que sucede cuando el banco A (BA) otorga un préstamo al sector privado y crea un depósito por ese monto (depósito nuevo BA \$ (SP)). Notar que distinguimos entre “Depósito viejo BA \$ (SP)” y “Depósito nuevo BA \$ (SP)” simplemente para remarcar que el “Depósito viejo BA \$ (SP)” no está involucrado para nada en la creación del “Depósito nuevo BA \$ (SP)”. Es decir, el aumento del crédito expandió tanto el balance del banco como del sector privado, pero el banco no tuvo necesidad de contar con depósitos bancarios obtenidos previamente sino que este los creó como una contrapartida al crédito otorgado. Notar, sin embargo, que es la disponibilidad de depósitos en el BCRA lo que permite relajar la restricción normativa y/o natural y permite que el banco pueda crear dinero.

En el punto (2) de la figura 3 ejemplificamos lo que sucede si el sector privado decide retirar una fracción de sus depósitos en billetes (efectivo), es decir ejemplificamos el carácter disciplinante natural del sistema monetario. En ese caso, el banco A (BA) debe utilizar su depósito en el BCRA para exigirle a este que le entregue billetes para, a su vez, poder entregarle estos al sector privado. Si en vez de retirar los depósitos en billetes, el sector privado hubiera hecho una transferencia bancaria a un cliente del banco B (BB), el banco A (BA) debería transferir su depósito en el BCRA al banco B (BB). Esto está representado en el punto (3). Si el banco A (BA) no tuviera suficientes depósitos en el BCRA para obtener los billetes o realizar la transferencia al banco B (BB), el banco A (BA) deberá acudir al mercado de prestamos interbancarios para obtener esos fondos, lo cual lógicamente tiene un costo para el banco A (BA). Incluso si no hay bancos dispuestos a prestarle, el banco A (BA) puede acudir al BCRA para que este ejerza

de prestamista de última instancia. Evidentemente, la proporción de los depósitos bancarios creados por un banco que se utilizan para hacer transferencias a otros bancos o se retiran en efectivo condiciona la capacidad de crear depósitos bancarios a través de dar créditos al sector privado.

Una conclusión del análisis precedente es que una política de acumulación de reservas permite la expansión del crédito bancario. Es decir, la política de acumulación de reservas no solo implica que el Banco Central se haga de reservas internacionales para poder usarlas en épocas de turbulencia financiera y/o cambiaria o como un instrumento para influenciar el tipo de cambio nominal y real, sino que también fomenta el crecimiento económico a través de posibilitar la expansión del crédito bancario. Esta posible expansión crediticia plantea a su vez varios dilemas en el manejo contracíclico de la política monetaria, especialmente si el aumento del crédito bancario genera algún tipo de inestabilidad macroeconómica y/o financiera, tal como el sobreendeudamiento del sector privado, el sobreapalancamiento del sector bancario, la insostenibilidad de la balanza de pagos exterior por un aumento de las importaciones y/o el aumento de la inflación por un aumento desmedido de la demanda agregada.

---

Figura 3: Crédito bancario al sector privado

	BCRA		Banco A (BA)		Banco B (BB)		Sector privado (SP)	
	A	P	A	P	A	P	A	P
(0)	+Depósito USD FED (BCRA)	+Depósito BCRA \$ (BA)	+Depósito BCRA \$ (BA)	+Depósito viejo BA \$ (SP)			+Depósito viejo BA \$ (SP)	
(1)			+Prestamos \$ (SP)	+Depósito nuevo BA \$ (SP)			+Depósito nuevo BA \$ (SP)	+Prestamos \$ (SP)
(2)		-Depósito BCRA \$ (BA) +Billetes \$	-Depósito BCRA \$ (BA) +Billetes \$ - Billetes \$	-Depósito nuevo BA \$ (SP)			-Depósito nuevo BA \$ (SP) +Billetes \$	
(3)		-Depósito BCRA \$ (BA) +Depósito BCRA \$ (BB)	-Depósito BCRA \$ (BA)	-Depósito nuevo BA \$ (SP)	+Depósito BCRA \$ (BB)	+Depósito nuevo BB \$ (SP)	-Depósito nuevo BA \$ (SP) +Depósito nuevo BB \$ (SP)	
(4)		-Depósito BCRA \$ (BA) + Letras BCRA \$ (BA)	-Depósito BCRA \$ (BA) + Letras BCRA \$ (BA)					

Evidentemente, si se desea morigerar el aumento del crédito bancario debido a algunos de estos problemas macroeconómicos y financieros, el Banco Central puede reducir la acumulación de reservas internacionales. Alternativamente, si no quisiera reducir su acumulación de reservas, ya sea por razones de política precautoria y/o para influenciar el tipo de cambio, tiene, al menos, tres opciones para detener la expansión crediticia. La primera opción sería aumentar las tasas de las exigencias de efectivo mínimo (requisitos de liquidez) hasta el punto en que condicione la expansión del crédito bancario.<sup>16</sup> Notar que esta medida implica que para una determinada cantidad de depósitos bancarios, los bancos deberán tener más depósitos en el Banco Central. Por ello, este aumento de las exigencias de efectivo mínimo puede causar el incremento de la tasa de interés que los bancos cobran por los créditos y/o la disminución de la tasa de interés pagados a los depósitos bancarios. Sin embargo, en un proceso de acumulación de reservas en donde hay aumentos de los depósitos en el Banco Central, no queda claro a priori cual es el efecto final de un aumento de la tasa de las exigencias de efectivo mínimo sobre la tasa de interés de los créditos y los depósitos. Es decir, esto es una cuestión a dilucidar empíricamente.

En segundo lugar, para morigerar el aumento del crédito, el Banco Central le puede vender a los bancos letras, notas y/o bonos a cambio de los depósitos en el Banco Central. Es decir, llevar adelante una política de esterilización. Para que esta compra de títulos del Banco Central sea una decisión voluntaria de los bancos, la tasa de interés de los títulos emitidos por el Banco Central deberá ser lo suficientemente atractiva para que los bancos prefieran comprar esos títulos en vez de aprovechar los depósitos en el Banco Central para expandir el crédito bancario al sector privado. Es importante también reconocer que la esterilización de los depósitos en el Banco Central por los títulos del Banco Central significa que en el corto plazo se ha contenido la capacidad prestable de los bancos. Sin embargo, en el mediano y largo plazo, cuando venzan los títulos, los bancos verán aumentar sus depósitos en el Banco Central no solo por el capital sino también por los intereses de dichos títulos, con lo cual aumentará aun más la capacidad prestable de los

---

*16 Para una revisión de la literatura, una discusión teórica y un análisis sobre la implementación de las exigencias de efectivo mínimo, ver, entre otros, Agénor et al. (2015) y Gray (2011).*

---



bancos. Si esto último fuera un problema, es probable que modificaciones a las tasas de las exigencias de efectivo mínimo sea una mejor alternativa de política monetaria (o al menos, una combinación de ambas medidas).<sup>17</sup> En el punto (4) de la figura 3 representamos lo que sucede si el Banco Central decide esterilizar el aumento de los depósitos en el BCRA mediante la emisión letras, notas y/o bonos del BCRA a cambio de estos depósitos. En este caso, el tamaño de los balances del BCRA y del banco A (BA) no cambian, sino que se modifica su composición.

Una tercera opción sería que el gobierno transfiriera una fracción de sus depósitos en los bancos comerciales a una cuenta en el Banco Central para que los bancos comerciales vean disminuidos sus depósitos en el Banco Central. Por supuesto que para que esto tenga un efecto, el gobierno debería tener un superávit fiscal y debería ir depositando en el Banco Central ese superávit fiscal. Aquí, sin embargo, hay que evaluar si al gobierno le conviene mantener inmovilizados esos depósitos en el Banco Central o si, por el contrario, le conviene recapitalizar al Banco Central, hacer alguna otra transacción financiera que no implique un aumento de los depósitos de los bancos comerciales en el Banco Central, disminuir la deuda pública externa, y/o hacer inversiones financieras en el exterior. Notar, sin embargo, que éstas dos últimas alternativas irían en contra de la acumulación de reservas.

En lo que sigue analizamos los incentivos que deben recibir los depositantes del sector privado para mantener sus depósitos en pesos, no comprar dólares y de esta manera posibilitar la acumulación de reservas por parte del Banco Central. Aquí vale la pena aclarar que, a primera vista, podría parecer que la obligatoriedad de liquidar las divisas obtenidas por el exportador y el límite impuesto a los bancos respecto a sus tenencias de divisas son dos condiciones necesarias y suficientes para que el Banco Central pueda acumular reservas. Esta afirmación, como argumentamos aquí, no es correcta. La razón es que en Argentina en el período 2002 a 2007, si bien regían límites a “las compras de billetes y divisas en moneda extranjera en el mercado único y libre de cambios”, las personas físicas y jurídicas podían comprar hasta 2 millones de dólares mensuales en con-

---

<sup>17</sup> Zhang (2012) analiza esta misma disyuntiva para el caso Chino.

---

cepto de “compra para tenencias de billetes extranjeros en el país”.<sup>18</sup> Esta normativa significa que si bien las grandes empresas (por ejemplo, los grandes exportadores de soja) se vieron restringidos por esta limitación de 2 millones de dólares por mes, es poco probable que sus proveedores más pequeños (por ejemplo, los productores de soja) lo hayan estado. Esto significa que para que haya habido acumulación de reservas por parte del BCRA, los depositantes tuvieron incentivos para mantener mayormente pesificada su cartera de inversión y no comprar dólares billetes o hacer transferencias en dólares al exterior.<sup>19</sup>

También es importante aclarar que probablemente una fracción de los depósitos, que se generaron por la liquidación de los dólares procedentes del superávit comercial y del consiguiente aumento del crédito bancario, queden depositados en cuentas corrientes y cajas de ahorro en pesos para ser usados en las transacciones comerciales y financieras que se dan al generarse una mayor actividad económica, es decir un aumento de la demanda de depósitos a la vista en pesos. Esto significa que esos depósitos en pesos se mantienen para “hacer pagos en pesos”. Por ejemplo, los exportadores usarán parte de los depósitos obtenidos para pagarle a sus proveedores (por ejemplo, productores de soja) y a sus empleados. A su vez, los empleados, tanto del exportador como del proveedor, utilizarán esos pesos para comprar bienes que necesitan o desean consumir.

---

18 La Comunicación “A” 3722, de fecha 6 de septiembre de 2002, establece que “las personas físicas y jurídicas deberán contar con la conformidad previa del BCRA para la realización de compras de billetes y divisas en moneda extranjera en el mercado único y libre de cambios, por los siguientes conceptos: inversiones de portafolio en el exterior de personas físicas, otras inversiones en el exterior de residentes, inversiones en el exterior de personas jurídicas, y compra para tenencias de billetes extranjeros en el país.” Y establece que “no es de aplicación cuando en el conjunto de las entidades autorizadas a operar en cambios y por mes calendario, la persona física o jurídica no supere un nivel de compras por el total de los conceptos mencionados, del equivalente de dólares estadounidenses 100.000.” Este límite de 100.000 dólares fue aumentando gradualmente hasta llegar a 2 millones de dólares. Concretamente, el 26 de diciembre de 2002 la Comunicación “A” 3845 aumenta el límite de 100.000 a 150.000 dólares, el 27 de marzo de 2003, mediante la Comunicación “A” 3909, se aumenta el límite a 300.000 dólares, el 6 de mayo de 2003, mediante la Comunicación “A” 3944, se aumenta el límite a 500.000 dólares, el 20 de enero de 2004, mediante la Comunicación “A” 4079, se aumenta el límite a 1 millón de dólares y finalmente mediante la Comunicación “A” 4128 de fecha 16 de abril de 2004, se aumenta el límite a 2 millones.

19 Adicionalmente, en caso que los agentes deseen tener su cartera dolarizada, para que no haya una caída en las reservas internacionales del Banco Central y/o movimientos del tipo de cambio, los depositantes tendrían que mantener los dólares depositados en el sistema financiero doméstico y/o en depósitos en pesos pero “dollar-linked”.

---

Además de estos depósitos para hacer pagos en pesos “en lo inmediato”, también habrá una fracción de depósitos que se atesoran para hacer pagos en pesos “en el futuro”. Probablemente estos depósitos busquen obtener algún tipo de rendimiento financiero durante el tiempo que no sean utilizados para hacer pagos. Evidentemente, estos últimos depósitos son los que requieren incentivos para quedarse en pesos ya que son los que potencialmente pueden utilizarse para comprar dólares con fines de atesoramiento o para realizar una inversión en el exterior. Notar que los depósitos que se usan para pagos “en lo inmediato” pueden incluso usarse para comprar inmuebles, acciones, bonos y otros activos financiero domésticos. Es decir, no estamos haciendo la distinción tradicional entre consumo y ahorro sino entre tenencias de depósitos para hacer pagos “en lo inmediato” y tenencias de depósitos para hacer pagos “en el futuro”. El punto de discutir esta cuestión es que habrá una fracción de los depósitos creados que no necesitará obtener un retorno para mantenerse en el sistema bancario domestico y otra fracción que si.

Respecto a los depósitos que requieren obtener un retorno (depósitos para hacer pagos “en el futuro”), toma importancia los depósitos a plazo fijo, su tasa y como los bancos generan ingresos para poder pagar esos intereses sin descapitalizarse. La tasa de interés que pagan los depósitos a plazo fijo tendrá que ser tal que a los agentes del sector privado les sea conveniente mantener sus fondos depositados en el sistema financiero doméstico en vez de comprar dólares o hacer inversiones en el exterior. El nivel de la tasa de interés para dar los incentivos necesarios dependerá de la tasa de interés que se puede obtener en el exterior, de la tasa de depreciación esperada, pero también del nivel de riesgo y volatilidad tanto doméstico como en el exterior, en especial la volatilidad del tipo de cambio.

Para que los bancos puedan pagar los intereses de los depósitos a plazo fijo sin descapitalizarse, los bancos deben obtener ingresos suficientes para poder hacer frente a esos intereses. Es decir, los ingresos que los bancos reciben por sus activos deben ser al menos iguales a los costos que sus pasivos les generan. Notar que a primera vista podría parecer que para que los ingresos de un banco sean superiores a los egresos seria simplemente necesario que el diferencial de tasas entre el activo y el pasivo sea

positivo. En realidad, además de tener en cuenta este diferencial de tasas, es necesario considerar la exacta composición del activo y del pasivo de los bancos. Esta aclaración es importante porque hay componentes tanto del activo de los bancos, como ser tenencias de billetes, como del pasivo de los bancos, como los depósitos en cuenta corriente o en caja de ahorro, que no pagan ningún interés. Por otro lado, hay componentes del activo, como prestamos al sector privado o letras y bonos del Banco Central, y del pasivo, como depósitos a plazo fijo, que si devengan un interés. Evidentemente, el diferencial de tasas necesario para garantizar que los ingresos totales sean superiores a los egresos totales de un banco (pudiendo incluso el diferencial de tasas ser negativo) se reduce si hay una mayor proporción de activos que rinden interés y una mayor proporción de pasivos que no pagan interés.

Desde el punto de vista de los depósitos que los bancos tienen en el Banco Central existen, al menos, cinco alternativas para que los bancos obtengan ingresos con los cuales financiar los intereses de los depósitos a plazo fijo. La primera alternativa es que los bancos otorguen créditos al sector privado (o incluso al gobierno, es decir al Ministerio de Economía), aprovechando la mayor capacidad crediticia dada por la disponibilidad de depósitos en el Banco Central (aquí también incluimos la posibilidad de comprar letras y/o bonos del sector privado y público). La segunda alternativa es que presten esos depósitos en el Banco Central a otros bancos en el mercado interbancario. La tercera posibilidad es que el Banco Central remunere los depósitos de los bancos en el Banco Central. La cuarta es que los bancos presenten esos depósitos al Banco Central mediante operaciones de pases pasivos o repo. Finalmente, la quinta opción es que el Banco Central emita letras y/o bonos para que los bancos compren utilizando sus depósitos en el Banco Central. Evidentemente que en términos de fomento a la actividad económica es mejor que los bancos obtengan ingresos mediante el otorgamiento de créditos y/o compra de letras y/o bonos al sector privado que mediante el ingreso obtenido del Banco Central, que implica simplemente más creación futura de depósitos en el Banco Central.

Finalmente, vale la pena remarcar una advertencia respecto al nivel óptimo de la tasa de interés doméstica. Una tasa de interés de los depósitos a

---

plazo fijo en pesos demasiado alta implica también una mayor expansión de los depósitos en pesos a futuro por el pago de los intereses. Más aun, si la tasa de interés doméstica termina siendo mayor que la tasa de depreciación durante un determinado periodo, el valor en dólares de estos depósitos en pesos habrá aumentado. Esto, a su vez, puede propiciar un rebalanceo de los portafolios de inversión de dólares y pesos de los inversores privados que implique un aumento de la demanda de dólares.<sup>20</sup> Por ello, una tasa de interés doméstica excesivamente alta, por demasiado tiempo, puede terminar generando un aumento de las expectativas de depreciación futura y/o una depreciación actual de la moneda doméstica. Notar que este mismo argumento se debe considerar cuando analizamos la tasa de interés que devengan los depósitos de los bancos en el Banco Central, los pasivos pasivos del banco Central y las letras y bonos del Banco Central.

Además, si al mismo tiempo, tenemos que la cantidad de reservas internacionales del Banco Central aumenta a un menor ritmo que el aumento en el valor en dólares de los depósitos en pesos (y, más en general, de la liquidez total en pesos del sistema bancario y financiero), tendremos una situación en donde aumenta el ratio entre el valor en dólares de la liquidez total en pesos del sistema bancario y financiero y el valor de las reservas internacionales. Un aumento de este ratio estaría indicando, en otras palabras, una situación en donde habría cada vez más pesos en el sistema monetario domestico por cada dólar en poder del Banco Central. Este ratio podría ser interpretado como una especie de apalancamiento del sistema monetario domestico respecto a la cantidad de dólares disponibles. Es necesario advertir que si este ratio aumenta mucho, o muy rápidamente, puede generar inestabilidad financiera y cambiaria, en especial puede generar un aumento de la demanda de dólares, un aumento de las expectativas corrientes de depreciación futura y/o una depreciación actual de la moneda doméstica. Lógicamente, una depreciación también trae aparejado un aumento de la inflación.

Por esto último, es importante que la política monetaria establezca un nivel adecuado para la tasa de interés domestica. Por un lado, debe dar in-

---

*20 Un argumento similar, aunque con ciertas diferencias, se ha utilizado en Camanho et al. (2018) y Gabaix y Maggiori (2015), entre otros.*

---

centivos para que los agentes deseen mantener cierta cantidad de depósitos en pesos, y otros instrumentos financieros en pesos, a plazo. Pero, por otro lado, no debe fomentar una expansión excesiva de la liquidez en pesos por el pago futuro de intereses. Sin embargo, si las expectativas de devaluación y/o el nivel de riesgo y volatilidad financiera y económica doméstica son muy elevadas, es posible que no haya ninguna tasa de interés adecuada y sostenible que impida que los agentes deseen comprar dólares. En estos casos de crisis o inestabilidad financiera extrema puede ser necesario imponer restricciones a las compras de dólares (controles de capital).<sup>21</sup>

#### **IV. Evolución del balance del BCRA y el sistema financiero durante el período 2002-2007**

El proceso de acumulación de reservas, descrito en la sección 2, modificó la composición y evolución del balance del BCRA, como así también el de las entidades financieras. En esta sección analizamos dichos balances y su evolución, tomando el esquema teórico presentado en la sección precedente como punto de partida para comprender mejor las razones de las dinámicas observadas.

En el gráfico 3 presentamos el nivel y trayectoria de los principales rubros del pasivo del BCRA y algunas relaciones de proporción entre sus componentes. Los principales rubros del pasivo del BCRA en el período 2002-2007 fueron el circulante monetario, las cuentas corrientes de las bancos en el BCRA y los títulos emitidos por el BCRA (Lebacs y Nobacs).<sup>22</sup> El aumento de estos ítems, como fuera analizado en la sección teórica, fue la contrapartida de la acumulación de reservas. Con respecto al circulante monetario, a fines de diciembre de 2002 ascendía a 18.801 millones de pesos, es decir, un 19,60% del pasivo del BCRA. En diciembre del año 2007, el circulante monetario alcanzaba los 74.804 millones de pesos, significando esto un 38,07%

---

*21 Notar que dado que el sistema bancario debe cumplir variados regímenes informativos y sufre estrictos controles regulatorios por parte del Banco Central y el organismo de supervisión bancaria parecería más fácil imponer controles de capital efectivos sobre los bancos que sobre el sector privado. La efectividad de los límites impuestos por la PGC y/o PGN, discutida anteriormente, es un ejemplo de esto.*

*22 Los datos son con frecuencia semanal y expuestos al cierre de la semana. El rubro "circulación monetaria" se refiere a las monedas y billetes (de moneda nacional) emitidas que están en poder del público.*

---

---

del total del pasivo. Es decir, el circulante de dinero creció en el período diciembre 2002-diciembre 2007 a un promedio anual del 31,8%.

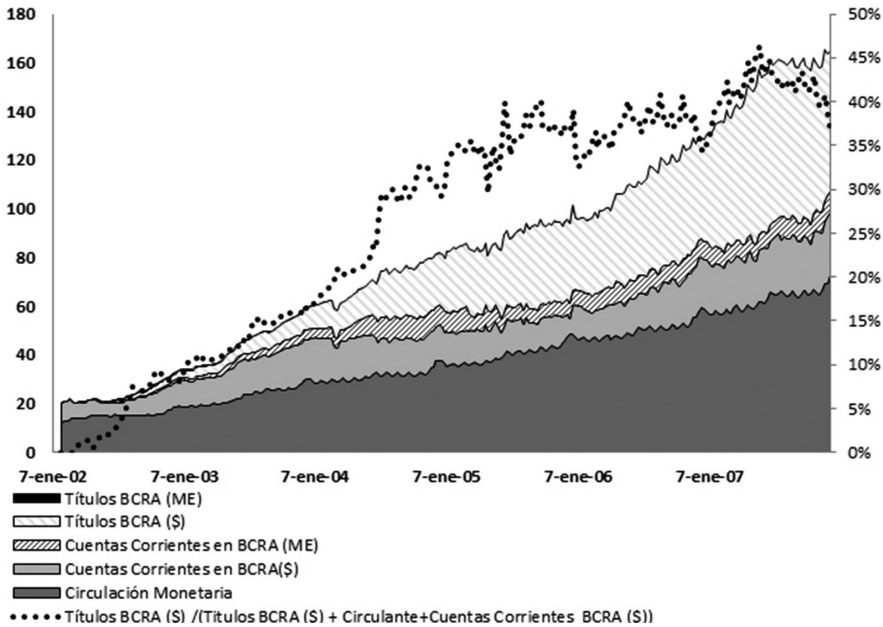
En términos de los depósitos en cuenta corriente en pesos de los bancos en el BCRA, estos ascendían a 10.349 millones de pesos a fines de diciembre de 2002, significando esto un 10,79% del pasivo de la autoridad monetaria. Al finalizar diciembre de 2007 eran de 24.475 millones de pesos, representando esto un 12,46% del pasivo. Es decir, los depósitos en pesos de los bancos en el Banco Central crecieron a una tasa promedio anual del 18,78% en el período descrito. Por otro lado, los depósitos de los bancos en el Banco Central en moneda extranjera ascendían a 1.104 millones de pesos a fines de 2002, representando estos un 1,6% del pasivo del BCRA, mientras que, a fines del año 2007, este rubro ascendía a 8.377 millones de pesos, significando ya un 4,26% del pasivo del BCRA. Lo señalado antes implica que los depósitos en moneda extranjera de los bancos en el BCRA crecieron a una tasa promedio anual de 52,54% entre el año 2002 y el año 2007. Más adelante, además de examinar los activos líquidos en moneda extranjera de los bancos con más detalle, se analizan dos regulaciones macroprudenciales que limitan la tenencia de moneda extranjera de los bancos.

Si sumamos el circulante monetario y los depósitos en cuenta corriente en pesos de los bancos en el BCRA, es decir la base monetaria, esta era de 29.151 millones de pesos en diciembre de 2002 y de 99.279 millones de pesos en diciembre de 2007, es decir la base monetaria tuvo un crecimiento anual promedio de 27,7%. En términos del tamaño relativo al total del pasivo del BCRA, la base monetaria representaba en diciembre del año 2002 el 30,4% del total del pasivo de la autoridad monetaria y, en diciembre de 2007, el 50,5%.

---

## Gráfico 3

Evolución de la Base Monetaria y Títulos emitidos por BCRA  
(Cifras expresadas en miles de millones de pesos)



Fuente: BCRA.

Respecto a las letras y notas emitidas por el BCRA tanto en moneda local como extranjera, su stock total era de 3.220 millones de pesos en diciembre de 2002, es decir un 3,35% del pasivo total del BCRA. Este stock aumentó continuamente y a fines de diciembre de 2007 era de 57.182 millones de pesos, representando esto un 29,1% del pasivo del BCRA. Este aumento implicó que, desde diciembre del año 2002 hasta diciembre de 2007, los títulos emitidos por la autoridad monetaria crecieron a un promedio anual del 77,76%. Si medimos únicamente las letras emitidas por el BCRA en pesos, estas ascendían a un monto total de 2.599 millones de pesos al cierre del año 2002 y su valor creció hasta los 57.182 millones de pesos a fines del año 2007, significando esto una tasa promedio de crecimiento anual de 85,55%. A su vez, los títulos emitidos en moneda extranjera por parte del BCRA ascendían a un total de 621 millones de



pesos a fines de diciembre de 2002 y de cero a fines de diciembre de 2007. Esto muestra que durante este periodo, el BCRA dejó paulatinamente de emitir letras y notas en moneda extranjera y, en cambio, se concentró crecientemente en emitir letras y notas denominadas en pesos.

Además, en el gráfico 3, se puede apreciar en el eje derecho del mencionado gráfico la proporción que representaron las letras y notas en pesos del BCRA respecto a la sumatoria de la base monetaria y de los títulos en pesos emitidos por BCRA. Como se puede apreciar, las letras y notas del BCRA denominadas en pesos aumentaron su participación prácticamente de manera ininterrumpida desde el año 2002 hasta el año 2007. En el primer año de la serie graficada, la participación de los títulos emitidos por el BCRA fue en promedio de 3,96%, para luego ir creciendo en participación en relación a la base monetaria hasta alcanzar en el año 2007 en promedio el 41,27%. Siguiendo el análisis teórico de la sección precedente, podemos comprender que este aumento de las letras y notas emitidas por el BCRA se debió a la esterilización del aumento de los depósitos de los bancos en el BCRA a causa de la compra de divisas por parte del BCRA a los bancos a los fines de acumular reservas. Esto indicaría que las letras y notas del BCRA fueron el principal instrumento elegido para regular la liquidez del sistema bancario e intentar limitar las consecuencias negativas de la acumulación de reservas. Sin embargo, queda la duda si este instrumento realmente fue efectivo para evitar el excesivo crecimiento del crédito bancario privado que terminó generando presiones inflacionarias (ver gráfico 7).<sup>23</sup> Tanto la evolución del crédito bancario privado de este periodo, que se analizará más adelante con detenimiento, como la evidencia de Gadanez et al. (2014) parecerían indicar que el instrumento no fue del todo efectivo. Otra conclusión del análisis precedente es que el retorno obtenido por los bancos de invertir en estas letras y notas del BCRA permitieron ingresos que utilizaron para financiar en parte la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo. Más adelante analizamos este último tema con más detenimiento.

---

23 Más adelante, también analizamos el rol de las Exigencias de Efectivo Mínimo o requisitos de liquidez bancaria en la regulación del crédito bancario.

---

El gráfico 4 muestra la evolución y participación de los principales rubros del activo de los bancos desde enero de 2002 hasta diciembre de 2007.<sup>24</sup> Como sugiere la gráfica, la principal fuente de expansión del activo de los bancos del sistema financiero argentino está expresado por el incremento del crédito al sector privado en pesos en sus diversas modalidades. En diciembre del año 2002, el crédito al sector privado en moneda nacional era de 40.511 millones de pesos y en diciembre de 2003 cae a 34.460 millones de pesos. Sin embargo, a partir del año 2004 el crédito al sector privado en pesos retomó la senda del crecimiento, alcanzando en diciembre de 2004 los 40.556 millones de pesos, en diciembre de 2005 los 52.800 millones de pesos, en diciembre de 2006 los 70.105 millones de pesos y en diciembre del año 2007 alcanza los 95.792 millones de pesos. Es decir, en este periodo el crédito bancario al sector privado creció a un promedio anual de 18,76%.<sup>25</sup>

---

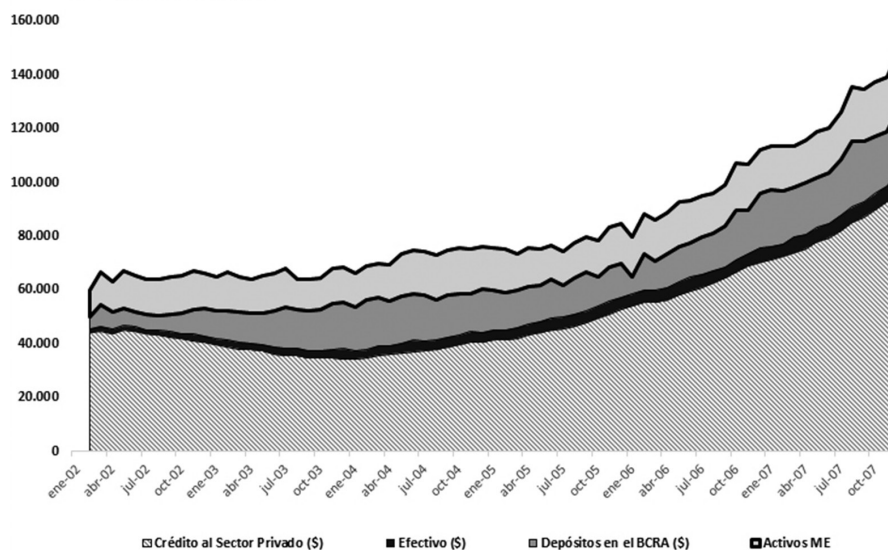
24 Los datos son de periodicidad mensual e indican los saldos a cierre de mes. La variable "efectivo (\$)" incluye los billetes y monedas en poder de los bancos. La variable "crédito al sector privado (\$)" incluye adelantos en cuenta corriente, descuentos de documentos, créditos hipotecarios, créditos prendarios, créditos personales, valores privados y recursos devengados sobre préstamos. La variable "activos ME, incluyendo depósitos en BCRA ME" incluye los siguientes activos en moneda extranjera de los bancos: depósitos en moneda extranjera en el BCRA, efectivo en moneda extranjera, disponibilidades en entidades financieras del exterior, tenencias de títulos públicos del exterior, préstamos y otros activos con residentes en el exterior.

25 Otro rubro importante del activo fue el crédito al sector público, pero no afectó en gran medida la expansión del activo de los bancos ya que desde el año 2002 se mantuvo prácticamente constante oscilando en torno al valor promedio del período de 95.794,9 millones de pesos. Sin embargo, es destacable que existió un fuerte cambio en su composición. En diciembre de 2002 el crédito al sector público en pesos por parte de los bancos era de 57.612 millones de pesos, mientras que el crédito al sector público en dólares era de 36.722 millones de pesos. Por otro lado, a finales de diciembre de 2007 el crédito al sector público nominado en pesos por parte de los bancos era de 78.235 millones de pesos y el crédito al sector público nominado en dólares alcanzó los 5.127 millones de pesos. Evidentemente hubo una desdolarización de la deuda pública. La variable "crédito al sector público" incluye utilización de fondos unificados nacionales y provinciales, préstamos al gobierno nacional, gobiernos provinciales y municipales (además de otros entes públicos), valores públicos y recursos devengados sobre préstamos.

---

## Gráfico 4

Evolución del Crédito al Sector Privado, Disponibilidades y Depósitos en el BCRA  
-En miles de millones de pesos-



Fuente: BCRA.

Además, se observa un aumento en los depósitos en pesos de los bancos en el BCRA, si bien con trayectorias no necesariamente coincidentes a lo largo de todo el período. Estos depósitos eran de 10.349 millones de pesos a fines de diciembre de 2002, en diciembre de 2003 se expanden, de manera importante, a 16.075 millones de pesos y a 14.853 millones de pesos en diciembre de 2004. En diciembre de 2005 los depósitos en cuenta corriente en el BCRA muestran una fuerte caída interanual, alcanzando los 6.373 millones de pesos en 2005. Ya en diciembre de 2006 este tipo de activo mostraba un valor de 20.844 millones de pesos, mientras que en diciembre del año 2007 alcanzó los 24.475 millones de pesos. En todo el período de análisis, los depósitos en cuenta corriente en pesos de los bancos en el BCRA crecieron a una tasa promedio anual de 18,79%.

Con respecto al efectivo en pesos en poder de los bancos, este era de 2.372 millones de pesos a fines de 2002, aumentando a 7.737 millones de

pesos a fines de 2007. Es decir, este rubro del activo de los bancos aumentó a una tasa anual promedio de 26,7%. Si sumamos tanto los depósitos en pesos de los bancos en el BCRA con el efectivo en pesos en su poder, tenemos que estas sumaban 12.721 millones de pesos a fines de 2002 y 32.212 millones de pesos a fines de 2007, significando un aumento anual promedio de 20,5%.

Por otro lado, la variable activos líquidos en moneda extranjera de los bancos, incluyendo los depósitos en moneda extranjera de los bancos en el BCRA, ascendía a 13.161 millones de pesos a fines de 2002, mientras que, a fines del año 2007, ascendía a 21.976 millones de pesos. Esto implica que estos activos líquidos en moneda extranjera crecieron a una tasa promedio anual de 11% entre el año 2002 y el año 2007. Más aun, si medimos esta variable en dólares tenemos que este rubro ascendía a USD 3.913 millones a fines de 2002 y a USD 6.974 millones a fines de 2007, es decir esta variable medida en dólares tuvo un crecimiento anual promedio de 12,3% en dólares. Además, si tomamos la variable activos líquidos en moneda extranjera de los bancos, pero excluyendo los depósitos en moneda extranjera en el BCRA, tenemos que equivalían a 12.147 millones de pesos a fines de 2002 y a 13.600 millones de pesos a fines de 2007. Es decir, tuvieron un magro crecimiento promedio anual de 2,2%. Si los medimos en dólares, tenemos que pasaron de USD 3.612 millones a fines de 2002 a USD 4.316 millones a fines de 2007, es decir un aumento promedio anual de solo 3,6% en dólares. Claramente, ambas variables son de las variables monetarias y financieras que menor crecimiento tuvieron en este periodo (por ejemplo, el crédito privado tuvo un crecimiento anual promedio de 18,76% y los depósitos de los bancos en el banco central crecieron al 18,79%). En especial, tuvieron un crecimiento muy inferior a lo que aumentaron las reservas internacionales del BCRA, que crecieron en este mismo periodo a una tasa anual promedio de 35,5%, como se vio en la sección 2. Además, el análisis muestra que la principal razón del aumento de tenencias de divisas por parte de los bancos fueron los depósitos en moneda extranjera en el BCRA, que pasaron de 1.104 millones de pesos a fines de 2002 a 8.377 millones de pesos a fines de 2007 con un crecimiento anual promedio de 52,54%.

Una de las principales causas del débil crecimiento que tuvieron los activos líquidos en moneda extranjera de los bancos son las regulaciones macroprudenciales que restringieron la tenencia de divisas internacionales

---

de los bancos: los límites a la Posición General de Cambios (PGC) y a la Posición Global Neta de Moneda Extranjera (PGN), que fueron analizadas teóricamente en la sección anterior. La evolución de los tasas de la PGC es la siguiente. En junio de 2002 se establece el límite a la PGC en 5% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) del banco. Este límite aumenta a 6% en enero de 2003. Luego, en junio de 2003, aumenta a 10%. Es decir, en este primer sub-período hasta junio de 2003, parecería que el límite se va relajando sucesivamente. Sin embargo, hasta septiembre de 2004 la RPC del banco que se toma en el cálculo del límite a la PGC es la registrada a fines de noviembre de 2001 a los tipos de cambio de esa fecha. Es decir, la RPC que se usa para el cálculo se mantiene fija en este periodo y no se va actualizando a medida que va cambiando la RPC del banco. Recién a partir de octubre de 2004, hay una modificación en la normativa que estipula el recálculo mensual de la RPC, lo cual permite fijar un límite a la PGC en función de la RPC actualizada.<sup>26</sup> Esto significa que en este sub-período, si bien hubo una relajación de la tasa, al mantenerse fijo el valor de la RPC, el resultado fue una fuerte restricción en la tenencia de divisas a los bancos. Luego, en abril de 2007, después de un periodo de casi 4 años sin que se modifique la tasa, el límite vuelve a relajarse y la tasa aumenta a 15%.<sup>27</sup> Respecto a las tasas de la PGN, el límite se establece en 30%, tanto para la posición positiva como negativa, en marzo de 2003. En mayo de 2005 se suspende la aplicación del límite positivo de la PGN, significando que esta regulación deja de imponer una restricción cuando los activos en moneda extranjera son más grandes que los pasivos en moneda extranjera. Es decir, a partir de este momento el límite a la tenencia de activos externos lo impone únicamente la PGC, significando que a partir de mayo de 2005 los bancos no tienen límites para la tenencia de depósitos en moneda extranjera en el BCRA. El PGN pasa a ser un límite para los bancos con tenencias netas negativas de moneda extranjera, es decir el PGN pasa a ser una regulación macroprudencial que se enfoca en limitar la dolarización de los pasivos de los bancos. Finalmente, desde enero de 2007 se restringe aun más la posición global neta negativa al bajar el límite a 15%, exceptuando esta baja a bancos que cumplen una

---

<sup>26</sup> Ver la comunicación "A" 4194 del BCRA.

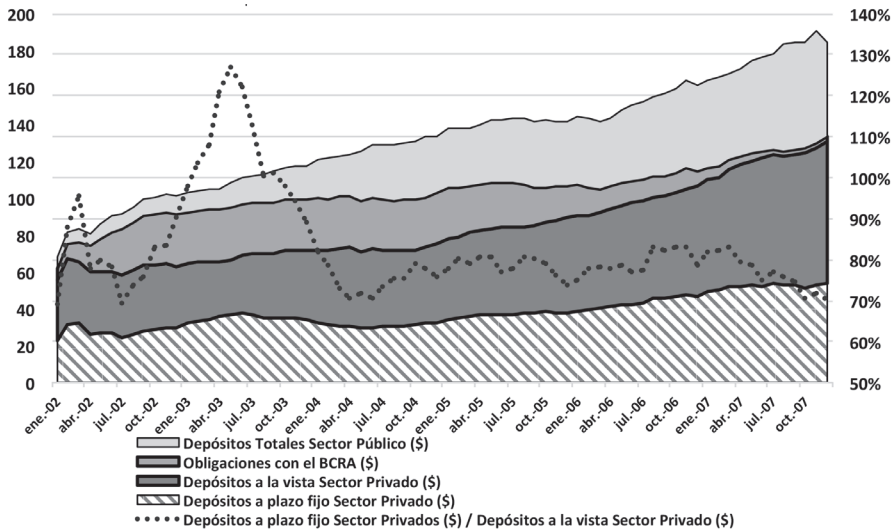
<sup>27</sup> Ver las siguientes comunicaciones "A" del BCRA: 3645, 3844, 3969 y 4646.

---

serie de exigencias en términos de otorgamiento de préstamos en pesos y ampliación de capital.<sup>28</sup>

Una conclusión de este análisis es que si bien estas regulaciones macroprudenciales han restringido la tenencia de activos líquidos externos por parte de los bancos, sus límites se mantuvieron relativamente estables en gran parte del periodo. Esto significa que la regulación macroprudencial limitó la tenencia de divisas de los bancos con lo cual el BCRA tuvo mayor posibilidad de acumular reservas pero en gran parte del periodo no se usó esta regulación macroprudencial de manera activa. Además, la eliminación del límite positivo de la PGN, al permitir que los bancos acumularan depósitos en moneda extranjera en el BCRA, tuvo la consecuencia que la acumulación de divisas de los bancos se concentrara en la tenencia de depósitos en moneda extranjera en el BCRA, es decir dentro del sistema financiero doméstico.

**Gráfico 5**  
**Composición de los principales pasivos de los Bancos**  
-Cifras en miles de millones de pesos-



Fuente: BCRA.

28 Ver las siguientes comunicaciones "A" del BCRA: 3889, 4350, 4577 y 4598.

En el gráfico 5 se expone la evolución de los principales rubros, nominados en pesos, del pasivo consolidado de los bancos.<sup>29</sup> El principal aporte a la expansión de esta parte del balance lo generaron los depósitos a la vista del sector privado en pesos, que incluyen depósitos en cuentas corrientes y depósitos en cajas de ahorro. Entre diciembre de 2002 y diciembre de 2007, estos depósitos a la vista en pesos del sector privado se incrementaron en 43.494 millones de pesos, desde los 33.168 millones de pesos en diciembre de 2002 hasta los 76.662 millones de pesos de diciembre del año 2007. Es decir, los depósitos a la vista en pesos del sector privado crecieron a un promedio anual de 18,3% en el período en análisis. Este aumento de los depósitos a la vista en pesos del sector privado se explica, siguiendo el análisis teórico expuesto anteriormente, como contrapartida directa de la liquidación de divisas en el sistema bancario doméstico y por el aumento del crédito bancario.

Analizando los depósitos a plazo fijo del sector privado, estos eran de 29.999 millones de pesos en diciembre de 2002 y aumentaron hasta 53.967 millones de pesos en diciembre de 2007. Es decir, hubo un aumento porcentual anual promedio de 12,5% de estos depósitos en este periodo. Más aun, si analizamos el ratio que describe la participación de los depósitos a plazo fijo del sector privado en pesos en relación a los depósitos a la vista del sector privado en pesos (eje derecho del gráfico 5) vemos que este ratio ha fluctuado alrededor de un valor de 80%. Por ello, podemos concluir que durante todo este periodo, los depósitos a plazo fijo del sector privado en pesos representaron una magnitud considerable del total de depósitos del sector privado. Es decir, y utilizando la terminología introducida en la sección 3, los depósitos “para hacer pagos” en el futuro fueron prácticamente de la misma magnitud que los depósitos “para hacer pagos” en lo inmediato. Esta importante magnitud acentúa la importancia para el BCRA de monitorear e influir sobre la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo para asegurarse que los incentivos sean tales que estos depósitos se mantengan

---

*29 Los datos tienen periodicidad mensual e indican los saldos a cierre de mes. Los “depósitos del sector público (\$)” incluye cuentas corrientes, cajas de ahorro, plazos fijos, otros y recursos devengados sobre depósitos. Las “obligaciones con el BCRA (\$)” incluye capital y recursos devengados. La variable “resto de depósitos del sector privado (\$)” incluye cuentas corrientes, cajas de ahorro, recursos devengados sobre depósitos y otros.*

---

depositados en pesos en el sistema financiero y no se utilicen para comprar dólares. Además, concluimos que el principal origen de estos depósitos a plazo fijo fueron, por un lado, los depósitos a la vista que no eran necesarios para hacer pagos en lo inmediato y que, por lo tanto, se invirtieron en depósitos a plazo fijo y, por el otro, los intereses pagados por los mismos plazos fijos que se volvieron a invertir en depósitos a plazo fijo.

Otro factor importante del pasivo de los bancos lo constituyeron los depósitos del sector público en pesos, que en diciembre del año 2002 eran de 10.086 millones de pesos para comenzar a crecer a partir del año 2003 hasta alcanzar los 50.713 millones de pesos en diciembre del año 2007. Esto significó un crecimiento de 40.627 millones de pesos, es decir una tasa de crecimiento promedio anual de 38,12%, estando dicho incremento principalmente estimulado por los superávits acumulados del sector público en todo el periodo analizado.<sup>30</sup> En otras palabras, el aumento de los depósitos del sector público no estuvo determinado mayormente por un aumento del crédito bancario al sector público, como se vio anteriormente, sino por la transferencia de depósitos del sector privado al sector público que se dio por el aumento de la recaudación impositiva y el superávit fiscal.

Si tomáramos los depósitos totales, es decir tanto depósitos privados como públicos pero también a la vista y a plazo, estos pasaron de 73.368 millones de pesos en diciembre de 2002 a 181.556 millones de pesos en diciembre de 2007, es decir un crecimiento anual promedio de 19,3%.

Otro dato relevante de la evolución del pasivo de los bancos tiene que ver con la cancelación de los redescuentos otorgados por el BCRA a los bancos para dotarlos de liquidez en la crisis 2001/2002. Mientras que a fines diciembre del año 2002 el stock de deuda de los bancos con el BCRA era de 28.282 millones de pesos, en diciembre de 2007 este rubro del pasivo de los bancos se había reducido a tan solo 2.454 millones de pesos, significando una reducción de más del 91%. Esto indica que a fines del año 2007 el sistema financiero argentino ya se había recuperado de la crisis desatada seis años atrás. La cancelación de estos créditos cumplieron un papel fundamental de 2003 en adelante, ya que funcionaron como un factor de

---

*30 Mientras el superávit primario total del sector público nacional no financiero osciló entre 2,31% y 3,58% del PBI en el periodo 2003-2007, el superávit financiero osciló entre 0,48% y 2,6% del PBI.*

---



contracción de la base monetaria. En este sentido fueron un complemento a la emisión de las letras y notas del BCRA como factor para atenuar la expansión del crédito bancario en este período.

Comparando las tasas de crecimiento de los pasivos de los bancos con los de los activos, analizados anteriormente, resulta notable destacar que las tasas de crecimiento anual promedio de los créditos al sector privado, los depósitos totales y los depósitos en el BCRA más el efectivo de los bancos durante el periodo 2002-2007 son relativamente similares (18,76%, 19,3% y 20,5%, respectivamente). Este resultado no es sorprendente si tenemos en cuenta lo analizado teóricamente en la sección 3 respecto a la relación entre la tenencia de depósitos en el Banco Central y efectivo por parte de los bancos y la capacidad de los bancos de crear dinero (depósitos bancarios) mediante el otorgamiento de crédito. Como se vio, esta capacidad de crear dinero mediante el otorgamiento de créditos, tiene dos factores que lo limitan: el límite normativo dado por las exigencias de efectivo mínimo o los requisitos de liquidez y el límite natural dado por el carácter jerárquico del dinero y el sistema de pago. Nuestra hipótesis es que en este periodo para Argentina, el límite normativo ha sido el factor relevante para explicar la relación entre los créditos al sector privado, los depósitos bancarios y los depósitos en el BCRA y el efectivo de los bancos.<sup>31</sup>

En el grafico 6 podemos observar el ratio entre los depósitos bancarios totales y los depósitos en el BCRA y efectivo de los bancos, el ratio entre el crédito al sector privado y los depósitos en el BCRA y efectivo de los bancos y la variable Exigencias de Efectivo Mínimo (%).<sup>32</sup> Como se puede observar en el grafico, si bien las Exigencias de Efectivo Mínimo han variado en la primer parte del periodo analizado, a partir de fines de 2003 se

---

31 Esta hipótesis, por supuesto, requiere una profunda investigación empírica, que escapa al alcance de este trabajo.

32 La variable "Exigencias de efectivo mínimo (%)" corresponde a la variable "Exigencias por depósitos en moneda nacional en cuentas corrientes (netos), en caja de ahorros y a plazo fijo" publicada por el BCRA en el archivo "liqhis". Las tasas de las exigencias de efectivo mínimo que las entidades financieras deben integrar varían en función del tipo de pasivo financiero. Por ejemplo, las tasas de los depósitos en cuenta corriente y de los depósitos en caja de ahorro han variado entre 12% y 40% en el periodo 2002 a 2007. En el caso de las tasas de los depósitos a plazo fijo, estas también han cambiado en el periodo en cuestión, variando sus distintas tasas según el plazo del depósito a plazo fijo de 0% a 18%. Por lo tanto, los datos mensuales corresponden a la exigencia promedio de las diferentes exigencias, ponderando por el promedio mensual de saldos diarios de las diferentes partidas involucradas.

---

mantuvieron más estables. Sin embargo, también se observa claramente que a partir de fines de 2003 hay dos sub-períodos. El primer sub-período comienza a fines de 2003 cuando las exigencias se reducen sucesivamente de un nivel de alrededor de 16% para terminar en alrededor de 12,8% a principios de 2006. A partir de allí, comienza el segundo sub-período cuando las exigencias aumentan desde principios de 2006 a mediados de 2006, terminando en un nivel de alrededor de 15%. Las exigencias permanecen relativamente estables en este nivel hasta fines de 2007.

Durante estos dos sub-períodos, las evoluciones observadas de los dos ratios mencionados anteriormente parecen correlacionar negativamente con la evolución de las Exigencias de Efectivo Mínimo (%).<sup>33</sup> En el gráfico 6, observamos que ambos ratios aumentan durante todo el sub-período fines de 2003-principios de 2006, cuando las Exigencias de Efectivo Mínimo caen, y luego caen levemente entre principios de 2006 y fines de 2007, cuando las Exigencias aumentan. La explicación para esta correlación negativa entre estos ratios y las Exigencias de Efectivo Mínimo siguiendo el marco teórico del “money view” es que cuando disminuyen (aumentan) las exigencias, los bancos necesitan menos (más) depósitos en el BCRA para cumplimentar la regulación dado un cierto nivel de depósitos bancarios totales. Cuando necesitan menos depósitos en el BCRA, probablemente usan esos depósitos sobrantes para adquirir letras del BCRA (Lebacs). En cambio cuando necesitan más depósitos, probablemente venden Lebacs al BCRA (o no las renuevan al vencimiento) para obtener más depósitos en el BCRA. Esta explicación indicaría que los ratios aumentan (caen) por la reducción (aumento) del denominador del ratio. Otra posible explicación sería que cuando cae (aumenta) la Exigencia de Efectivo Mínimo, los bancos incrementan (disminuyen) el ritmo de otorgamiento de créditos y de creación de depósitos bancarios. Este aumento (disminución) del flujo de nuevos créditos y creación de depósitos haría que el stock de créditos y depósitos bancarios vaya aumentando (disminuyendo). Es decir, esta explicación indicaría que los ratios aumentan porque aumenta el numerador del ratio. Notar que teniendo en cuenta esta última explicación, si el au-

---

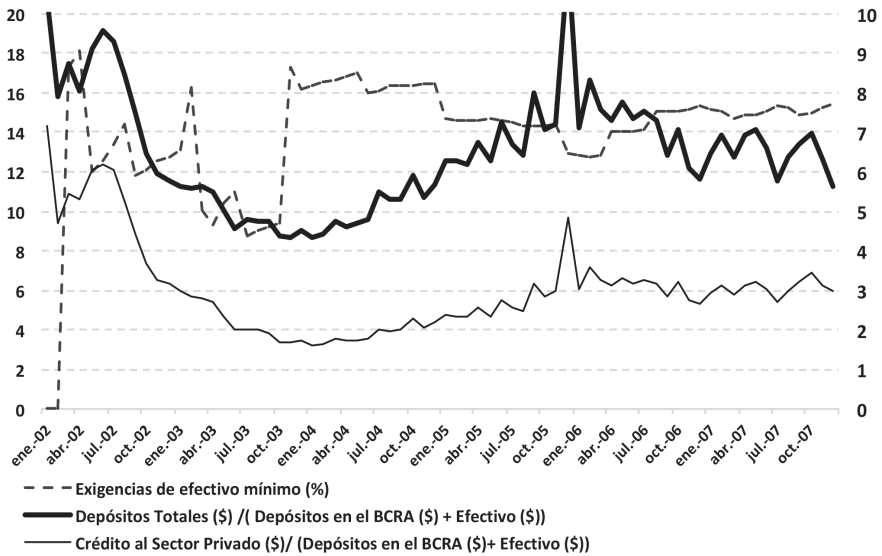
*33 Esta hipótesis, por supuesto, requiere una profunda investigación empírica, que escapa al alcance de este trabajo.*

---

mento de la inflación que se dio a partir de 2004 (ver gráfico 7) es explicado, aunque sea en parte, por el aumento de la demanda agregada generada por el aumento del crédito privado, parecería que la disminución de las Exigencias de Efectivo Mínimo en el primer sub-período iría en contra del objetivo de controlar el aumento de la inflación. Por el contrario, el aumento de las Exigencias de Efectivo Mínimo del segundo sub-período iría en la dirección correcta, aunque quizás debería haber sido más contundente.<sup>34</sup>

**Gráfico 6**

**Ratios de Activos y Pasivos Bancarios y Exigencias de Efectivo Mínimo**  
**-Exigencias de Efectivo Mínimo en eje izquierdo-**



Fuente: BCRA.

El gráfico 7 expone la evolución de la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo de 30 a 59 días, la tasa de interés pesificada de los bonos del tesoro norteamericano a 10 años, la tasa de inflación y la tasa de variación del tipo de cambio durante el período 2003 a 2007. Estas variables son claves para inferir cuales fueron los incentivos para invertir en pesos o demandar

<sup>34</sup> Esta hipótesis, por supuesto, requiere una profunda investigación empírica, que escapa al alcance de este trabajo.

dólares durante este período. Respecto a la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo de 30 a 59 días, en el intervalo de tiempo entre marzo del 2003 y marzo de 2004, esta tasa de interés fue prácticamente igual que la tasa de inflación. En el resto del período en análisis, la tasa de inflación fue mayor que el rendimiento de los depósitos a plazo fijo, con una brecha máxima de 8 puntos porcentuales en noviembre del año 2005. La misma conclusión se desprende para los bonos del tesoro norteamericano a 10 años, a excepción del período marzo 2004 a mayo 2004. Es decir, una de las características distintivas del período es que ninguna de estas dos inversiones financieras lograron compensar la inflación y por ello hubo una tasa de interés real negativa. Sin embargo, si comparamos estas tasas de interés con la tasa de variación del tipo de cambio, observamos que la tasa de retorno de ambas inversiones fue superior a la tasa de depreciación del peso argentino. Esta, que es otra de las características distintivas del período, significa que ambas inversiones siempre “le ganaron al dólar” y que los inversionistas tuvieron una rentabilidad positiva medida en términos de dólares.<sup>35</sup>

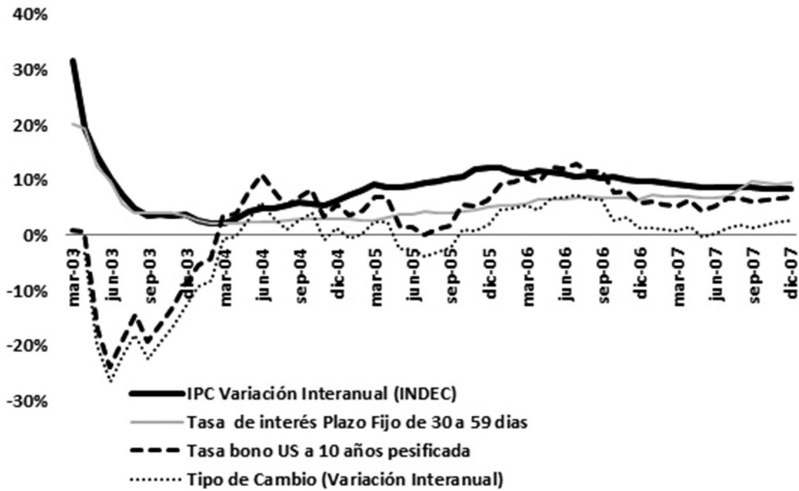
---

*35 Si bien estas tasas de interés en términos reales fueron negativas, el hecho que las tasas de retorno medidas en dólares hayan sido positivas no es un hecho menor para los incentivos a ahorrar e invertir en una economía en donde los agentes “piensan en dólares” y muchas veces toman sus decisiones de portafolio en función del retorno en dólares y no en función de la tasa de interés nominal descontada la inflación. Dicho esto, sin embargo, no queremos minimizar los potenciales desincentivos a ahorrar que se pueden dar cuando la tasa de interés real es negativa. Esta discusión requiere un análisis empírico más riguroso, que escapa al objeto de este artículo.*

---

Gráfico 7

## Tasas de rentabilidad anual comparadas



Fuente: BCRA.

Si analizamos cual de las dos inversiones fue la más rentable, como se observa en el gráfico 7, en la primera parte del período, que va desde marzo de 2003 a marzo de 2004, la decisión de colocar activos financieros a plazo fijo fue altamente rentable en relación a efectuar inversiones en bonos externos en dólares, ya que este período coincide con una apreciación de la moneda en un valor superior al 15%. Además, la tasa de interés para depósitos a plazo fijo en pesos era sustancialmente mayor que el rendimiento en dólares de los bonos del tesoro norteamericano a 10 años. La brecha promedio entre estos dos activos en este período fue del 19%. La siguiente sub-etapa, que va desde marzo de 2004 a octubre de 2004, se caracterizó por una mayor rentabilidad del instrumento en dólares, pero sólo en cuatro de los ocho meses la brecha superó el 2%. A continuación, de marzo a septiembre de 2005, el depósito a plazo fijo sería la elección más rentable de inversión. Desde octubre de 2005 hasta octubre de 2006 nuevamente la inversión en activos externos sería más redituable que el depósito a plazo fijo en moneda doméstica, si bien sólo ocho de los 12 meses de este sub-período la brecha logra superar los dos puntos porcen-

tuales. Por último, desde noviembre de 2006 hasta diciembre de 2007, el depósito a plazo fijo superaría a la inversión en bonos del tesoro en hasta 5 puntos porcentuales.

Luego de observar la trayectoria de las tasas más representativas de opciones de inversión local y extranjeras, se concluye que en 41 de los 58 meses del período analizado, la opción de invertir en activos financieros locales en pesos fue superior a demandar dólares para invertir en el bono a 10 años del tesoro norteamericano. Este hecho, aun cuando es necesario realizar una investigación econométrica más rigurosa del tema, que escapa al objeto de este artículo, estaría sugiriendo que en gran parte del período de análisis se dieron los incentivos financieros adecuados para que los inversores mantengan su cartera de inversión en pesos. Esta condición, junto con la implementación de normativas bancarias y cambiarias y la voluntad manifiesta de la autoridad monetaria, posibilitaron el proceso de acumulación de divisas de este periodo.

## **V. Conclusiones**

En este artículo hemos analizado el proceso de acumulación de reservas que se dio en el período 2002 a 2007 en Argentina. Este proceso de acumulación de reservas fue posible gracias a la disponibilidad de divisas que generó el superávit de cuenta corriente de este periodo. Este superávit de cuenta corriente fue concebido gracias al aumento en los precios internacionales de los principales bienes que Argentina exportaba y en el aumento en las cantidades exportadas durante este periodo.

Así mismo, la política de acumulación fue facilitada por las regulaciones macroprudenciales implementadas en estos años, en especial la referida a la obligatoriedad de canalizar los pagos internacionales a través de los bancos domésticos y las referidas a los límites a la tenencia de divisas por parte de los bancos domésticos, en particular los límites a la Posición General de Cambios (PGC) y a la Posición Global Neta de Moneda Extranjera (PGN) de las entidades bancarias. Estas regulaciones fueron implementadas contracíclicamente en este periodo, endureciéndose al principio del periodo analizado como respuesta al faltante de reservas internacionales por la crisis económica y financiera de 2001/2002 en Argentina y relaján-

---

dose a medida que aumentaba la acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA.

También fue importante para la política de acumulación, los incentivos financieros que recibieron los inversores para mantener parte de sus carteras de inversión pesificadas y no dolarizarse en exceso, en especial la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo jugó un papel fundamental. Prácticamente durante todo el periodo analizado para Argentina, la tasa de interés domestica, en particular la de los depósitos a plazo fijo, fue lo suficientemente alta para mantener la demanda de pesos.

El aumento de las reservas tuvo como contrapartida un aumento en los depósitos de los bancos en el BCRA. Esto permitió un aumento notable en la capacidad prestable de los bancos y el crédito bancario privado. Por ello, la política de acumulación de reservas no solo implicó que el BCRA acumuló reservas internacionales útiles como política precautoria para afrontar turbulencias financieras y cambiarias o como un instrumento para influenciar el tipo de cambio nominal y real, sino que también significó la expansión del crédito bancario al sector privado, lo que tuvo un efecto expansivo en la demanda agregada y el crecimiento económico. Sin embargo, este efecto expansivo también contribuyó al aumento de la presión inflacionaria en este periodo en Argentina.

En términos de lecciones de política monetaria, tenemos que si este aumento del crédito bancario genera algún tipo de inestabilidad macroeconómica y/o financiera, tal como el aumento de la inflación por un aumento desmedido de la demanda agregada, el sobreendeudamiento del sector privado, el sobreapalancamiento del sector bancario y/o la insostenibilidad de la balanza de pagos exterior por un aumento de las importaciones, pero no se desea dejar de acumular reservas, el banco central puede implementar regulaciones macroprudenciales contra-cíclicas a través de aumentar los requisitos de liquidez a los bancos que limita la expansión del crédito bancario privado. En cuanto a la experiencia en Argentina durante este periodo, fueron usados procíclicamente en el sub-periodo comprendido entre principios de 2003 y principios de 2006, implementándose contracíclicamente recién a partir de principios de 2006.

Otra posibilidad para limitar el crédito bancario privado cuando se de-

sea acumular reservas es esterilizar la expansión de los depósitos de los bancos en el banco central mediante la venta de bonos y letras del banco central a los bancos. Esta política monetaria fue ampliamente usada en Argentina durante todo el periodo analizado, siendo los instrumentos financieros de corto plazo emitidos por el BCRA las Lebac y Nobacs, principalmente denominadas en pesos. Sin embargo, por la evidencia preliminar de este estudio de caso, pero también por la evidencia econométrica de Gadanecz et al. (2014), pareciera ser que la política de esterilización no es del todo efectiva para limitar la expansión del crédito bancario privado por un periodo prolongado. Esta ineffectividad podría deberse a que la emisión presente de bonos y letras por parte del banco central implica posiblemente una emisión futura aun mayor de depósitos en el banco central para pagar estos bono y letras, lo que implica que aumenta en el futura la capacidad crediticia de los bancos. En este sentido, posiblemente la implementación contracíclica de la regulación macroprudencial referida a los requisitos de liquidez a los bancos sea más efectiva.

Otra conclusión importante de este trabajo es que la tasa de interés doméstica es un elemento esencial para garantizar que los inversores privados mantendrán sus carteras de inversión pesificadas. A su vez, para que los bancos puedan pagar esos intereses, estos deben obtener ingresos suficientes para poder hacer frente a esos intereses, sin ver su capital y liquidez deteriorado. Un candidato natural para obtener esta rentabilidad es el cobro de intereses al crédito bancario otorgado. Sin embargo, también puede ser necesario que el Banco Central les venda bonos y letras para garantizarle ingresos suficientes para remunerar debidamente a los depósitos a plazo fijo. Otra opción es simplemente remunerar los depósitos de los bancos en el banco central y/o remunerar los pases pasivos del banco central. Sin embargo, también hemos advertido que la tasa de interés doméstica tampoco puede ser excesivamente alta, ya que esto puede generar inestabilidad financiera y cambiaria, y por consiguiente, un aumento de la inflación.

Finalmente, cabe aclarar que este estudio de caso ha planteado varias relaciones causales entre variables financieras siguiendo la teoría del "money view". Sin embargo, se reconoce que muchas de estas relaciones

---



causales todavía requieren una mayor validación empírica, incluyendo evidencia econométrica. Esta es una línea de investigación empírica que tendría el potencial de profundizar nuestra comprensión sobre como procurar la estabilidad macroeconómica, financiera y cambiaria.

---

## Referencias

- Agénor P. R., Alper, K. y Pereira da Silva, L. (2015). *External Shocks, Financial Volatility and Reserve Requirements in an Open Economy*. Working Papers Series 396, Central Bank of Brazil, Research Department.
- Aizenman, J. (2008). Large Hoarding Of International Reserves And The Emerging Global Economic Architecture. *Manchester School, University of Manchester*, vol. 76(5), pages 487-503, 09.
- Camanho, N., Hau, H. y Rey, H. (2018). *Global Portfolio Rebalancing and Exchange Rates*. Swiss Finance Institute Research Paper No. 18-03. (January 22, 2018).
- Damill, M., Frenkel R. y Simpson, L. M. (2011). Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa. *Desarrollo Económico*, Vol. 50, Nº 200, enero-marzo 2011.
- Flood, R. P. y Marion, N. (2002). *Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility*. IMF Working Papers 02/62, International Monetary Fund.
- Gabaix, X. y Maggiori, M. (2015). International Liquidity and Exchange Rate Dynamics. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 130(3), pages 1369-1420.
- Gadanez, B., Mehrotra, A. y Mohanty, M. (2014). *Foreign exchange intervention and the banking system balance sheet in emerging market economies*. BIS Working Papers 445, Bank for International Settlements.
- Gray, S. (2011). *Central Bank Balances and Reserve Requirements*. IMF Working Paper 11/36, International Monetary Fund.
- Jakab, Z. y Kumhof, M. (2015). *Banks are not Intermediaries of Loanable Funds - And Why This Matters*. Bank of England Working Paper Series No. 529, May.
- McLeay, M., Radia, A. y Thomas, R. (2014). Money Creation in the Modern Economy. *Bank of England Quarterly Bulletin Q1*: 14-27.
- Mehrling, P. (2011). *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton University Press.
- Mehrling, P., Pozsar, Z., Sweeney, J. y Neilson, D. (2013). *Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance*. Working paper.
- Mohanty, M. y Turner, P. (2006) *Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?*, BIS Quarterly Review, September.
- Redrado, M., Carrera, J., Bastourre, D. y Ibarlucia, J. (2006). *The Economic Policy of Foreign Reserve Accumulation: New International Evidence*. BCRA Working Paper Series 200614, Central Bank of Argentina, Economic Research Department.
- Werner, R. A. (2014). Can banks individually create money out of nothing? The theories and the empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, Volume 36, pages 1-19, December 2014.
- Zhang, M. (2012). Chinese Stylized Sterilization: The Cost-sharing Mechanism and Financial Repression *China & World Economy*, Vol. 20, No. 2, pages 41-58, 2012.
-