

UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Economía

**UN PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA
EN DÓLARES PARA ARGENTINA**

Javier Bolzico y Gabriel Lopetegui

Agosto 2026
Nro. 932

https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)
Editor: Jorge M. Streb; Coordinador del Departamento de Investigaciones: Maximiliano Ivickas

Un prestamista de última instancia en dólares para Argentina

Javier Bolzico y Gabriel Lopetegui

Agosto de 2026

Resumen: Una parte significativa del ahorro de las familias y empresas argentinas se mantiene en dólares, pero solo una fracción menor se canaliza a través del sistema financiero local y una proporción todavía más reducida se transforma en crédito. La dolarización financiera presenta riesgos específicos. Por el lado de los activos, el principal riesgo surge de posibles descalces de moneda de los tomadores de crédito, que pueden deteriorar la calidad de la cartera ante depreciaciones reales del peso. Por el lado de los pasivos, el riesgo central es la iliquidez frente a retiros masivos de depósitos en dólares, dado que el Banco Central no puede crear dólares del mismo modo en que puede emitir moneda local. En ausencia de una fuente robusta de liquidez de última instancia en moneda extranjera, los bancos tienden a mantener elevados niveles de liquidez preventiva, lo que reduce la capacidad prestable, encarece la intermediación y limita el desarrollo del crédito en dólares. Esta nota propone la creación de un Programa de Liquidez Sistémica en Dólares (PLSD), orientado a definir y administrar un nivel adecuado de liquidez sistémica para los depósitos y obligaciones en moneda extranjera del sistema financiero. El PLSD combinaría tres componentes: requisitos normativos de liquidez establecidos por el BCRA, liquidez propia de las entidades financieras y la capacidad de asistencia de un Fondo de Liquidez en Dólares (FLD). El FLD sería el vehículo destinado a financiar la función de prestamista de última instancia en dólares del BCRA. Su objetivo sería proveer recursos para operaciones de asistencia de liquidez transitoria en dólares a entidades solventes, bajo principios consistentes con las mejores prácticas de prestamista de última instancia: asistencia limitada, de corto plazo, contra garantías adecuadas, a tasa penalizada y sujeta a la supervisión del BCRA y la SEFyC.

Documento de Trabajo

Un Prestamista de Última Instancia en Dólares para Argentina

Javier Bolzico y Gabriel Lopetegui

Agosto de 2026

Contenido

Abreviaturas principales	2
Resumen Ejecutivo.....	3
1. Introducción.....	5
2. Argentina: muchos ahorros y poco crédito.	6
3. Factores que afectaron la intermediación financiera en dólares	8
Factores que limitan la captación de ahorros.....	8
Factores que limitan la generación de créditos	8
4. El riesgo de liquidez en el segmento de moneda extranjera.....	9
5. Propuesta: prestamista de última instancia en dólares en el marco de un Programa de Liquidez Sistémica en Dólares.	10
Programa de Liquidez Sistémica en Dólares (PLSD).....	11
Niveles de liquidez sistémica. Una propuesta.	11
Posible composición del PLSD.....	12
6. Un diseño posible del Fondo de Liquidez de Dólares (FLD).....	13
7. Consideraciones finales	18
ANEXO I: Alternativas de fondeo para el FLD	19

Javier Bolzico (jbolzico@fitproper.com) es Founding Partner de Fit and Proper Consulting y Doctor en Economía de la UCEMA (2008). Gabriel Lopetegui (Gabriel.e.lopetegui@gmail.com) es Consultor Independiente en políticas económicas y macroeconomía internacional y Master en Economía de la UCEMA (1993). Los autores agradecen las contribuciones realizadas por Francisco Gismondi y Pablo Moauro. Los autores agradecen además a Pablo Guidotti por haber realizado valiosos comentarios a la versión preliminar del documento.

Este documento refleja la visión de sus autores. Los conceptos y opiniones vertidos aquí no son necesariamente compartidos por la UCEMA ni por las otras instituciones a las que pertenecen, trabajan o representan.

Abreviaturas principales

BCRA: Banco Central de la República Argentina.

CO: Carta Orgánica (del Banco Central de la República Argentina).

FLD: Fondo de liquidez en dólares.

FGD: Fondo de Garantía de los Depósitos.

LCR: Coeficiente de cobertura de liquidez (Liquidity Coverage Ratio).

LSD: Liquidez sistémica en dólares.

NML: Normativa macro-prudencial de liquidez

NSFR: Coeficiente de fondeo estable (Net Stable Funding Ratio).

PLSD: Programa de liquidez sistémica en dólares.

PUI: Prestamista de última instancia.

PUID: Prestamista de última instancia en dólares.

SEDESA: Seguro de depósitos S.A.

SEFyC: Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias.

Resumen Ejecutivo.

Argentina enfrenta una oportunidad para fortalecer su sistema financiero en un contexto en el que la economía continuará siendo bimonetaria durante un período prolongado. Una parte significativa del ahorro de las familias y empresas argentinas se mantiene en dólares, pero solo una fracción menor se canaliza a través del sistema financiero local y una proporción todavía más reducida se transforma en crédito. Esta situación limita la capacidad del sistema financiero para financiar inversión, consumo y crecimiento, y refleja tanto la persistencia de factores macroeconómicos e institucionales que afectaron la confianza de los depositantes como restricciones regulatorias y prudenciales que acotan la generación de préstamos en moneda extranjera.

La dolarización financiera presenta riesgos específicos. Por el lado de los activos, el principal riesgo surge de posibles descalces de moneda de los tomadores de crédito, que pueden deteriorar la calidad de la cartera ante depreciaciones reales del peso. Por el lado de los pasivos, el riesgo central es la iliquidez frente a retiros masivos de depósitos en dólares, dado que el Banco Central no puede crear dólares del mismo modo en que puede emitir moneda local. En ausencia de una fuente robusta de liquidez de última instancia en moneda extranjera, los bancos tienden a mantener elevados niveles de liquidez preventiva, lo que reduce la capacidad prestable, encarece la intermediación y limita el desarrollo del crédito en dólares.

La respuesta tradicional a estos riesgos ha sido promover la desdolarización financiera. Sin embargo, en una economía donde el dólar seguirá cumpliendo un rol relevante como reserva de valor, una estrategia basada exclusivamente en restringir la intermediación en moneda extranjera puede terminar reduciendo el volumen total de crédito sin eliminar necesariamente la dolarización del ahorro. Una alternativa superadora consiste en fortalecer el marco institucional, regulatorio y prudencial para permitir una intermediación financiera bimonetaria más segura y eficiente.

Con ese objetivo, esta nota propone la creación de un Programa de Liquidez Sistémica en Dólares (PLSD), orientado a definir y administrar un nivel adecuado de liquidez sistémica para los depósitos y obligaciones en moneda extranjera del sistema financiero. El PLSD combinaría tres componentes: requisitos normativos de liquidez establecidos por el BCRA, liquidez propia de las entidades financieras y la capacidad de asistencia de un Fondo de Liquidez en Dólares (FLD). A modo ilustrativo, se propone un nivel de liquidez sistémica equivalente al 45% de los depósitos en dólares, compuesto por 20% de encajes, 15% de liquidez propia de las entidades y 10% de capacidad del FLD.

El FLD sería el vehículo destinado a financiar la función de prestamista de última instancia en dólares del BCRA. Se propone constituirlo como un fideicomiso fuera del balance del Banco Central, administrado por un fiduciario designado bajo el marco regulatorio que establezca el BCRA. Su objetivo sería proveer recursos para operaciones de asistencia de liquidez transitoria en dólares a entidades solventes, bajo principios consistentes con las mejores prácticas de prestamista de última instancia: asistencia limitada, de corto plazo, contra garantías adecuadas, a tasa penalizada y sujeta a la supervisión del BCRA y la SEFyC.

El capital inicial del FLD podría provenir de SEDESA, dentro de límites prudenciales que preserven su función como asegurador de depósitos. Adicionalmente, el FLD podría nutrirse de líneas contingentes de bancos internacionales, organismos multilaterales, líneas bilaterales, swaps o repos con bancos centrales, aportes del BCRA o del Tesoro, y otras fuentes de financiamiento. La meta indicativa sería alcanzar recursos equivalentes al 10% de los depósitos en dólares, aunque el BCRA podría establecer metas graduales o ajustarlas en función de las condiciones macrofinancieras.

La creación del FLD no sustituye la necesidad de estabilidad macroeconómica, disciplina fiscal, reglas claras, fortalecimiento institucional y adecuada regulación del crédito en moneda extranjera. Tampoco constituye por sí sola una condición suficiente para expandir la intermediación financiera. Sin embargo, sí representa una condición conveniente para reducir el riesgo sistémico, mejorar la confianza de los depositantes, disminuir el costo de autoseguro de las entidades y permitir que una mayor proporción del ahorro en dólares de los argentinos se canalice hacia el crédito productivo y familiar dentro del sistema financiero formal. Aun cuando en ausencia de un FLD como el propuesto en este trabajo la intermediación financiera en dólares pueda seguir creciendo, su creación permitirá potenciar ese crecimiento, dado que se prevé que los bancos prestaran una mayor proporción de su base de depósitos.

1. Introducción

Argentina se encuentra ante una oportunidad histórica para repensar elementos estructurales de su andamiaje institucional y económico. En este contexto, dispone de las condiciones para impulsar reformas en su organización económico-institucional orientadas a consolidar un sendero de crecimiento sostenido, compatible con la estabilidad de precios en un contexto de economía de mercado.

El crecimiento de la intermediación financiera, aún cerca de mínimos históricos a pesar de la recuperación de depósitos y préstamos privados desde 2024, es imprescindible para acompañar y sostener dicho proceso.

Es de esperar que la economía argentina sea bimonetaria por muchos años y, por lo tanto, también debería serlo la intermediación financiera. La intermediación financiera en moneda extranjera (dolarización financiera) puede generar riesgos sobre el sistema financiero adicionales respecto a situaciones donde la misma no existe o es acotada.¹

Por el lado de los activos bancarios, el riesgo a gestionar por las entidades financieras proviene de eventuales descalces de moneda en la operatoria de los tomadores de crédito, con posibles efectos adversos sobre la calidad de la cartera crediticia ante depreciaciones reales de la moneda local. Por el lado de los pasivos bancarios, el riesgo proviene de la iliquidez generada por un eventual retiro masivo de depósitos en dólares, dado que la capacidad del regulador/supervisor (Banco Central) para actuar como prestamista de última instancia esta acotada (no existe “la máquina de imprimir dólares”).²

Para reducir estos riesgos, en general se han recomendado políticas para *desdolarizar* los sistemas financieros. Sin embargo, el éxito en desdolarizar la intermediación financiera puede resultar en una menor expansión del mercado de crédito total a lo largo del tiempo, en la medida en que los ahorristas se resistan a reducir sus ahorros en moneda extranjera por mayores ahorros en moneda nacional.^{3,4} Así, la desdolarización puede mitigar riesgos a costa de una menor tasa de crecimiento.

Un camino alternativo superador, que mitigue los riesgos de la dolarización financiera evitando al mismo tiempo sacrificar la expansión de crédito total bimonetario, requiere fortalecer el marco normativo para intermediación en moneda extranjera.

Asumiendo que una parte importante del ahorro de la economía continuará siendo en dólares, resulta imperativo pensar las condiciones necesarias para que ese ahorro se pueda intermediar eficientemente y financiar la inversión y el consumo privado, mitigando los riesgos.

¹ Véase por ejemplo Gulde y otros “Financial Stability in Dollarized Economies”, 2004

² Ibid., Chapter II.

³ Es importante remarcar que la dolarización surge como protección frente al riesgo de pérdida de valor de los ahorros provocado por la inestabilidad macroeconómica. Reducir la capacidad de los agentes económicos para cubrirse de dicho riesgo, puede simplemente generar más formación de activos externos.

⁴ Experiencias de países con alto grado de dolarización revelan que la desdolarización requiere años de estabilidad macroeconómica e incentivos para favorecer transacciones en moneda local. En el caso de Perú, por ejemplo, los niveles de dolarización de depósitos y créditos bancarios se redujeron desde niveles del 80% a principios de los años 2000, a 33% y 23% respectivamente en 2024, con una inflación promedio anual de 3% en el periodo e incluyendo un esfuerzo regulatorio significativo para reducir la dolarización. Ver Castillo (2016).

En este trabajo se repasan brevemente algunos factores que han limitado la intermediación financiera en dólares los últimos 25 años. Estos factores, manifestados de múltiples formas, son en definitiva la consecuencia del exceso de gasto público respecto al nivel financiable con impuestos convencionales. Por lo tanto, mantener el gasto público en niveles financiables en los tres niveles de gobierno es un prerequisite fundamental. Eliminar en forma permanente y creíble las causas que limitaron la intermediación financiera permitirá una mayor y más segura expansión de los depósitos y créditos en moneda extranjera.

Sin embargo, una vez eliminadas estas causas, la ausencia de un prestamista de última instancia (PUI) en dólares continuará limitando la confianza de los ahorristas en el sistema financiero y las posibilidades de prestar los fondos captados en dicha moneda.

En los primeros apartados de este trabajo se analizan algunas características del sistema financiero, se enumeran los factores que explican el bajo volumen de depósitos y préstamos bancarios de las últimas décadas y se realizan consideraciones conceptuales sobre el riesgo de liquidez en dólares. En la segunda parte del trabajo se proponen los lineamientos de un Programa de Liquidez Sistémica en Dólares (PLSD) y en ese marco la **creación de un mecanismo de financiamiento robusto para el PUI en dólares para Argentina: el Fondo de Liquidez en Dólares (FLD)**. Se abordan las cuestiones vinculadas a su creación, funcionamiento y fuentes de fondeo. Se concluye con las consideraciones finales sobre los efectos esperables de crear un FLD como el propuesto. En anexo se describen con mayor detalle las opciones de fondeo del FLD.

2. Argentina: muchos ahorros y poco crédito.

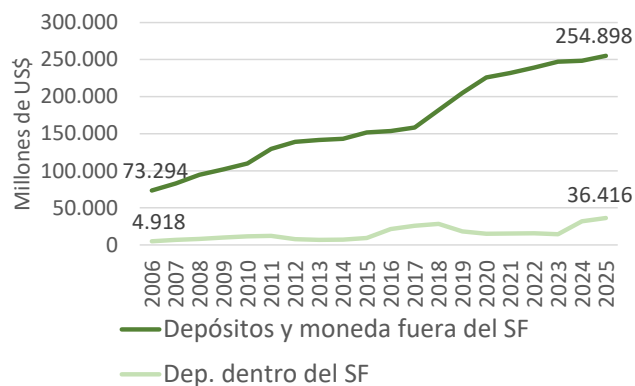
En los últimos 50 años la economía argentina fue bimonetaria. Esto es, una parte sustancial de la actividad económica (ahorro, inversión, transacciones, contratos, etc.) se realiza en dólares, aunque la moneda de curso legal sea el peso. Con distintos regímenes cambiarios, desde liberales hasta represivos, la economía argentina se caracterizó por el uso de ambas monedas.

Resulta razonable esperar que el dólar siga siendo la moneda de ahorro -y también de algunas transacciones- elegida por una parte importante de la sociedad en los próximos años. Más aun, los anuncios y acciones de las autoridades nacionales van hacia la consolidación de una economía bimonetaria con competencia entre el peso argentino y el dólar.

La mayor parte del ahorro en dólares de los argentinos se realiza fuera del sistema financiero formal. Para ilustrar este punto, podemos comparar el dinero en poder de las empresas y familias fuera del sistema vs. los dólares depositados en el sistema financiero local (Gráfico 1) a fines de 2025. Los depósitos y dinero en efectivo fuera del sistema financiero ascienden a casi US\$ 255.000 millones⁵, mientras que los depósitos dentro del sistema se encuentran debajo de los US\$ 37.000 millones.

⁵ Saldo de la subcuenta Moneda y depósitos dentro del rubro Otra Inversión de la Posición Internacional de Inversión de la Balanza de Pagos

Gráfico 1: Depósitos en dólares dentro y fuera del sistema financiero
(mill. US\$)

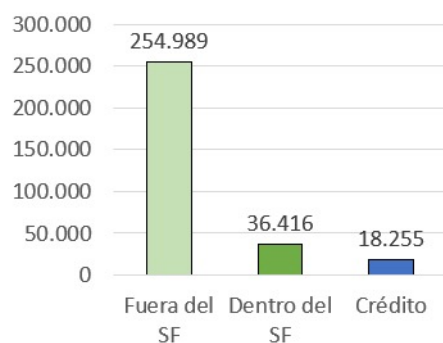


Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC y del BCRA

La frecuente inestabilidad macroeconómica con sucesivas licuaciones del ahorro doméstico impuso un riesgo de depositar ahorros en el sistema financiero local. Y la salida de la convertibilidad, pesificación asimétrica mediante, expuso claramente que, aun ahorrando en moneda extranjera, existe un latente riesgo confiscación.

Un punto adicional es que, de los pocos dólares depositados en el sistema financiero, solo el 50% fueron canalizados hacia el crédito, por distintas razones. Los préstamos en dólares están por debajo de los US\$ 20.000 millones y se encuentran concentrados en un número limitado de empresas habilitadas por la normativa del BCRA. Los argentinos hicieron el esfuerzo de ahorro equivalente a casi US\$ 300.000 millones, de los cuales aproximadamente US\$ 18.000 se transformaron en créditos. Es decir que solo un 6% del ahorro en dólares de los argentinos se transforma en préstamos locales. En el segmento pesos, esa relación está en torno al 90%.

Gráfico 2: Ahorro, depósitos y crédito bancario en dólares
(mill. US\$; dic-25)



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC y del BCRA

Para que Argentina pueda aprovechar los ahorros en dólares y transformarlos en créditos para empresas y personas se deben mejorar dos aspectos principales: que el ahorro se canalice hacia el sistema financiero formal y que el marco regulatorio e institucional permitan al sistema financiero intermediarlos eficientemente, mitigando los riesgos macroeconómicos que genera la dolarización financiera.

3. Factores que afectaron la intermediación financiera en dólares

La intermediación financiera requiere de la convergencia de los elementos: por un lado, la “captación de fondos” y por otro lado “la generación préstamos”.

La captación de fondos requiere que la economía y el sistema financiero ofrezcan condiciones de seguridad, servicios y retorno, que estimulen a los ahorristas a depositar sus recursos en el sistema financiero.

La generación de crédito requiere condiciones macroeconómicas que determinen demanda de crédito por parte de las empresas y familias, y un sistema financiero en condiciones de ofrecerlo.

En lo que va del siglo XXI numerosos factores han limitado tanto la captación de fondos como la generación de préstamos en dólares, determinando una bajísima intermediación financiera: aproximadamente 12% del ahorro en dólares ha ido al sistema financiero y los préstamos generados representaron 6% de dicho ahorro.

La mayor parte de los riesgos (“peligros”) que perciben los agentes económicos y por los cuales no confían en el sistema financiero, tiene su origen en los persistentes desequilibrios fiscales de las últimas décadas.

Factores que limitan la captación de ahorros.

Como se ha visto, el sistema financiero capta una parte muy baja del total del ahorro de los argentinos. Entre los factores que, a pesar de los avances logrados, aun afectan la confianza de los depositantes se destacan: el riesgo de que el Tesoro pueda acceder a los dólares del BCRA, los riesgos de cambios en los términos contractuales que impidan el acceso a los dólares depositados (pesificación, “corralito”, otras restricciones), los bajos niveles de reservas netas del BCRA, la falta de independencia del BCRA a partir de la modificación de la CO de 2012, la baja rentabilidad de los depósitos en dólares, los controles cambiarios, los posibles efectos de la ley penal cambiaria sobre la actividad financiera, y la ausencia de un prestamista de última instancia en dólares, que de un marco de mayor confianza a los depositantes.

Factores que limitan la generación de créditos

Se ha mencionado que solo el 50% de los depósitos transforma en créditos. Entre los factores que limitan la generación de créditos en dólares se destacan: la limitación legal al otorgamiento de préstamos (con fondeo de los depósitos en dólares) excepto a un grupo pequeño de sectores, altos impuestos nacionales, provinciales y municipales que impactan el precio del crédito, el riesgo cambiario que los tomadores de crédito estén dispuestos a asumir, y la ausencia de un PUI en dólares que obliga a los bancos a mantener altos niveles de liquidez preventiva.

4. El riesgo de liquidez en el segmento de moneda extranjera.

En los sistemas bancarios con encaje fraccionario, los depósitos son solo parcialmente cubiertos por activos líquidos. Cuando se trata de moneda extranjera, las salidas de depósitos pueden generar un riesgo muy específico de iliquidez sistémica. Los depósitos en dólares solo pueden reembolsarse en la medida en que los bancos cuenten con suficiente liquidez propia en dólares o con acceso a dicha moneda a través de acuerdos de prestamista de última instancia con el banco central o con otros prestamistas.

En vista de ello, una característica común de las economías con alta dolarización financiera es la presencia de encajes para los depósitos en moneda extranjera mayores que los aplicados a moneda local y niveles relativamente mayores de reservas internacionales de los bancos centrales.⁶

Tradicionalmente, la primera “línea de defensa” de la liquidez es un requisito de encaje alto. Ize y otros (2005) argumentan que los requisitos de liquidez o encaje ayudan a internalizar el riesgo de liquidez y, en el contexto de choques mayoritariamente sistémicos, son óptimos desde una perspectiva prudencial.⁷

Respecto a las reservas internacionales, un trabajo reciente⁸ revela que las reservas en dólares de los bancos centrales se correlacionan fuertemente con la escala del endeudamiento denominado en dólares por parte de las empresas locales. En otras palabras, los bancos centrales se auto-aseguran manteniendo reservas para poder proporcionar liquidez de emergencia en dólares (o tener acuerdos con prestamistas internacionales) en una crisis.

Los arreglos de liquidez en el sistema financiero se vuelven más importante en el caso de las crisis sistémicas. Si solo una entidad o un número pequeño de entidades sufren salidas de depósitos, solo se necesita tener algún instrumento para reciclar la liquidez agregada en el sistema bancario. Incluso el mismo mercado interbancario podría lograr este objetivo si no hay preocupación o incertidumbre sobre la solvencia de las entidades. Sin embargo, en escenarios de estrés financiero el mercado interbancario se achica, justificando la existencia de un mecanismo que recicle la liquidez agregada.⁹

Varios factores pueden exacerbar o generalizar una pérdida de depósitos bancarios inicialmente acotada en el caso de moneda extranjera. Dado el límite de la liquidez agregada, existen mayores chances de que los bancos incurran en pérdidas por la venta forzosa de activos; a su vez, los depositantes pueden intuir estas pérdidas y la amenaza de medidas de último recurso, incluyendo conversiones forzosas a pesos o bonos públicos y el congelamiento de depósitos, acelerando la salida de depósitos.¹⁰

⁶ Las altas reservas internacionales pueden ser resultado de los mismos encajes sobre depósitos en dólares de la banca comercial (que normalmente son un pasivo del banco central) o porque el banco central acumula reservas por motivos precautorios por encima de dichos encajes.

⁷ También argumentan que, una vez introducidos los requisitos, puede tener sentido un reciclaje de liquidez limitado para abordar el riesgo idiosincrático de liquidez y aumentar aún más la resiliencia del sistema bancario.

⁸ Das y otros (2023)

⁹ Para darle liquidez al mercado interbancario, los bancos centrales (por caso, la FED durante la crisis financiera global) introdujeron líneas de préstamo de títulos que los bancos podían usar como garantía, o vía repos, con otras entidades financieras.

¹⁰ Se podría argumentar que en el segmento pesos la liquidez que puede proveer el banco central también está limitada en la medida que éste privilegie el objetivo de estabilidad de precios y por ende restrinja la creación de moneda. Pero en última instancia, las consecuencias contractivas de una corrida bancaria pueden justificar un relajamiento de las condiciones monetarias y mayor inflación.

Existe además una diferencia importante en la dinámica de las corridas bancarias cuando las mismas afectan a depósitos en moneda extranjera. En caso de corridas de depósitos en pesos, la probable depreciación concurrente del peso limita la pérdida de reservas del banco central ya que un dado nivel de dólares cubre una mayor cantidad de pesos. Este efecto “positivo” de la depreciación no ocurre en corridas de depósitos en dólares. Mas aun, la depreciación puede deteriorar la cartera de créditos en moneda extranjera en la medida que haya deudores descalzados afectando la solvencia bancaria.

Cuando las crisis son sistémicas, afectando a una significativa proporción de entidades, es cuando será necesario recurrir a todas las fuentes de liquidez sistémica, incluyendo rebajas de encajes y el uso de reservas internacionales que estén disponibles por encima de los encajes (por tenencias propias del banco central o producto de arreglos globales de liquidez).

Para economizar el uso de la limitada liquidez disponible, algunos autores han propuesto *circuit-breakers* como instrumento de manejo de una crisis de liquidez, consistentes en la suspensión preautada de la convertibilidad de depósitos en forma temporaria en escenarios extremos.¹¹ Sin embargo, dada la experiencia argentina, es altamente probable que ese tipo de instrumento sea contraproducente y limite la expansión del sistema si es introducido explícitamente en la regulación bancaria.¹²

Dicho esto, la disponibilidad de liquidez inmediata es costosa. Aun cuando elevados encajes y la acumulación de reservas aumentan la capacidad de la economía para enfrentar choques adversos redundando en beneficios económicos, es indudable que tienen costos que de una u otra manera se trasladaran a la economía. Altos requisitos de liquidez en dólares —no remunerados o con remuneración por debajo de la tasa de mercado— abren una brecha (spread) entre tasas activas y pasivas, en especial en un segmento donde se espera que los spreads sean bajos y convergentes a los valores internacionales. Esto impone presiones competitivas al sistema financiero local. Las reservas internacionales del banco central, a su vez, en la medida que sean compradas contra instrumentos domésticos remunerados del banco central (esterilización) tendrán un costo cuasifiscal dado por diferencial de rendimiento de los pasivos remunerados (afectado por el riesgo país y la expectativa de depreciación de la moneda) y las reservas internacionales.

5. Propuesta: prestamista de última instancia en dólares en el marco de un Programa Liquidez Sistémica en dólares.

Se han enumerado previamente una serie de factores que afectaron y afectan negativamente la intermediación financiera en dólares. En este documento solo se abordará uno de esos factores: la falta de prestamista de última instancia en dólares (PUI). Se deja aclarado que a fin de mejorar la intermediación financiera en dólares es necesario abordar el resto de los factores indicados, los cuales exceden el alcance de este documento.

La función de PUI, tanto en pesos como en moneda extranjera, es generalmente una responsabilidad atribuida a los bancos centrales. En el caso argentino, la CO otorga al BCRA la función de PUI, sin distingo de monedas, con lo cual está entre sus atribuciones actuar como PUI en dólares; sin perjuicio de la necesidad de contar con los recursos necesarios para ello.

¹¹ Ver Ize y otros (2005).

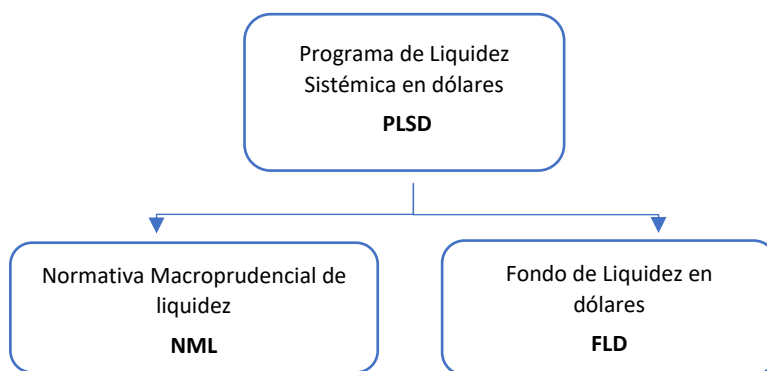
¹² Restricciones a la salida de depósitos fueron usadas en crisis bancarias recientes en los casos de Chipre, Grecia, y Ucrania. Ver Laeven y Valencia (2018)

El PUID debe considerarse en un marco más amplio que es la estrategia del manejo de la liquidez sistémica en dólares. En los últimos años el único instrumento de la red de seguridad respecto a la liquidez en dólares ha sido el establecimiento de encajes no remunerados sobre los depósitos. Es necesario tener un enfoque integral y menos costoso posible en términos de eficiencia para la gestión de la liquidez sistémica en dólares.

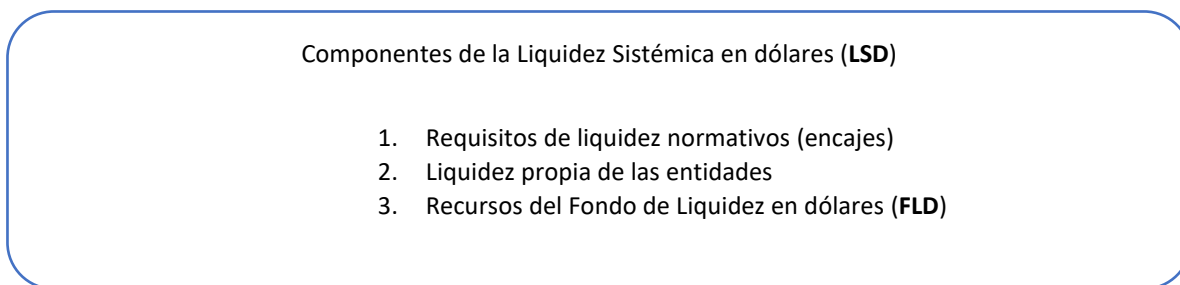
Programa de Liquidez Sistémica en dólares (PLSD).

En ese marco se propone considerar la creación de un Programa Liquidez Sistémica en dólares (PLSD), que definirá los niveles de Liquidez Sistémica en dólares (LSD) con los que operará el sistema financiero.

El PLSD combina dos elementos: normativa macroprudenciales de liquidez (NML) y la asistencia de un Fondo de Liquidez en dólares (FLD). El FLD financiará la función de PUID de acuerdo al marco de defina el BCRA.



A su vez, el PLSD determinará la **Liquidez sistémica en dólares (LSD)** que surge de la sumatoria de: requisitos de liquidez establecidos por el BCRA, liquidez propia en las entidades, y recursos del Fondo de Liquidez en dólares (FLD).



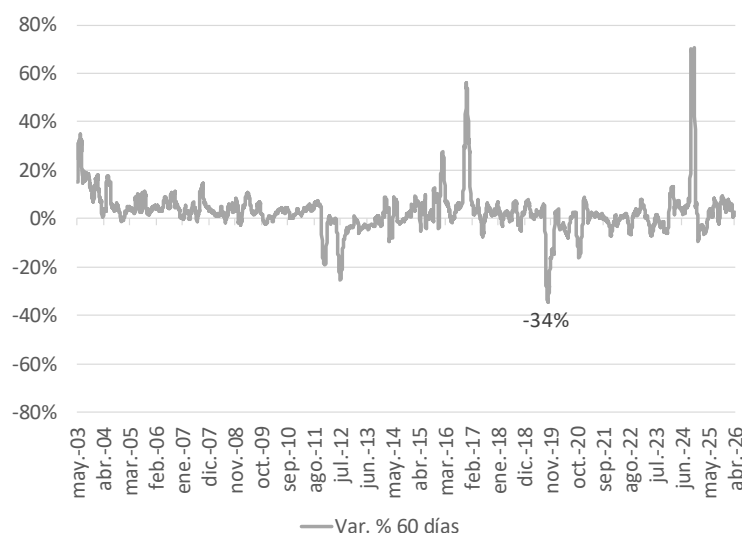
Niveles de liquidez sistémica. Una propuesta.

La liquidez sistémica en dólares (LSD), es la suma de los tres componentes mencionados, y deberá representar como mínimo un determinado porcentaje de los depósitos. Un valor que aparece como razonable y conservador es el 45% de los depósitos, aunque este valor podría ser mayor o menor, según se considere al momento de establecer el PLSD por parte de las autoridades.

Una primera justificación para este parámetro surge de la evidencia histórica: la mayor caída sistémica de los depósitos en dólares de al menos los últimos 25 años se registró en octubre de 2019 y alcanzó

aproximadamente 34% en un plazo de 60 días (Gráfico 3). Tomar como referencia ese episodio permite calibrar un nivel de liquidez capaz de absorber un estrés severo. Sobre esa base, un coeficiente de 45% introduciría un margen adicional de resguardo frente a escenarios de tensión más agudos, contemplando no solo retiros sistémicos, sino también posibles diferencias en la velocidad de salida de depósitos entre entidades.

Gráfico 3: Depósitos bancarios en dólares (Var. % 60 días; s. privado)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Este nivel también ofrece un adecuado nivel de protección frente a corridas bancarias a la luz de la experiencia internacional. En su análisis de crisis bancarias ocurridas durante 1972-2017, Laeven y Valencia (2018) indican que el valor mediano del pico de asistencia de liquidez al sistema bancario se ubicó en el orden del 20% de los depósitos y obligaciones con no residentes. La caída de depósitos en la crisis del Tequila en Argentina, alcanza un pico de 18% entre diciembre de 1994 y marzo de 1995, aunque con fuertes diferencias entre entidades.¹³ Conforme la economía e instituciones argentinas se afiancen, a mediano plazo podría bajar el nivel de protección necesario.

Posible composición del PLSD

La regulación macro prudencial y la capacidad de asistencia del FLD determinarán la liquidez que aportará cada uno de los componentes de la liquidez sistémica. La capacidad del FLD dependerá del acceso a fuentes de fondeo que se obtengan.

A manera de ejemplo podrían tener la siguiente composición:

¹³ Guidotti and Nicolini (2016).

Componente de la liquidez sistémica*	% de los depósitos
Requerimientos de liquidez establecidos por el BCRA (encajes)	20%
Liquidez propia de las entidades	15%
Capacidad del Fondo de Liquidez en dólares.	10%
TOTAL	45%
*Los porcentajes son ilustrativos y sujetos a calibración por parte del BCRA.	

Requerimientos de liquidez (encajes): los encajes se calibrarán para representar en el agregado (20%) de los depósitos y obligaciones; se establecerán por plazo residual, podrán ser constituidos en el banco central o en corresponsales autorizados en el exterior. En el caso de ser mantenidos o administrados por el banco central se sugiere que no se contabilicen en la hoja de balance como cuentas patrimoniales sino como cuentas de orden, ya que el banco central sería simplemente custodio (no usuario) de la liquidez. El BCRA invertirá los recursos en condiciones similares a las reservas internacionales propias. El BCRA debería transferir el rendimiento que generen los recursos depositados como requisito de liquidez a las entidades financieras, neta de los gastos de administración.

Liquidez propia: equivalente al 15% de los depósitos. En este concepto se incluye los requerimientos operativos liquidez y aquella liquidez adicional que estimen conveniente las entidades.¹⁴ Esta liquidez estará integrada por dólares físicos en los tesoros de las entidades, en cuenta a la vista en el BCRA, bancos internacionales de primera línea o títulos del Tesoro de EEUU.¹⁵ Si bien buena parte de esta liquidez es voluntaria, las regulaciones existentes de liquidez individual (coeficientes de cobertura de liquidez, LCR, y de fondeo estable, NSFR) emitidas por el BCRA en línea con las recomendaciones del Comité de Basilea pueden influir en los niveles mantenidos de liquidez propia.

Fondo de liquidez en dólares (FLD): equivalente al 10% de los depósitos en dólares (aproximadamente 3.900 millones de dólares a mayo 2026). El FLD se describe en la próxima sección.

6. Un diseño posible del Fondo de liquidez dólares (FLD)¹⁶

El objetivo del Fondo de Liquidez es proveer los recursos que el BCRA utilizará para las operaciones de asistencia de liquidez al sistema financiero local en el segmento dólares. Para cementar su transparencia y disponibilidad, el FLD se constituirá como un fideicomiso fuera del balance del banco central y será administrado por un fiduciario designado por el BCRA. En términos generales el FLD será el vehículo que financiará la función de PUI del BCRA, con fondos de origen privados y eventualmente también de origen estatal, en el marco normativo y operativo que define al BCRA.

¹⁴ Aquí se incluyen dos conceptos que, si bien tienen distinta naturaleza, por simplicidad se los considera en una única categoría: la necesidad operativa de liquidez (encaje técnico) y la liquidez prudencial que definan las entidades, por encima del encaje legal.

¹⁵ Dado que la gran mayoría de depósitos y obligaciones en moneda extranjera serán denominadas en dólares americanos, es razonable considerar a los títulos emitidos por el tesoro de EEUU como el instrumento de liquidez natural, evitándose incluir otros emisores y otras monedas que incorporaran riesgos soberanos y de cambio innecesarios.

¹⁶ Se listan las principales características generales que podría tener el FLD. Son indicativas y existen otras opciones para abordar cada uno de los elementos listados a continuación.

Existe un antecedente conceptual del FLD en 1995, cuando el BCRA redujo los encajes para fondear la red de seguridad bancaria operada a través del Banco Nación.¹⁷ Otro antecedente similar lo constituye el Programa Repo implementado por BCRA a partir de 1997.¹⁸

La creación del FLD podría hacerse por decreto del PEN, delegando en el BCRA su regulación y reglas de funcionamiento. Una vez instrumentado y en funcionamiento podría evaluarse la conveniencia de darle rango de ley para dar mayor certeza sobre su permanencia.

El capital inicial del FLD sería aportado por SEDESA. Para ello el Decreto debería prever la posibilidad de que SEDESA, en el marco del Decreto 540/95 artículo 10 bis inciso f), este facultado a financiar al FLD.¹⁹

Las operaciones de asistencia de liquidez que podrá realizar el FLD se enmarcarán y deberán observar las mismas condiciones que hoy le impone la CO del BCRA a las operaciones de redescuentos y adelantos transitorios previstos en el artículo 17. En ese contexto, las operaciones de desembolsos del FLD serán aprobadas y ordenados al fiduciario por el BCRA cuando la iliquidez transitoria que enfrente una entidad solvente sea en dólares. A diferencia de las operaciones de PUI que el BCRA hace bajo el artículo 17 de la CO, las operaciones del FLD no impactarán su balance.

El FLD se constituiría como un Fideicomiso administrado por un fiduciario a designar por el BCRA en consulta con SEDESA. El FLD tendrá un aporte semilla de SEDESA que le otorgará el carácter de fiduciante y fideicomisario. El contrato de Fideicomiso será firmado por SEDESA, BCRA y el fiduciario designado. En caso de que el Tesoro Nacional o el BCRA efectúen contribuciones al FLD también tendrán el carácter de fideicomisarios.

Los recursos del FLD provendrán del aporte de capital inicial de SEDESA y de la financiación y líneas contingentes de créditos que pueda obtener para su funcionamiento. La exposición de SEDESA, tanto por el aporte inicial como por asistencia financiera posterior, no podrá exceder del 15% de Fondo de garantía de depósitos (FGD) que administra.

Fundamentos sobre el aporte de capital de SEDESA al FLD

En el marco normativo actual SEDESA está facultada para contribuir al programa de liquidez sistémica como el propuesto.

Desde el punto de vista del rol de SEDESA, el FLD contribuye a la estabilidad sistémica que es una de las razones que explica la creación de los fondos de garantías de depósitos. Cuanto más robustos sean los distintos componentes de la red de seguridad financiera, del cual el FLD y SEDESA serían partes, menor es el riesgo para los depositantes y las contingencias para SEDESA.

¹⁷ Con el argumento que el acceso a la red de seguridad no sufriría del estigma que caracterizaba a la toma de redescuentos del BCRA.

¹⁸ Este programa consistía principalmente en líneas de liquidez contingente con la banca privada internacional. Durante la crisis del 2001 parte de esas líneas fueron ejecutadas por el BCRA. En algunos casos los bancos internacionales se negaron al realizar desembolsos alegando cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras de Argentina. Para una discusión, véase Ize y otros (2005).

¹⁹ El citado inciso autoriza a Sedesa a realizar, mantener o financiar programas de pase con bancos del exterior que tengan por finalidad contribuir a la estabilidad del Sistema Financiero, con la previa conformidad del BCRA y con cargo al Fondo de Garantía de los Depósitos. Naturalmente, en el esquema propuesto, dichos programas de pase, fondearían al FLD.

El atractivo adicional de SEDESA para este arreglo institucional es que es un seguro privado, de manera que su aporte no implica un esfuerzo financiero del Estado.

El límite máximo del 15% del FGD para los aportes y financiaciones que pueda realizar SEDESA al FLD, permite mantener una parte sustancial de los recursos del FGD para cumplir adecuadamente su rol asegurador en escenarios adversos.

Ver Anexo para más detalles.

Recursos

Se propone como meta del FLD alcanzar recursos por el equivalente al 10% de los depósitos en dólares.

En Anexo I se analizan las potenciales fuentes de financiamiento disponibles, incluyendo:

- Aporte de capital de SEDESA.
- Línea de liquidez de SEDESA
- Líneas contingentes de bancos privados internacionales
- Líneas contingentes de Organismos internacionales
- Líneas de crédito bilateral, incluidos en derechos especiales de giro
- Líneas contingentes y swaps de monedas con bancos centrales
- Aportes de capital del BCRA-opcional
- Líneas de crédito del Tesoro Nacional o BCRA-opcional

Una definición que debe tomarse al momento de la puesta en marcha del FLD es si el mismo se nutrirá exclusivamente con recursos del sector privados o si el Estado, en atención a su responsabilidad sobre la estabilidad sistémica y su función de PUI, participara aportando fondos o avales. Un FLD con recursos totalmente de origen privado es posible, pero la capacidad de conseguir fondos será menor. En este análisis cabe destacar que los fondos de SEDESA se consideran de origen privado, ya que no pertenecen al Estado.

Si bien se propone mantener capacidad de asistencia del FLD de fondos equivalente al 10% de los depósitos, el BCRA podrá establecer metas diferentes de acuerdo a las circunstancias. Así, por ejemplo, el BCRA podrá establecer metas crecientes hasta alcanzar el 10% mencionado²⁰, e incluso superiores a dicho valor en condiciones de estrés financiero, en la medida que se consigan recursos adicionales.

Como se mencionara, SEDESA no podrá aportar al FLD más del 15% de los recursos del Fondo de Garantía de los Depósitos, independientemente del instrumento que se utilice.²¹

Forma legal

El FLD será creado por Decreto del PN. Estará constituido por medio de un fideicomiso. SEDESA será fiduciante y Fideicomisario. SEDESA y el BCRA designaran el Fiduciario.²²

²⁰ A valores de Dic 2025 el 10 % equivale aproximadamente US\$ 4.000 millones.

²¹ Este límite es una salvaguarda que asegura que aun en el poco probable peor escenario (que SEDESA perdiera todo lo aportado y prestado al FGD), no se comprometa su capacidad como asegurador de depósitos.

²² A fin de dotar de mayor seguridad jurídica una vez creado el FLD puede evaluarse la posibilidad de fortalecer su estatus legal a través de una ley del Congreso Nacional

Podrán solicitar préstamos de liquidez las Entidades Financieras previstas en la ley 21.526.

El Decreto establecerá la exposición máxima de SEDESA al FLD que no podrá exceder el 15% de sus recursos.

Reglamentación

El Estado Nacional, a través del BCRA, será el responsable de determinar el diseño y reglamentación del FLD, atribuciones que le serán delegadas por el decreto de creación. El BCRA será responsable de aprobar o denegar los pedidos de asistencia de liquidez de las entidades, quedando ellas sujetas a toda otra acción de regulación o supervisión que el BCRA y la SEFyC decidan.

Administración

La administración de los recursos y operaciones del FLD estará a cargo del administrador fiduciario en los términos que defina el Contrato de Fideicomiso y el reglamento de funcionamiento.

Comité Directivo

El Comité Directivo tendrá la facultad de aprobar los desembolsos de las solicitudes de los bancos que cumplan con los requisitos para recibir asistencia de liquidez, siguiendo la recomendación del BCRA. Podrá además dictar los reglamentos que considere convenientes para el buen funcionamiento del FLD. Estará presidido por un representante del BCRA y contará con representación de SEDESA y del Ministerio de Economía

Del funcionamiento del FLD

Uso exclusivo: Los recursos del FLD solamente podrán ser utilizados para atender a bancos solventes que sufran situaciones de iliquidez transitorias en dólares producto de caídas de depósitos u otras obligaciones externas o internas. Cualquier cambio en el objeto del FLD significará su disolución, y devolución de las asistencias y cancelación de aportes y líneas contingentes.

Inversión de los recursos del FLD: los recursos se invertirán en bonos del tesoro de EEUU de corto plazo, no pudiéndose invertir en títulos de emisores argentinos. Esta restricción no aplicará para los aportes realizados con dichos títulos.

Rendimiento: los rendimientos del FLD, netos de los gastos operativos y de administración, formarán parte del mismo y serán reinvertidos en las mismas condiciones.

Condiciones de la asistencia del FLD

Las condiciones de asistencia del FLD las aprobará el BCRA. Sin perjuicio de que pueda mejorarse la regulación del BCRA respecto a Asistencia Financiera por Iliquidez Transitoria vigente, en principio, no hay razón para que los principios generales de otorgamiento de adelantos/redescuentos por iliquidez sean diferentes cuando se utilicen fondos del FLD. La regulación ya establece principios consistentes con las mejores prácticas (monto limitado, corto plazo, contra garantías reales, a tasa penalizada, a entidades solventes, entre otras condiciones) que podrían aplicar a la asistencia del FLD. Por caso, el monto de la

asistencia vigente por todo concepto por parte del FLD a una entidad financiera no podrá exceder el patrimonio neto de la misma.

Existe un número de cuestiones específicas a la operación del FLD que deberán establecerse:

Montos por operación. El BCRA determinará los criterios para definir los montos de la operación. Serían similares a los criterios actuales para la provisión de liquidez del BCRA, vinculados al PN de la entidad y a la necesidad de recursos. Se fijarán además criterios de montos máximos con relación al propio FLD, para prevenir que una entidad reciba una parte sustancial del total de los recursos disponibles.

Tasa de interés. El BCRA determinará la tasa de la asistencia del FLD, que será superior a la tasa normal de mercado, siguiendo las buenas prácticas sobre PUI de definir tasas penalizadas para asegura que sea efectivamente de “última instancia”. La tasa resultante deberá también ser mayor al costo total de fondeo del FLD (intereses más el equivalente anual de las comisiones de compromiso de líneas contingentes contratadas).

Garantías. Las asistencias del FLD serán garantizadas de acuerdo a lo que determine reglamentariamente el BCRA. En los procesos de reestructuración bancaria, el FLD será un acreedor privilegiado por las garantías reales, en la liquidación o quiebra de la entidad.

Suficiencia del FLD

En caso de crisis de liquidez, se presume un cierto orden en el uso de la liquidez sistémica disponible: en primer lugar, las entidades utilizarían la liquidez propia, luego podrían reducir parcialmente la integración de requisitos de liquidez, y finalmente accederían al FLD. El FLD tendrá el carácter de PUI, con lo cual se espera que la entidad haya agotado o este cerca de agotar las opciones de liquidez del mercado.

Las normas usuales de PUI de la región, incluyendo Argentina, estipulan que la asistencia del PUI no debe superar el PN de la entidad, lo que en términos generales es el equivalente al 10% de los depósitos. En este sentido, el FLD una vez que alcance el 10% de los depósitos, estará en condiciones de cumplir su rol de PUI con un grado de protección frente al riesgo de liquidez similar al ofrecido por los bancos centrales para los depósitos en pesos.

En casos sistémicos el límite de asistencia crediticia (PN o 10% de los depósitos) puede excederse, frente a situaciones extraordinarias²³. En ese caso, en la práctica el FLD solo podrá prestar por sobre el 10% de los depósitos a algunas entidades en la medida que otras no requieran asistencia. Alternativamente, deberían aumentarse en forma extraordinaria los recursos del FLD.

²³ La CO del BCRA prevé en el artículo 17, inciso c, que frente a situaciones extraordinarias la asistencia del BCRA puede superar el patrimonio de la entidad, aunque sujeto a fuertes resguardos (mayoría absoluta en opinión del directorio del BCRA, prenda del capital social de control de la entidad receptora y aceptación de sus socios controlantes a la ulterior aplicación del proceso de reestructuración bancaria previsto en el artículo 35bis de la Ley de Entidades Financieras).

Transparencia

Para dar credibilidad, el FLD deberá publicar información periódica: tamaño de activos líquidos, líneas contingentes disponibles, composición de las inversiones, estados financieros y reporte de auditoría externa anual, preservando confidencialidad de asistencias individuales cuando sea necesario.

7. Consideraciones finales

El PLSD propuesto es un mecanismo para fortalecer la liquidez sistémica de depósitos y obligaciones en moneda extranjera en el sistema financiero argentino. Combina un nivel de autoseguro a nivel de las entidades (requisitos de liquidez, liquidez propia) y un fondo de liquidez que permita inyectar liquidez externa a las entidades. EL PLSD es flexible, en el sentido que el peso de estos componentes en la liquidez total puede ajustarse dependiendo de las circunstancias.

Actualmente, toda la liquidez sistémica consiste en autoseguro determinado por la regulación del BCRA y políticas propias de las entidades, lo que tiene un fuerte impacto contractivo sobre la capacidad prestable. El FLD permitirá que las entidades presten una mayor proporción de los depósitos, pero manteniendo similares niveles de liquidez sistémica: se reemplaza parte del autoseguro en la liquidez actual por la capacidad de asistencia del FLD. El programa de liquidez sistémica propuesto ofrece un mecanismo que (i) brinda mayor resistencia del sistema financiero frente a shocks internos y externos; (ii) fortalece y complementa la función del PUI del BCRA; (iii) implica un menor costo de fondeo para los bancos (por menor riesgo); (iv) permite que los bancos presten una mayor proporción de los depósitos, (v) permite contar con un vehículo para canalizar aportes de los Organismos Internacionales y otros actores externos para apoyar la estabilidad del sistema financiero; y (vi) reduce el costo fiscal para el Estado de su responsabilidad de PUI, dado que el FGD es el tomador de primera instancia de los créditos de liquidez irrecuperables. Dadas estas ventajas, mejora la capacidad de respuesta anticíclica de las políticas económicas y puede dar lugar a bajas adicionales del riesgo país.

El FLD cumple un rol importante al ser un instrumento contracíclico. Cuando los dólares salen del sistema financiero su rol es “inyectar” dólares al sistema financiero. No es un mecanismo para “reciclar” la liquidez sistémica entre entidades, sino que aporta recursos desde fuera del sistema financiero. Además, el FLD podrá aportar financiación en casos de iliquidez idiosincrática de una o varias entidades.

El PLSD y el FLD no sustituyen las condiciones macroeconómicas e institucionales necesarias para profundizar el desarrollo del sistema financiero ni garantizan dicho objetivo, pero constituyen un componente relevante de una arquitectura prudencial moderna para una economía bimonetaria. El FLD es un instrumento que, en el marco de las funciones del PUI del BCRA, promueve una mayor eficiencia en la intermediación financiera en dólares y reduce el riesgo sistémico. Aun cuando en ausencia de un FLD como el propuesto la intermediación financiera en dólares pueda seguir creciendo, su creación permitirá potenciar ese crecimiento, dado que se prevé que los bancos prestaran una mayor proporción de su base de depósitos. Su aplicación sería conveniente para el desarrollo del crédito en Argentina.

ANEXO I: Alternativas de fondeo para el FLD

Aportes y línea de liquidez de SEDESA.

SEDESA está facultada por el Decreto 540/95 y modificatorios a realizar operaciones que faciliten la reestructuración de entidades financieras y contribuyan a la estabilidad del sistema financiero. El artículo 10bis del citado decreto enumera estas operaciones, que incluyen el financiamiento de planes de regularización y saneamiento, y el financiamiento de la adquisición total o parcial entidades restructuradas. Dichas financiaciones pueden hacerse vía préstamos o aportes de capital a entidades financieras. Como fuera mencionado, SEDESA también puede realizar programas de pase con bancos del exterior con cargo al FGD. Es plenamente compatible con el espíritu del decreto y las operaciones autorizadas, que SEDESA pueda realizar aportes de capital y otorgar líneas de liquidez al FLD propuesto.

Un aporte de capital al FLD de, por ejemplo, aproximadamente 300 millones de dólares (equivalente a 5% del total de activos disponibles del FGD de 6.000 millones de dólares) luce factible. Este aporte de capital podría realizarse en especie con tenencias de títulos del Tesoro de EUA, con las que el FLD podría ejecutar operaciones de pase.

En forma similar, SEDESA podría hacer préstamos u ofrecer líneas contingentes al FLD, tanto en dólares como en títulos americanos. Si estos alcanzaran, por ejemplo, 300 millones de dólares adicionales, el FLD comenzaría con un monto inicial equivalente a 1.6% de los depósitos en dólares del sistema.

Líneas contingentes de bancos privados

El FLD podría conseguir líneas de crédito contingentes en el mercado bancario internacional. Dado que los fondos obtenidos serían utilizados para prestar a entidades bancarias locales solventes a corto plazo y contra garantías reales, el FLD podría argumentar que el repago de las líneas de crédito tendría bajo riesgo. Es necesario que no existan preocupaciones sobre la solvencia de la entidad ni sobre la formalización y valor de las garantías para que este sea el caso. Sin embargo, la posibilidad de que una entidad no recupere su liquidez rápidamente y deba enfrentar un proceso de reestructuración más prolongado, o la posibilidad de crisis de liquidez sistémica—que puede dar lugar a problemas de solvencia más generalizados—explican por qué la experiencia internacional con este tipo de financiamiento contingente es bastante exigua. De hecho, los casos más conocidos de experiencias de financiamiento contingente privado (Argentina, México, Indonesia) fueron posibles en gran medida por la colateralización de las líneas de crédito con títulos públicos y aun así, enfrentaron dificultades asociadas al cambio de las condiciones macroeconómicas generales y descenso en el precio de los títulos públicos ofrecidos como garantía.^{24, 25} Concluimos que este tipo de financiamiento para el FLD necesitara de garantías soberanas o será muy acotado en monto o por los requisitos que el prestamista externo impondrá sobre posibles desembolsos.

Líneas contingentes de organismos internacionales. Argentina ha sido un tomador recurrente de préstamos con el FMI y otros organismos multilaterales en situaciones de fuertes desequilibrios fiscales y externos. La potencial ayuda financiera se otorga generalmente contra condicionalidad de políticas

²⁴ Cabe resaltar que en estas operaciones, los tomadores de fondos fueron los gobiernos o bancos centrales, no un fondo de liquidez bancaria.

²⁵ La asociación entre problemas sistémicos en sistemas financieros y problemas fiscales verificada históricamente indudablemente resultara en la necesidad de altos aforos para garantizar cualquier línea contingente.

económicas macroeconómicas o sectoriales. Asumiendo que gradualmente se consolidará la estabilidad económica y la política económica se hará más predecible, es posible ver un futuro donde Argentina califique para líneas contingentes que se otorgan sin condicionalidad. La línea de crédito flexible del FMI (FCL por sus siglas en inglés) ha sido un instrumento útil, usado por economías latinoamericanas (Méjico, Colombia, Perú, Chile) ante choques globales recientes. Una alternativa más probable en el corto plazo, sería la contratación de líneas de préstamos con opción de desembolso diferido que tanto el BID como el Banco Mundial poseen entre sus facilidades (respectivamente, *Policy-Based Loans DDO* y *Development Policy Loans DDO*). En estos casos, es razonable esperar que sea el sector público quien contrate dichas facilidades, con el objetivo de represtar las asistencias crediticias al FLD. Se estima que en el corto plazo Argentina podría conseguir un total de 1,000 millones de dólares por esta vía. Además, podría explorarse adicionalmente la posibilidad de que el FLD pudiera contratar asistencias con la Corporación Financiera Internacional o IDB Invest.

Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR). Entre los organismos multilaterales conviene hacer una mención al FLAR porque su misión principal está enfocada en proveer liquidez a los países miembros. Un instrumento como el FLD propuesto en este trabajo es un vehículo apropiado para el cumplimiento de su misión. Actualmente Argentina no es parte del FLAR pero, a la luz de esta propuesta, debería evaluarse la conveniencia de su incorporación.

Líneas de crédito bilateral (incluyendo denominadas en Derechos Especiales de Giro). Aun cuando algunos estados ofrecen asistencia bilateral de emergencia, la misma suele estar vinculada a programas más generales de apoyos a países en crisis (por ejemplo, asistencia bilateral asociada a un programa financiero con el FMI). Las mismas suelen financiar gasto público en inversión u otros programas públicos, proveyendo al mismo tiempo moneda extranjera para fortalecer la balanza de pagos. Existen menos antecedentes de ayuda exclusivamente dedicada a cubrir brechas de financiamiento de los sectores públicos o privados domésticos. En este sentido, se destaca el fondo de estabilización cambiaria (ESF) de los Estados Unidos. Dicho fondo es manejado por el Departamento del Tesoro, y ha sido usado para complementar el financiamiento de programas del FMI con Méjico en 1994, y recientemente con Argentina.²⁶ Este último antecedente, plasmado en una línea contingente de hasta 20,000 millones de dólares actualmente vigente, resulta de particular interés dado que, de mantenerse su vigencia, podría usarse parte de un eventual desembolso podría financiar asistencia de liquidez del FLD. Lamentablemente, no existe información disponible acerca de los términos del contrato de swap con el ESF (plazo, costo de los desembolsos si lo hubiere, condiciones de uso) ni existe claridad sobre si el swap continuara vigente en el mediano plazo.

Préstamos de Derechos Especiales de Giro (DEGs). Últimamente, con motivo de las emisiones de DEGs por parte del FMI, múltiples actores han propuesto usar los DEG de países avanzados para el financiamiento de países, principalmente los de bajo ingreso. La motivación detrás de esta alternativa radica en que los países que más reciben DEGs cuando se emiten (países avanzados y de mayor tamaño) son quienes menos los necesitan dada su menor probabilidad aparente de experimentar problemas de balanza de pagos. Para extender el impacto positivo de la creación de DEGs entonces, se ha propuesto que los mismos puedan

²⁶ El ESF, cuyas activos líquidos están compuestos por dólares estadounidenses, divisas extranjeras y activos de reserva internacional, estaba originalmente destinado a proporcionar recursos financieros adecuados para estabilizar el valor del dólar en los mercados globales. Desde los años 70, el rol del ESF se ha ampliado y el Secretario del Tesoro tiene autoridad para utilizar el fondo en apoyo a objetivos de política interior y exterior. Se han utilizado fondos del ESF para financiar préstamos a países que enfrentan crisis financieras, intervenir en los mercados de monedas y financiar garantías del mercado monetario durante la crisis financiera global de 2008-2009.

reciclarse entre países. El FMI reglamenta las operaciones posibles con DEGs y desde hace tiempo ha autorizado a los países miembros a realizar operaciones de préstamo con los mismos. Sin embargo, su uso ha sido muy poco frecuente. Conviene destacar que, en primer lugar, un préstamo de DEGs es un préstamo bilateral: el prestamista es otro país tenedor de DEGs.²⁷ En segundo lugar, aun cuando los DEGs devengan una tasa de interés baja, nada evita que el prestamista cargue una sobretasa en la operación, que refleje el riesgo de crédito. En tercer lugar, buena parte de las instituciones tenedoras de DEGs son bancos centrales, que pueden tener restricciones de reducir sus tenencias de DEGs, que constituyen reservas internacionales, para expandir crédito bilateral que por definición no es reserva internacional. El caso reciente de la asistencia bilateral de EEUU a Argentina es ilustrativo de la preferencia por usar otros mecanismos y no préstamos directos de DEGs. En EEUU, los DEGs son mantenidos por el ESF, que en octubre de 2025 vendió DEGs a Argentina por US\$872 millones. El mismo ESF estableció además la línea contingente mencionada previamente, aunque el uso de 2,500 millones de dólares durante el tercer trimestre del 2025 no ha involucrado DEGs.²⁸

Líneas contingentes y swaps de monedas con bancos centrales. En episodios de estrés financiero global -especialmente la crisis global de 2008 y la crisis del COVID-19 en 2020- se produjo una demanda extrema por liquidez en dólares en sistemas financieros de muchos países. Durante 2020, la demanda de dólares se incrementó fuertemente y hubo una caída en la liquidez del mercado de *US Treasuries*. La Reserva Federal americana ha respondido a estos episodios de estrés creando o ampliando líneas de swaps (intercambio de monedas) para proveer dólares a otros bancos centrales, actuando de facto como prestamista internacional de última instancia. En 2020, la FED abrió líneas de swap con 14 bancos centrales y creó el *FIMA Repo Facility*, permitiendo a otros bancos centrales obtener dólares usando *Treasuries* como colateral.²⁹ Es posible suponer que una Argentina estable e integrada al mercado financiero de capital internacional podrá acceder a este tipo de facilidades.³⁰ Si bien las operaciones con la FED deben ser ejecutadas por el BCRA, éste podría canalizar los recursos al FLD rápidamente. Otra alternativa posible sería dedicar parte del swap con el banco central de China (PBOC) para asistencia al sistema financiero a través del FLD.

Aportes de capital del BCRA-opcional. Como organismo rector encargado de la regulación y supervisión bancaria, el BCRA tiene el mayor interés en fortalecer la función de PUI. Se podría argumentar que con su hoja de balance ya tiene un espacio para cumplir esta función, incluyendo la posibilidad de contratar líneas contingentes. Sin embargo, la visibilidad del FLD fuera del balance del BCRA otorgará credibilidad a la función de PUI, dada la dedicación exclusiva en el uso de fondos. Asimismo, el BCRA logrará el carácter de fideicomisario por los recursos aportados. Se puede considerar un aporte inmediato o bien un aporte gradual distribuyendo un porcentaje de las utilidades anuales al FLD. En cualquier caso, el aporte podría ser de dólares o bonos del tesoro de EEUU.

²⁷ El FMI también presta DEGs pero dentro de su menú de facilidades crediticias y con condicionalidad.

²⁸ Los términos de la operación de swap, incluyendo plazo y tasa de interés no han sido divulgados. Tampoco está claro como pagó Argentina por los DEGs.

²⁹ La Fed tiene líneas de swap permanentes con 5 bancos centrales (Banco de Canadá, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Banco Central Europeo, Banco Nacional Suizo) y ha establecido líneas temporarias en periodos de crisis con otros nueve bancos centrales (Brasil, México, Corea del Sur, Singapur, Australia, Nueva Zelanda, Noruega, Dinamarca y Suecia).

³⁰ Debe notarse que la FED ha establecido estos instrumentos para la provisión de liquidez en condiciones de estrés global, no específicas a un país en particular. Está por verse si los recientes acuerdos de apoyo financiero por parte de Estados Unidos a la Argentina tomarán la forma de líneas contingentes permanentes en el tiempo.

Líneas de crédito del Tesoro Nacional o BCRA-opcional. Finalmente, tanto el BCRA como el Tesoro argentino, podrían otorgar financiamiento contingente al FLD para su uso en caso de necesidad.

A efectos informativos, la tabla siguiente presenta valores indicativos de algunas de las líneas contingentes de financiamiento discutidas en esta sección.

Características de posibles líneas contingentes de liquidez

	World Bank DPL-DDO	IDB PBL-DDO	IMF FCL	IMF SLL	FED Swaps	PBOC Swaps	Repos with private banks
"Upfront cost" (% del monto comprometido)	0.25%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	No disponible	0.00%
Comisión de Compromiso anual	0.25%	0.38%	0.15–0.60% (en función de monto; reembolsables cuando hay desembolsos)	0.08% (no reembolsable)	0.00%	No disponible	0.30%-0.60%
Tasa de interés 1/	≈ SOFR + 70–180 bps 3 años	≈ SOFR + 41bps +80 bps 3 años	SDR rate + 0.60%	SDR rate + 0.60%	term OIS rate+ 25bps	Shibor + 400bps	SOFR + 400bps
Disponibilidad / periodo de desembolso	renovable (max 15 años)	renovable (max 12-15 años)	2 años (renovable)	1 año (renovable)	Dependiente de condiciones globales	No disponible	Anual
Madurez una vez tomada la facilidad	7–20 años (con periodo de gracia)	hasta 20 años (con periodo de gracia)	3¼–5 años	12 meses	Normalmente corto plazo (hasta 90 días), renovables	No disponible	Anual

Fuente: elaboración propia en base a FMI, Banco Mundial, BID, US FED, BCRA y Perks y otros (2021).

1/ Los spreads usados por el BM dependen del plazo de la operación; los del IDB dependen de un margen de fondeo específico del banco y del margen de préstamo (ambos son especificados anualmente). Los desembolsos de las líneas del FMI están sujetos a un "service fee": de 0.5% para la FCL y de 0.21% para la SLL. El endeudamiento sostenido y extraordinario con el FMI (no incluye SLL) también está sujeto a cargos adicionales. El costo de los repos con bancos privados se basa en la última operación de ese tipo ejecutada por el BCRA en 2026, mientras que las comisiones de compromiso se basan en la experiencia de las líneas contingentes contratadas por Argentina durante la convertibilidad.

Referencias

- Bank for International Settlements. (2014). *Re-thinking the lender of last resort*. BIS Papers No 79, Monetary and Economic Department September 2014.
- Castillo, P. (2016). *De-dollarization of credit in Peru: The role of unconventional monetary policy tools*. DT. N° 2016-002, Working Paper series, Abril 2016, Banco Central de Reserva del Peru
- Das, M., Gopinath, G., Kim, T., & Stein, J. C. (2023). *Central banks as dollar lenders of last resort: Implications for regulation and reserve holdings*. IMF Working Papers 2023, 008 (2023).
- Dobler, M., Gray, S., Murphy, D., & Radzewicz-Bak, B. (2016). *The lender of last resort function after the global financial crisis*. IMF Working Paper 16/10.
- Choi M., Goldberg L., Lerman R., and Ravazzolo F. (2021) COVID Response: The Fed's Central Bank Swap Lines and FIMA Repo Facility. FRB of New York Staff Report No. 983.
- Guidotti, P., & Nicolini, J. P. (2016). *The Argentine banking crises of 1995 and 2001: An exploration into the role of macroprudential regulations. First draft, May 20th, 2016*.
- International Monetary Fund. (2014). *Assessing reserve adequacy—Specific proposals*. IMF Policy Paper.
- International Monetary Fund. (2016). *Guidance note on the assessment of reserve adequacy and related considerations*. IMF Guidance Notes.
- Ize, A., Kiguel, M., & Levy-Yeyati, E. (2005). *Managing systemic liquidity risk in financially dollarized economies*. IMF Working Paper.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2018). *Systemic banking crises revisited*. IMF Working Paper 2018/18.
- Levy-Yeyati, E. (2021). *Financial dollarization and de-dollarization in the new millennium*. Working paper, FLAR, January 2021.
- Perks, M., Rao, Y., Shin, J., & Tokuoka, K. (2021). *Evolution of bilateral swap lines*. IMF Working Paper 21/21.