

Aldo A. Arnaudo\*\*

### 1. Introducción

Los estudios empíricos sobre la política monetaria concreta de los diferentes países han centrado su atención en la conducta de la autoridad monetaria encaminada a lograr el cumplimiento de sus objetivos, sean el nivel de actividad económica, la plena ocupación, la estabilidad de precios o el equilibrio de las cuentas externas (desde Guttentag, 1960 y Reuber, 1964 en adelante), hasta llegar a un nivel extraordinario de detalle y sofisticación. En general, la acción de la autoridad monetaria se ha considerado una variable exógena, un punto de vista bastante polémico (Froyen, 1974 y Abrams et al., 1980) que más recientemente ha tratado de superarse incorporando factores políticos en la explicación (Chappell y otros, 1993 y la literatura allí mencionada).

Conocidos los objetivos de la autoridad monetaria, el análisis se ha dirigido a identificar las metas operativas (indicadores) inmediatas donde aquéllos se manifiestan en materia específicamente monetaria (reservas del sistema financiero, agregados monetarios, tasas de interés, etc.) y luego, a establecer los instrumentos a su alcance para conseguirlas (operaciones de mercado abierto, tasas de interés en sus operaciones y efectivos mínimos legales).

Existe la impresión generalizada que en Argentina desde 1991, al comprometerse la autoridad monetaria a convertir moneda nacional en moneda extranjera (dólar), desapareció la posibilidad de usar esta formulación de los pasos de la política monetaria (objetivos-metas operativas-instrumentos) al transformarse la moneda en una variable endógena del sistema económico.

Tal afirmación constituye una verdad a medias, primero, porque los objetivos de la política monetaria fueron reformulados en relación a los que tradicionalmente había tenido, y, segundo, porque las posibilidades de influir directamente sobre los agregados monetarios y las tasas de interés no desaparecieron por completo, a pesar que se redujeron abruptamente. Como consecuencia, el análisis tradicional de objetivos, metas operativas e instrumentos es un esquema todavía utilizable.

En la Sección siguiente se consideran los nuevos objetivos y metas operativas de la autoridad monetaria, y en la Sección 3 los instrumentos a su disposición para conseguirlas. Los puntos I y II de esta última,

respectivamente, se ocupan en detalle de la aplicación del instrumento más importante y permanente, las operaciones de mercado abierto (Keir, 1963, especialmente el título *The Operating Problem*), y de otro instrumento, los efectivos mínimos legales del sistema financiero, ambos en el período transcurrido entre mayo de 1991 y diciembre de 1993. En el primer caso se estudian la reacción de la autoridad ante perturbaciones fuera de su control y la dimensión de las operaciones; en el segundo, los efectos de las modificaciones introducidas a comienzos de 1993. Algunas conclusiones generales se consignan en la Sección final.

## 2. Objetivos y Metas Operativas de la Autoridad Monetaria

En primer término es preciso referir las pautas institucionales en que se desarrolló la política monetaria durante el período. De inmediato se presenta el problema de identificar el momento preciso cuando Argentina cambia su política monetaria. Sin duda el momento fundamental lo constituye la sanción de la Ley (de Convertibilidad) No. 23.928 aplicada desde abril de 1991.

Sin embargo, la modificación formal de las reglas a seguir por la autoridad monetaria recién se realiza en octubre de 1992 con la Ley No. 24.144 modificatoria de la Carta Orgánica del Banco Central. Eso haría pensar que transcurrió más de un año hasta que las nuevas reglas de política monetaria se aplicaran integralmente. En realidad no fue así: desde la Ley de Convertibilidad existió en el Gobierno un completo acuerdo sobre el contenido de dichas reglas, al margen de la demora legislativa en sancionarlas.  
1/

En definitiva, aún cuando exista esta discrepancia temporal, la política monetaria se ajustó a los patrones que posteriormente serían convertidos en ley de la Nación. Un sistema novedoso, vigente desde abril de 1991, comenzó a funcionar plenamente un mes después, desde mayo de 1991, y tal es la fecha inicial del período que se tomará como referencia.

"Es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda" (Ley No. 24.144, Art. 3), se expresa ahora en el texto legal en lugar de las declaraciones anteriores que además la relacionaban con el crecimiento, la ocupación, el balance de pagos, etc. La propia legislación refuerza este objetivo con la cláusula que dispone que la política monetaria y financiera esté dirigida a salvaguardar las funciones del dinero como reserva de valor, unidad de cuenta e instrumento de pago (id.).

Habida cuenta de la ambigüedad terminológica acerca de la preservación del valor de la moneda y del hecho que el precio

de la moneda extranjera ha sido fijado por la Ley de Convertibilidad, la mejor traslación al lenguaje económico es que el Banco Central debe buscar la estabilidad de los precios domésticos, ya que el valor del dinero está en correspondencia con la evolución de ellos. Independientemente de la definición adoptada para la estabilidad de precios domésticos, ninguna autoridad monetaria posee su gobierno directo, sino indirectamente puede influirlos a través de los agregados monetarios.

El Art. 4, inciso a) de la Ley No. 24.144, que contiene la enumeración de las funciones de la institución, establece que debe "regular la cantidad de dinero" y "observar la evolución del crédito" (del sistema financiero). De aquí se desprende que la meta operativa exclusiva está constituida por los agregados monetarios activos (base monetaria y depósitos de las entidades financieras), descartando los agregados monetarios pasivos (créditos, títulos en poder de las entidades financieras, etc.). La autoridad monetaria tiene control directo sobre el volumen de la base monetaria (M0) e indirecto sobre los demás agregados monetarios (M1, M2, etc., formados por diferentes activos según la definición que se adopte para cada uno).

Suponiendo una relación de proporcionalidad entre el nivel de precios y el monto de los agregados monetarios, y otra similar entre la base monetaria y dichos agregados monetarios, cabe postular que la estabilidad de precios puede lograrse a través de la estabilidad de la base monetaria. 2/

La discrecionalidad de la autoridad monetaria para modificar la base monetaria está sujeta a varias limitaciones. Obviamente la principal resulta de la Ley No. 23.928, que en su Art. 1 establece la convertibilidad incondicionada de los billetes y monedas emitidos con el dólar 3/ según la relación 1:1, y autoriza al Banco Central efectuar la venta de divisas a dicha relación (id., Art. 2) y la compra a precios de mercado (id., Art. 3). 4/

Otras restricciones emanan de la nueva Carta Orgánica del Banco Central: prohibición de conceder préstamos o garantías a los gobiernos -excepto la tenencia de títulos negociables emitidos por el Tesoro nacional y la concesión de adelantos para atender la deuda pública, hasta un tercio de las reservas internacionales-, prohibición de emitir títulos propios de colocación o cumplimiento obligatorio para las entidades financieras (Ley No. 24.144, Art. 19, inc. a, b e i), y realización muy limitada de operaciones de redescuento y adelantos al sistema financiero (id., Art. 18, inc. b y c).

En consecuencia, de acuerdo a las simplificaciones anotadas arriba, la tarea de la autoridad monetaria destinada a mantener el valor de la moneda consistiría en mantener estable la base monetaria, de modo que si aumenta (baja),

p.e. por la compra (venta) de divisas, debería efectuar una operación inversa de mercado abierto para compensarla. El volumen de la base monetaria sería la meta operativa fundamental de la política monetaria.

Conservando la hipótesis de una relación de proporcionalidad entre base monetaria y agregados monetarios, la relación entre precios y agregados monetarios no permanece siempre constante por causas que no viene al caso analizar. En particular, cuando una economía sale de un proceso hiperinflacionario y se encamina hacia uno de estabilidad de precios, como es el caso argentino, la proporción muy baja entre agregados monetarios y producto antes existente se transforma gradualmente en una proporción normal más alta, por lo común un fenómeno de duración bastante prolongada. Un aumento de la base monetaria y de los agregados monetarios es compatible con la estabilidad de precios mientras tenga lugar un proceso de remonetización.

Aunque la autoridad monetaria eventualmente olvide la vinculación entre agregados monetarios y nivel de precios, o entienda que el aumento de aquéllos es compatible con la estabilidad de éstos, eso no implica que necesariamente haga lo propio con las tasas nominales de interés. La estabilidad de la base monetaria deja de ser la meta operativa, la estabilidad de las tasas nominales de interés la reemplaza. El aumento de las tasas nominales de interés puede crear expectativas de que los precios habrán de aumentar, y viceversa (o por lo menos que mantendrán su nivel actual). 5/

La tasa de interés más próxima monitoreada por la autoridad monetaria es la tasa de interés interfinanciera (aplicada en las operaciones de préstamos entre entidades financieras, llamada corrientemente tasa call). Existe una estrecha relación entre ésta y la tasa de interés pasiva pagada por las entidades financieras a sus depositantes, y por consiguiente con la tasa activa cobrada a sus deudores. La estabilidad de la tasa de interés interfinanciera constituye así la meta operativa efectiva de la autoridad monetaria, si desea evitar -como es previsible- perturbaciones en las tasas nominales de interés del sistema financiero.

Una cuestión adicional. Además de los agregados monetarios y las tasas de interés, resta preguntarse por qué la autoridad monetaria no considera una tercera meta operativa, el volumen de reservas del sistema financiero. En Argentina dichas reservas se computan como promedio mensual de cifras diarias, de modo que ellas no pueden constituir razonablemente una meta operativa para un Banco Central que quisiera aplicar instrumentos de política monetaria con una frecuencia mayor que la mensual. 6/

Aparte del aspecto expectativa sobre los precios que juegan las tasas nominales de interés en el corto plazo, no hay que olvidar otra variable: las tasas reales de interés en un ambiente de estabilidad de precios. Si las tasas reales de interés son altas, la actividad económica se vé perjudicada por registrar un nivel inferior al que potencialmente podría tener. Asimismo, un aumento de la tasa real serviría para reducir un nivel de actividad juzgado excesivamente alto.

Aquí es donde aparece el segundo instrumento de política monetaria: los efectivos mínimos requeridos a las entidades financieras en proporción a sus depósitos. La autoridad monetaria tiene una influencia indirecta sobre las tasas reales de interés, y lo hace a través del apartamiento entre la tasa nominal pasiva y la tasa nominal activa (margen o spread financiero). La tasa nominal activa registra como componentes la tasa nominal pasiva, el costo financiero de los efectivos mínimos legales y los costos operativos corrientes. Variando los efectivos mínimos legales se afecta el margen de las entidades financieras, por consiguiente la diferencia entra tasa activa y pasiva, y finalmente se opera sobre las tasas reales de interés. 7/

El manejo de los efectivos mínimos legales tiene sus propias limitaciones: si se trata de una baja, su efecto no será superior al resultante de los efectivos decididos por las mismas entidades financieras; si se trata de un aumento, su efecto no puede ser tan grande como para hacer desaparecer el sistema financiero en su forma tradicional. Otra restricción se origina en el hecho que no pueden ser cambiados en forma permanente, a menos que se siga una política en ese sentido en lugar de la de operaciones de mercado abierto; sus modificaciones, en consecuencia, son esporádicas o por una sola vez. Por último, cabe recordar que su aumento (disminución) está asociada con la disminución (aumento) del volumen de los agregados monetarios.

### 3. Instrumentos de Política Monetaria

#### I. Operaciones de Mercado Abierto

En la consecución de la meta operativa de estabilizar y reducir las fluctuaciones de la tasa de interés interfinanciera, la autoridad monetaria tiene facultades para efectuar operaciones de mercado abierto ("comprar y vender a precios de mercado, en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros", según la terminología de la Ley No. 24.144, Art. 18, inc. a).

La aparente latitud para realizar operaciones de mercado abierto está condicionada por la restricción que impide a la autoridad monetaria emitir títulos, bonos o participaciones

de colocación obligatoria en el sistema financiero (Ley No. 24.144, Art. 19, inc. i). Tampoco es obligatoria para el sistema financiero la colocación de títulos del Gobierno (nacional) que ella tuviera en cartera.

Las operaciones de mercado abierto toman la forma de operaciones de pase, según las cuales la autoridad monetaria facilita fondos al sistema financiero (compras) y los recupera en un plazo breve (ventas). 8/ En consecuencia, las operaciones de mercado abierto son autocancelables, en el sentido que toda compra debe ser seguida (unos días después) por una venta, siendo en definitiva nulo su valor neto. Para este tipo de operaciones el Banco Central fija la tasa de interés y demás condiciones de la transacción (Ley No. 21.144, Art. 14, inc. c).

Dicha tasa de interés no debe implicar un subsidio a las entidades financieras (id.), disposición que podría interpretarse como que aquélla debe superar siempre la tasa de interés interfinanciera. Si así fuere en los momentos de alza, las entidades financieras no recurrirían a la autoridad monetaria sino al mercado 9/; por lo general la tasa es inferior a la tasa interfinanciera en una magnitud discrecional o, de ser superior, sólo se aplica en forma transitoria o en momentos de baja. Cuando la autoridad monetaria opera con divisas, el costo para la entidad financiera está constituido por la diferencia entre el precio del dólar (divisa) de compra y de venta.

Las operaciones concretas de mercado abierto (o intervención del Banco Central) pueden ser con divisas, con moneda nacional o en forma simultánea con ambas monedas. 10/ Sin embargo, una caracterización precisa de la intervención de la autoridad monetaria con operaciones de mercado abierto exige el cumplimiento de tres requisitos relacionados entre sí: primero, que haya una decisión (implícita) de la autoridad monetaria; segundo, que estén agrupadas en el tiempo o se hagan en forma continua en el período correspondiente; tercero, que la tasa de interés interfinanciera sea sustancialmente mayor que la existente en el período inmediato anterior. Dado que el Banco Central no interviene todos los días, es posible agrupar períodos en los cuales hay intervención y períodos en los cuales no hay intervención.

Juzgadas a la luz de estos requisitos, las operaciones de pase con moneda extranjera no cumplen el tercero y por consiguiente no deberían ser consideradas de regulación monetaria encaminadas a alcanzar la meta operativa señalada (estabilización de la tasa de interés interfinanciera). Eso no significa que no se justifique la intervención de la autoridad monetaria con operaciones en moneda extranjera, pero entonces no tienen como objetivo la baja de la tasa de

interés interfinanciera; por ejemplo, pueden estar dirigidas a influir las cotizaciones de mercado de las divisas.

Puesto de otra manera, el argumento sería el siguiente. Si las operaciones de pase influyen la tasa de interés interfinanciera, debe haber correlación entre ambas variables. Un cómputo de los coeficientes de correlación respectivos, tomando las compras diarias durante el período desde mayo de 1991 hasta enero de 1993 -más adelante se trata con más detalle la elección de esta fecha como fin del período- se consigna en el Cuadro 1.

Dicho cuadro muestra claramente que las operaciones de pase con divisas tienen bastante menos relación con la tasa de interés interfinanciera que las operaciones en moneda nacional. Se concluye que aquéllas no fueron efectuadas por la autoridad monetaria con fines de regulación monetaria o, si se quiere ser menos drástico, que fueron realizadas con otros propósitos y resultaron meramente pasivas, en contraposición con las operaciones activas en moneda nacional.

A iguales conclusiones se llega mediante la inspección de los Gráficos B, C y D del Apéndice. También lo corrobora el conocimiento cualitativo del mercado, indicando una clara conclusión: las operaciones típicas de intervención se realizan con operaciones de pase en moneda nacional. Estas operaciones sí cumplen la tercera condición de seguir la evolución de la tasa de interés interfinanciera.

Volviendo a las otras dos condiciones de la intervención, y considerando la primera, decisión explícita de la autoridad monetaria, sería imposible encontrar una manifestación pública al respecto, pues tales decisiones se toman en forma secreta o reservada. No obstante, teniendo en cuenta la conducta observable, es posible determinar la probabilidad de intervención ante diferentes valores de la tasa de interés interfinanciera. Las cifras del Cuadro 2 señalan que cuando dicha tasa supera el nivel del 20% anual, la probabilidad de intervención es superior a 0.5. 11/

La segunda condición, que las intervenciones estén agrupadas en el tiempo, que sean "sistemáticas", por así decirlo, está relacionada con la forma de medir las operaciones. Hay dos maneras de hacerlo, sea por el volumen de las compras o por el efecto neto de la intervención sobre la base monetaria. Esta última medición no es satisfactoria para identificar períodos de intervención pues la cancelación de intervenciones previas puede hacerse en los períodos de no intervención; también puede haber cancelaciones en el período debidas a intervenciones anteriores.

La existencia de compras manifiesta que se dan condiciones para la intervención. Es posible computar los

Cuadro 1. Coeficientes de Correlación con la Tasa de Interés Interfinanciera

| Características                   | Operaciones de Pase |                 |               |
|-----------------------------------|---------------------|-----------------|---------------|
|                                   | Divisas             | Moneda Nacional | Ambas Monedas |
| I. Intervención/No Intervención * |                     |                 |               |
| Compras:                          |                     |                 |               |
| Todos los días                    | 0.158               | 0.239           | 0.229         |
| II. Monto de la Operación         |                     |                 |               |
| Compras:                          |                     |                 |               |
| Todos los días                    | 0.123               | 0.394           |               |
| Días de intervención              | 0.074               | 0.504           |               |

Nota: \* Intervención = 1; No Intervención = 0



**Cuadro 2. Probabilidades de Intervención**

| Tasa de interés<br>interfinanciera | Método       |       |        |
|------------------------------------|--------------|-------|--------|
|                                    | Probabilidad | Logit | Probit |
| <b>I. Tasa dos días antes</b>      |              |       |        |
| 10                                 | 0.353        | 0.390 | 0.396  |
| 15                                 | 0.386        | 0.460 | 0.460  |
| 20                                 | 0.418        | 0.532 | 0.525  |
| 25                                 | 0.451        | 0.602 | 0.589  |
| 30                                 | 0.483        | 0.669 | 0.651  |
| 35                                 | 0.516        | 0.729 | 0.709  |
| <b>II. Tasa del día</b>            |              |       |        |
| 10                                 | 0.411        | 0.382 | 0.390  |
| 15                                 | 0.444        | 0.456 | 0.457  |
| 20                                 | 0.476        | 0.532 | 0.525  |
| 25                                 | 0.509        | 0.606 | 0.592  |
| 30                                 | 0.541        | 0.676 | 0.656  |
| 35                                 | 0.574        | 0.738 | 0.716  |

valores de las operaciones de pase en moneda nacional en forma diaria, semanal o para cualquier período de tiempo. Una solución sencilla sería considerar el comportamiento aislado del volumen diario; sin embargo, este temperamento sería incorrecto debido a que las operaciones por lo común se desarrollan a lo largo de varios días y no todas las entidades financieras las hacen inmediatamente. Además, una operación puede cancelarse durante el período de intervención y reemplazarse por otra del mismo tenor a ser cancelada más adelante.

Una solución es determinar, establecidos los períodos de intervención, el promedio de las compras diarias durante los mismos. Este criterio es cuestionable por implicar una fuerte dosis de discrecionalidad en la elección de los períodos, pero las alternativas no parecen correr mejor suerte. Con estas salvedades, las cifras pertinentes están contenidas en el Cuadro A del Apéndice.

La intervención puede asumir dos formas: o bien el Banco Central establece la tasa de interés y deja el volumen a ser determinado por las entidades financieras, o bien determina el monto de su intervención y deja que las entidades financieras fijen la tasa de interés (corrientemente a través de un proceso de licitación). Siendo ésta una cuestión que debe decidirse por la práctica de cada país, en Argentina se ha seguido el primer procedimiento.

Esta característica de orden temporal es muy importante para resolver el problema empírico de explicar si primero es la tasa de interés fijada por el Banco Central y luego el monto de las operaciones, o viceversa. En el caso presente, primero se fija la tasa de interés de intervención, y a posteriori las entidades financieras establecen el volumen de acuerdo a su propia conveniencia. Producida la intervención, cuando la tasa de interés interfinanciera haya bajado lo suficiente por haberse normalizado el mercado, las entidades dejarán de requerir fondos y la autoridad monetaria habrá logrado cumplir su meta operativa.

En resumen, la secuencia tasa de interés-monto de la intervención es un presupuesto de la investigación estadística 12/. Las variables a explicar son la tasa de interés fijada por el Banco Central para sus operaciones de pase en moneda nacional, rBCRA, 13/ y el volumen promedio de compras para cada período de intervención, T(c).

En principio, si se admite el supuesto bastante realista de una reacción rápida por parte de la autoridad monetaria, se esperaría que rBCRA esté relacionada con la tasa de interés interfinanciera vigente en el período de intervención respectivo (rCALL), con la diferencia entre su nivel y el que ha tenido en el período inmediato anterior de no intervención (rCALL-rniCALL), con el aumento del nivel de precios (p) y

con la variabilidad experimentada en el período anterior, medida por el coeficiente de variación (snicALL).

$$rBCRA = f(rCALL, rCALL-rniCALL, p, snicALL) \quad (1)$$

La dirección de las variaciones de rBCRA sería: en el mismo sentido con rCALL, a mayor valor, mayor la tasa cobrada por la autoridad monetaria; negativa con (rCALL-rniCALL), ya que si el Banco Central actúa con prudencia, a mayor apartamiento, relativamente menor la tasa cargada; positiva con p, porque debe incorporarse el hecho que durante el período bajo análisis se produjo una reducción permanente del crecimiento de los precios hasta llegar a un valor mensual cercano a 0; negativa con snicALL, debido a que si en el pasado la tasa interfinanciera ha sido muy variable (o ha crecido abruptamente, con resultado semejante), menor la reacción de la autoridad monetaria.

Estas hipótesis pueden someterse a prueba mediante la estimación de la función (1) por el método de mínimos cuadrados ordinarios y especificación lineal. Los resultados se registran en el Cuadro 3 para los 14 períodos identificados como de intervención. En primer lugar son observables algunas conclusiones puramente estadísticas. Las variables indicadas, con la excepción de snicALL, brindan una explicación satisfactoria de la conducta de la autoridad monetaria, máxime cuando de entrada rBCRA es rígida en cada período de intervención (no es modificada según las variaciones de la tasa de interés interfinanciera). Los valores del coeficiente  $R^2$  corregido son aceptables para una muestra pequeña y gran variabilidad; los coeficientes de regresión en general son significativos y bastante estables ante especificaciones alternativas.

Desde un punto de vista económico se observa la gran influencia y significación de la variable rCALL. Su coeficiente de regresión es positivo y menor a la unidad por la restricción mencionada de no implicar un subsidio para las entidades financieras. Cuando se toma conjuntamente con p, se nota un pequeño aumento del coeficiente, la suma es 1 o un valor cercano, algo esperable al introducir la inflación dentro del análisis (véanse las ecuaciones con números pares). Si se piensa en una elasticidad de la tasa para operaciones de pase respecto a la tasa interfinanciera, sería aproximadamente de 0.5, y muy poco mayor cuando se considera la situación inflacionaria.

La autoridad monetaria ha demostrado una conducta cauta, digamos, en sus decisiones concretas: los valores de la tasa interfinanciera no han sido tomados en su total envergadura sino que han sido convenientemente acenuados. Tal lo que indican en forma sistemática los coeficientes negativos de la variable (rCALL - rniCALL) en las ecuaciones. Por último, probablemente debe descartarse que las decisiones hayan sido

Cuadro 3. Estimación de rBCRA

| Ecuación<br>corr. | Constante    | rCALL         | p             | rCALL -<br>rniCALL | sniCALL        | R <sup>2</sup> |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|--------------------|----------------|----------------|
| 1                 | 8.2<br>(2.1) | 0.61<br>(3.2) |               |                    |                | 0.42           |
| 2                 | 6.4<br>(1.2) | 0.63<br>(3.1) | 0.09<br>(0.5) |                    |                | 0.38           |
| 3                 | 7.9<br>(2.0) | 0.65<br>(3.3) |               | -0.21<br>(0.8)     |                | 0.40           |
| 4                 | 2.9<br>(0.5) | 0.74<br>(3.5) | 0.26<br>(1.2) | -0.42<br>(1.5)     |                | 0.42           |
| 5                 | 9.0<br>(2.1) | 0.64<br>(3.2) |               |                    | -7.7<br>(0.5)  | 0.38           |
| 6                 | 7.2<br>(1.3) | 0.65<br>(3.1) | 0.10<br>(0.5) |                    | -7.8<br>(0.5)  | 0.33           |
| 7                 | 8.8<br>(2.1) | 0.69<br>(3.2) |               | -0.23<br>(0.9)     | -9.0<br>(0.6)  | 0.37           |
| 8                 | 3.6<br>(0.6) | 0.78<br>(3.5) | 0.27<br>(1.2) | -0.45<br>(1.4)     | -10.4<br>(0.7) | 0.39           |

Notas: 1. Las variables son promedios en los períodos de intervención y de no intervención; 2. Entre paréntesis, valores del estadístico t

influenciadas por la variabilidad de la tasa interfinanciera en el período inmediato anterior.

Fijada la tasa de interés para las operaciones de pase en moneda nacional, las entidades financieras tienen ya un patrón para orientar su conducta y para obtener fondos mediante compras al Banco Central. Sería de esperar que el monto de las compras dependiera positivamente de la discrepancia existente entre la tasa fijada por la autoridad monetaria y la tasa de interés interfinanciera ( $r_{CALL} - r_{BCRA}$ ). Suponiendo que siempre es más conveniente endeudarse con la autoridad monetaria que con los colegas, podría interpretarse que la relación  $T(c)/r_{BCRA}$  no expresa una curva de demanda, sino una curva de oferta, y por consiguiente en lugar de valores negativos se encontrarán valores positivos.

$$T(c) = g(r_{BCRA}, r_{CALL} - r_{BCRA}) \quad (2)$$

Las cifras estimadas en una regresión de (2) por el método de mínimos cuadrados y especificación lineal se registran en el Cuadro 4. La conclusión es un tanto ambigua: ninguna de las dos variables parecen tener peso propio, y sin embargo al tomarlas en conjunto resultan significativas.

## II. Efectivos Mínimos Legales

Pasando ahora al segundo instrumento, los efectivos mínimos en Argentina son fijados cuantitativamente de acuerdo a la discreción de la autoridad monetaria (Ley 24.144, Art. 14, inc. b), y están limitados por dos restricciones: primero, el objetivo de regular la cantidad de dinero o el buen funcionamiento del sistema financiero; segundo, no ser remunerados (id., Art. 28).

Los importes establecidos al comienzo del Plan de Convertibilidad estaban por arriba de los que hubieran sido normales para las necesidades operativas de las entidades financieras. Sin embargo, según el juicio inferible de las acciones de la autoridad monetaria frente al proceso de remonetización experimentado por la economía en las nuevas condiciones de estabilidad de precios, hubiera sido muy peligroso bajarlos en forma sustancial.

En los meses siguientes (Cuadro 5) se asiste a un proceso gradual muy conservador de disminución hasta febrero de 1993. Los efectivos mínimos legales para las distintas categorías de depósitos en moneda nacional se redujeron levemente a partir de junio de 1991 y luego sólo afectaron los depósitos en cuenta corriente.

El cambio sustancial de política ocurre en febrero de 1993 con una reducción drástica de los efectivos mínimos legales, seguida por tres disposiciones complementarias, la

Cuadro 4. Estimación de T(c)

| Ecuación | Constante     | rBCRA         | rCALL -<br>rBCRA | R <sup>2</sup> corr. |
|----------|---------------|---------------|------------------|----------------------|
| 1        | 10.7<br>(0.5) | 1.04<br>(1.9) |                  | 0.16                 |
| 2        | 32.2<br>(9.2) |               | 1.00<br>(1.5)    | 0.08                 |
| 3        | 4.6<br>(0.5)  | 1.41<br>(2.9) | 1.48<br>(2.6)    | 0.44                 |

Notas: 1. Las variables son promedios en los períodos de intervención; 2. Entre paréntesis, valores del estadístico t

Cuadro 5. Efectivos Mínimos Legales

| Tipo de<br>8/<br>Depósito<br>93 | 5/ | 6/ | 4/ | 7/ | 8/ | 10/ | 2/ |
|---------------------------------|----|----|----|----|----|-----|----|
|                                 | 91 | 91 | 92 | 92 | 92 | 92  | 93 |

I. Moneda Nacional:

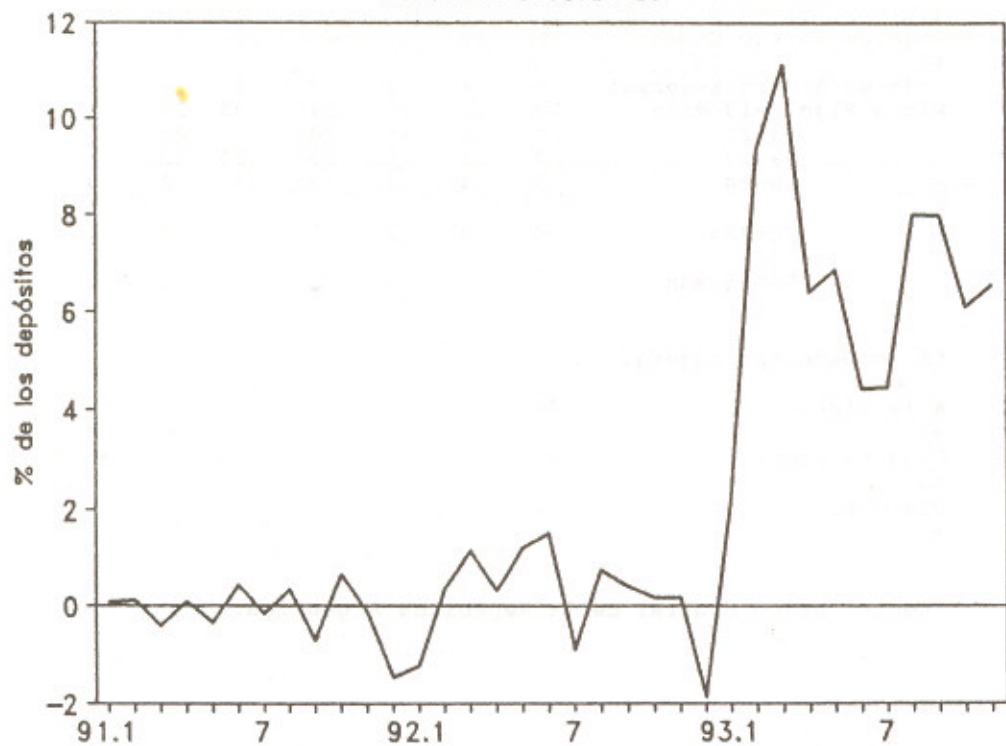
|                            |    |    |    |    |    |    |    |
|----------------------------|----|----|----|----|----|----|----|
| Cuentas Corrientes<br>43   | 80 | 79 | 77 | 75 | 73 | 71 | 40 |
| Caja de Ahorro Común<br>43 | 30 | 29 | 26 | 26 | 26 | 26 | 40 |
| Caja de Ahorro Especial    | 5  | 4  | 3  | 3  | 3  | 3  |    |
| Plazo Fijo 7-13 días       | 27 | 26 | 26 | 26 | 26 | 26 |    |
| 14-22                      | 23 | 22 | 20 | 20 | 20 | 20 |    |
| 23-29                      | 23 | 22 | 20 | 20 | 20 | 20 |    |
| 30-90                      | 5  | 4  | 3  | 3  | 3  | 3  | 3  |
| 3                          |    |    |    |    |    |    |    |
| 90-364                     | 0  | 4  | 2  | 0  | 0  | 0  | 0  |
| 0                          |    |    |    |    |    |    |    |
| 365 o más                  | 0  | 4  | 2  | 0  | 0  | 0  | 0  |
| 0                          |    |    |    |    |    |    |    |

II. Moneda Extranjera:

|                       |    |  |  |  |  |  |    |
|-----------------------|----|--|--|--|--|--|----|
| A la Vista<br>43      | 30 |  |  |  |  |  | 40 |
| Caja de Ahorros<br>43 | 30 |  |  |  |  |  | 40 |
| Plazo Fijo<br>3       | 5  |  |  |  |  |  | 0  |

Fuente: Banco Central de la República Argentina. Circulares

Gráfico 1  
RESERVAS EXCEDENTES





eliminación de las categorías de depósitos en caja de ahorro especial y de plazo fijo a menos de 30 días, la exigencia de efectivos similares para depósitos a la vista y en (la nueva) caja de ahorros, y la unificación de los efectivos para depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera (dólar).

El efecto inmediato de la rebaja de los efectivos fué el alza del volumen de reservas en todo el sistema financiero por arriba del efectivo mínimo legal (reservas libres), que hasta entonces se había movido en torno a un valor nulo. En el Gráfico 1 el fenómeno puede visualizarse claramente.

Al disminuir los efectivos mínimos legales, lo que en realidad se deseaba era ejercer una influencia hacia abajo en el margen financiero, al reducir el costo financiero, y conseguir la reducción de las tasas nominales y, consiguientemente, de las tasas reales de interés en un ambiente de estabilidad de precios. Por otro lado, es posible pensar que la autoridad monetaria tenía crecientes dificultades para bajar la tasa de interés interfinanciera con sus operaciones de intervención, y esas dificultades terminarían en una presión alcista.

La otra consecuencia inmediata de esta política ha sido la eliminación de la necesidad de efectuar operaciones de pase 14/. A propósito, ésta es la razón para que el fin del período de intervenciones con operaciones de mercado abierto haya sido fijado en enero de 1993.

A mediados de agosto de 1993 la autoridad monetaria pareciera haberse percatado que la rebaja de los efectivos legales en febrero habría sobrepasado los límites de liquidez del sistema financiero compatible con la estabilidad de precios. Como consecuencia, se produjo el aumento registrado en el Cuadro 5. 15/

#### 4. Algunas Conclusiones

El análisis anterior permite formular tres conclusiones. Primero, en el período inicial del Plan de Convertibilidad (hasta febrero de 1993) la autoridad monetaria intervino activamente con operaciones de pase en moneda nacional para frenar los aumentos de la tasa de interés interfinanciera, sin preocuparse demasiado por el nivel de las tasas reales de interés. En el período posterior (febrero a diciembre de 1993), su preocupación se revirtió hacia las tasas reales de interés, y para reducirlas acudió a la reducción de los efectivos mínimos legales.

Segundo, la reducción de las tasas reales de interés en un contexto de estabilidad de precios puede obtenerse en forma parcial y transitoria mediante la reducción de los efectivos mínimos legales. Sin embargo, este instrumento

tiene un efecto limitado y luego se requieren otras políticas para lograr el mismo efecto (reducción de los costos operativos del sistema financiero, integración creciente a los mercados internacionales, mayor credibilidad de las políticas, etc.).

Tercero, es muy probable que la política monetaria futura ya no tenga la ayuda de la remonetización de la economía y afronte los problemas de las economías desarrolladas.

#### Notas

\* Agradezco los comentarios de J. Novara y H. Palmieri, el asesoramiento estadístico de J. Arrufat y F. Ferrero, y la ayuda en el tratamiento de los datos proporcionada por L. Mautino

\*\* Universidad Nacional de Córdoba (Argentina)  
Dirección: Facultad de Ciencias Económicas. Estafeta 32, Ciudad Universitaria, 5000 CORDOBA, Argentina; Tel. (54-51) 69 0474/ 69 0986/69 0994/69 1002, Fax (54-51) 69 0466  
Dirección particular: Av. Irigoyen 582 (3B), 5000 CORDOBA, Argentina; Tel. (54-51) 69 0867, Fax (54-51) 72 4625

1. Distintos legisladores habían presentado proyectos para modificar la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina. Ver Arnaudo, 1991. La Cámara de Senadores adoptó uno de ellos y dió media sanción a su proyecto en noviembre de 1991; tratado el año siguiente por la Cámara de Diputados, sufrió algunas modificaciones que no alteraron mayormente su estructura y luego del trámite legislativo correspondiente fué aprobado como ley. Con nuevas modificaciones del Poder Ejecutivo, fue finalmente promulgado en octubre de 1992 como Ley No. 24.144

2. Estabilidad no significa valores constantes. Tampoco implica que la base monetaria no pueda ser ajustada por la autoridad monetaria de acuerdo a las condiciones económicas prevalecientes en el momento

3. La relación entre la moneda argentina y las demás monedas (excluido el dólar) está determinada por las cotizaciones externas de estas últimas respecto al dólar, cotizaciones que se hallan fuera del control de las autoridades del país

4. En forma complementaria se determina una relación igual o mayor del 100% entre la base monetaria y las reservas internacionales, formadas éstas por oro, moneda extranjera y colocaciones en divisas valuadas a precios de mercado (Ley No. 23.928, Art. 4)

5. El argumento parte de la validez a corto plazo de la ecuación de Fisher con tasa real de interés constante. A más largo plazo esta ecuación normalmente no es cierta pues los precios esperados afectan la tasa real de interés

6. Sin embargo, existe una relación muy estrecha entre el exceso o defecto de reservas, respecto a los efectivos mínimos legales, y la tasa de interés interfinanciera (ambas expresadas en promedios mensuales). Véase el Gráfico A en el Apéndice

7. La incidencia de una modificación del margen financiero sobre el nivel de cada una de las tasas de interés (activa y pasiva) depende de las elasticidades en los mercados financieros

8. También es la actual práctica norteamericana (Batten et al., 1990)

9. Las operaciones interfinancieras para algunas entidades pueden estar sujetas al racionamiento de mercado (al margen de las tasas de interés pertinentes) o presentar otro tipo de restricción individual

10. Si se confrontan los períodos en los que hubo operaciones de mercado abierto en divisas con los que hubo operaciones en moneda nacional, se advierte que únicamente en la mitad de los últimos ha habido una magnitud importante de las primeras

11. Las cifras del Cuadro 2 están subestimadas dado que la tasa de interés interfinanciera debería corregirse por la evolución del nivel de precios

12. De paso, esto permite soslayar la discusión acerca de la naturaleza estocástica de las series temporales

13. Una exposición interesante sobre el significado de las tasas de interés fijadas por la autoridad monetaria puede encontrarse en Bernanke y Blinder, 1992

14. Sólo hubo una intervención importante en el mes de julio y se instrumentó mediante la compra de títulos públicos

15. Existen otras explicaciones de la conducta de la autoridad monetaria; las cuales no son excluyentes de la brindada en el texto

#### Referencias

R. Abrams, R. Froyen y R. Waud (1980). Monetary Policy Reaction Functions, Consistent Expectations, and the Burns

- Era. *Journal of Money, Credit and Banking* 12, 1, 30-42 (febrero)
- A. Arnaudo (1991). Agenda 1992 para una Discusión sobre el Banco Central Argentino. ITDT.CIE. Serie Seminarios
- D. Batten, M. Blackwell, I Kim, S. Nocera y Y. Ozeki (1990). The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries. Instruments and Operating Procedures. *IMF. Occasional Paper* 70
- B. Bernanke y A. Blinder (1992). The Federal Fund Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review* 82, 4, 901-921 (septiembre)
- H. Chappell, T. Havrilesky y R. McGregor (1993). Partisan Monetary Policies: Presidential Influence through the Power of Appointment. *Quarterly Journal of Economics* 108, 1, 185-218 (febrero)
- R. Froyen (1974). A Test of the Endogeneity of Monetary Policy. *Journal of Econometrics* 2, 2, 175-188 (julio)
- J. Guttentag (1966). The Strategy of Open Market Operations. *Quarterly Journal of Economics* 80, 1, 1-30 (febrero)
- T. Havrilesky (1967). A Test of Monetary Policy Action. *Journal of Political Economy* 75, 3, 299-304 (junio)
- F. Keir (1963). The Open Market Policy Process. *Federal Reserve Bulletin* 49, 10, 1359-1370 (octubre)
- G. Reuber (1964). The Objectives of the Canadian Monetary Policy, 1949-1961. *Journal of Political Economy* 71, 2, 109-132 (abril)

APENDICE. Cuadro A. Períodos de Intervención y de No Intervención del Banco Central de la República Argentina con Operaciones de Pase en Moneda Nacional

| Fecha                | NO INTERVENCION |        | INTERVENCION |        |        | Monto |
|----------------------|-----------------|--------|--------------|--------|--------|-------|
|                      | Días            | Tasa 1 | Días         | Tasa 1 | Tasa 2 |       |
| 2/21-5-91            | 13              | 26.8   |              |        |        |       |
| 22-5/<br>13-6-91     |                 |        | 16           | 29.9   | 30     | 49.1  |
| 14/28-6-91           | 10              | 19.6   |              |        |        |       |
| 1/30-7-91            |                 |        | 21           | 30.0   | 29.2   | 52.7  |
| 31-7-91              | 1               | 25.0   |              |        |        |       |
| 1/16-8-91            |                 |        | 12           | 19.4   | 28     | 23.9  |
| 19-8/<br>11-9-91     | 18              | 13.6   |              |        |        |       |
| 12-9/<br>1-10-91     |                 |        | 14           | 23.6   | 26     | 45.3  |
| 2-10/<br>27-11-91    | 40              | 15.1   |              |        |        |       |
| 28-11-91/<br>27-1-92 |                 |        | 40           | 19.7   | 18     | 38.6  |
| 28/31-1-92           | 4               | 15.0   |              |        |        |       |
| 3/6-2-92             |                 |        | 4            | 11.5   | 18     | 20.3  |
| 7/17-2-92            | 7               | 9.6    |              |        |        |       |
| 18/26-2-92           |                 |        | 7            | 9.1    | 18     | 27.7  |
| 27-2/<br>4-3-92      | 5               | 12.0   |              |        |        |       |
| 5/9-3-92             |                 |        | 3            | 13.7   | 18     | 26.1  |
| 10-3/<br>1-4-92      | 17              | 11.2   |              |        |        |       |
| 2/8-4-92             |                 |        | 5            | 15.0   | 18     | 16.0  |
| 9-4/<br>14-7-92      | 63              | 10.8   |              |        |        |       |
| 15-7/<br>3-8-92      |                 |        | 14           | 17.4   | 16     | 24.6  |
| 4/24-8-92            | 14              | 13.4   |              |        |        |       |
| 25/28-8-92           |                 |        | 4            | 14.8   | 14     | 9.1   |
| 31-8/<br>6-10-92     | 27              | 12.6   |              |        |        |       |
| 7/30-10-92           |                 |        | 17           | 14.2   | 12     | 26.5  |
| 2/6-11-92            | 5               | 14.2   |              |        |        |       |
| 9/12-11-92           |                 |        | 4            | 20.8   | 12     | 49.2  |
| 13-11/<br>16-12-92   | 23              | 34.4   |              |        |        |       |
| 17-12-92/<br>11-1-93 |                 |        | 15           | 28.5   | 22     | 30.7  |

Fuente: Banco Central de la República Argentina. Comunicados de Prensa

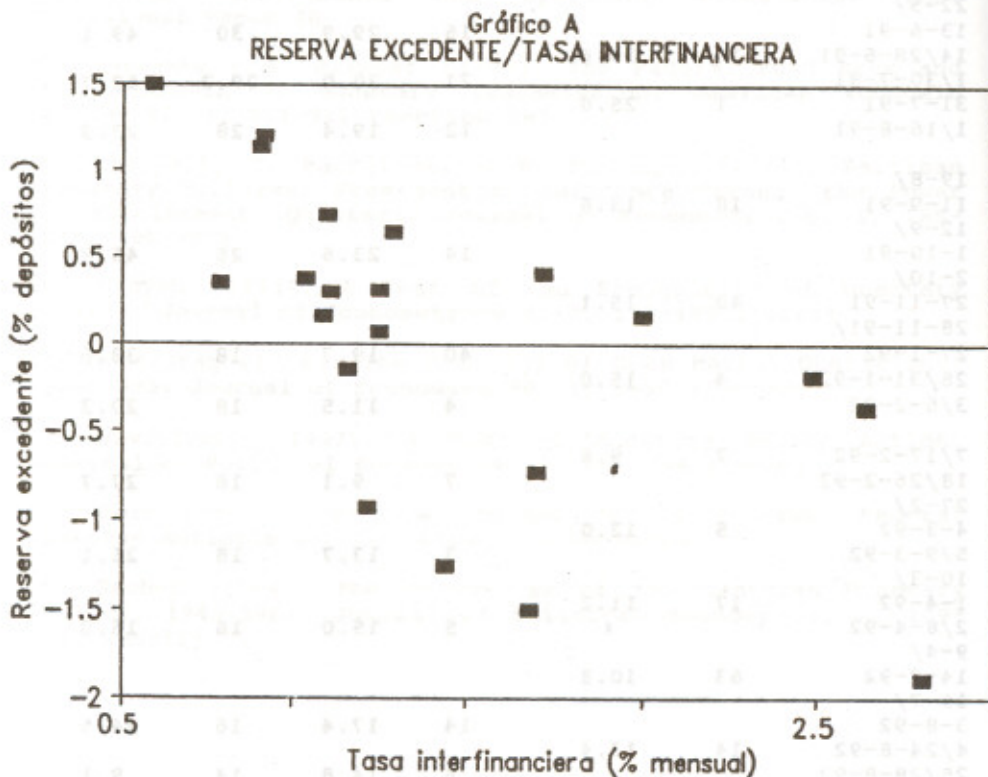


Gráfico B  
INTERVENCIONES DEL BANCO CENTRAL. 1991

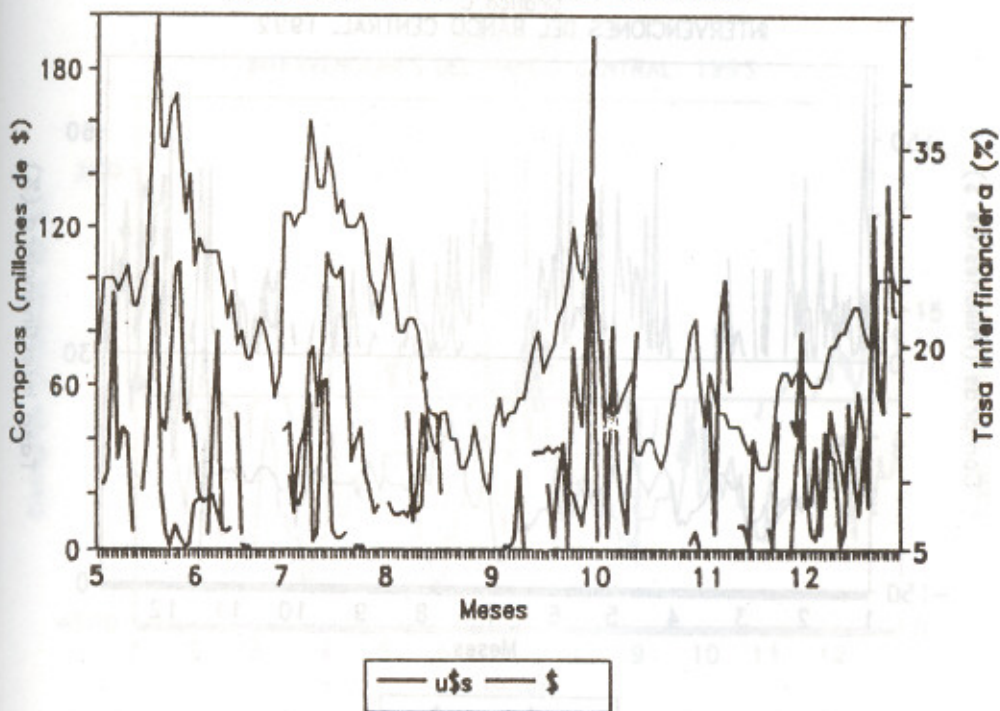


Gráfico C  
INTERVENCIONES DEL BANCO CENTRAL. 1992

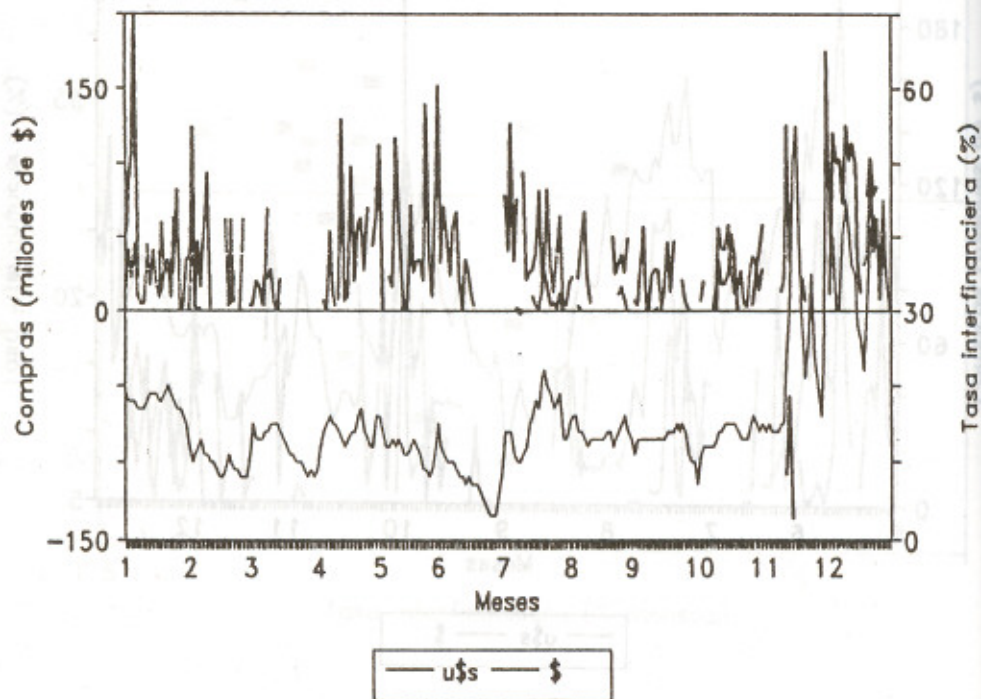




Gráfico D  
 INTERVENCIONES DEL BANCO CENTRAL. 1993

