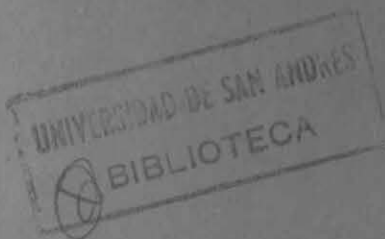


CICLO DE SEMINARIOS 1995
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**Una alternativa para
profundizar la
convertibilidad.**

Carlos Rivas



**Universidad de
San Andrés**

Sem.
Eco.
95/13



**Universidad de
San Andrés**

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**Una alternativa para
profundizar la convertibilidad.**

Carlos Rivas
(Universidad de San Andrés)

Universidad de
San Andrés

CICLO DE SEMINARIOS 1995

Día: Martes 26 de setiembre

9:00 hs.

Una alternativa para profundizar la Convertibilidad

Carlos Rivas
Universidad de San Andrés

I. Resumen y conclusiones.

La Ley de Convertibilidad ha probado ser un instrumento eficaz para lograr una tasa de inflación compatible con estándares internacionales. Sin embargo la crisis bancaria del verano de 1995 puso de manifiesto que los agentes económicos tenían dudas sobre el mantenimiento de la convertibilidad, a la vez que se desnudó una fragilidad intrínseca del sistema financiero en cuanto a la escasa capacidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia, sin deteriorar la convertibilidad.

La política fiscal adquiere un rol decisivo en el contexto de la convertibilidad estando totalmente subordinada al cumplimiento de ésta, lo cual puede implicar la exigencia de esfuerzos extraordinarios. En tanto la política fiscal no asuma este complejo rol, encontramos que este esquema enfrenta dos debilidades básicas, ambas de origen financiero, la primera está determinada por la posibilidad de un corte abrupto del financiamiento externo. La segunda, por la posibilidad de una corrida sobre el sistema financiero ante la percepción de un posible default sobre la deuda pública y ante los escasos recursos del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia.

La convertibilidad no incorpora formalmente algún concepto relacionado con la necesidad de cubrir pasivos monetarios contingentes, los que se derivarían exclusivamente de la necesidad de asistencia al sistema financiero doméstico. No obstante las autoridades del Banco Central han mantenido altos requisitos de encajes, lo que puede interpretarse tanto como un resguardo del liquidez, como un exceso de convertibilidad que cubre pasivos contingentes.

La generación de tales pasivos debido a fenómenos macroeconómicos solo puede cubrirse, tal como se prevé en el esquema actual con altos requisitos de liquidez y de capitales mínimos. En particular estos últimos pueden constituirse en un obstáculo para el crecimiento de la monetización de la economía en la medida en que no exista un mercado de capitales desarrollado. El diseño actual del sistema obedece a la imposibilidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia, por lo cual se constituyen excedentes de capitales y de liquidez en cada una de las entidades financieras.

En función de las observaciones antes planteadas se propone una alternativa al esquema actual de la convertibilidad, en la que manteniéndose la estabilidad monetaria bajo un sistema de tipo de cambio fijo, se recupera la figura de prestamista de última instancia y se constituye un fondo para atender las amortizaciones de deuda pública de períodos futuros.

Para que esto sea posible sería necesario, que el Banco Central, en lo referente a su rol de caja de conversión, sea administrado por un banco central extranjero, un banco comercial extranjero de alta reputación o un consorcio de

bancos. Este nuevo esquema implica recuperar la institución de dinero fiduciario, abandonando la actual figura de dinero patrón dólar, por lo cual se liberan inmediatamente las reservas internacionales actuales.

El incentivo para el banco central extranjero es la percepción del señoreaje por administrar la moneda de nuestro país.

La administración de las reservas juega un rol crucial en este esquema, dado que si es realizada eficientemente podría contribuir a disminuir en forma manifiesta el riesgo país. Las reservas podrían aplicarse al auxilio del sistema financiero ante un shock adverso derivado de un cambio en el entorno macroeconómico. La simple posibilidad de un Banco Central como prestamista de última instancia se traduciría en un atenuante importante de cualquier conflicto posible. Por otra parte, ante una situación recesiva o de desfinanciamiento externo del sector público, estos fondos podrían ser utilizados como financiamiento transitorio.

En resumen, estos recursos, liberados por la aparición de un esquema de dinero fiduciario, son la llave para reducir el riesgo país, por lo que indirectamente impulsarían el ingreso de capitales y el crecimiento de la economía.

Si los recursos derivados de la administración de reservas se invierten correctamente y si el sector público mantiene un superávit operativo equivalente a los intereses nominales de la deuda pública por un plazo prolongado, será posible recuperar la conducción del Banco Central en su característica de caja de conversión. En tal caso podría adoptarse un esquema de convertibilidad parcial considerando que estos recursos podrían ser muy significativos respecto del endeudamiento público y que esta convertibilidad parcial se estaría aplicando en un contexto de superávit fiscal y de muchos años de estabilidad monetaria.

El esquema propuesto puede parecer totalmente inviable desde una perspectiva política. No obstante esta propuesta no implica un cambio, en lo que se refiere al manejo de la política monetaria, respecto de la Ley de Convertibilidad. Por el contrario, permite, en una magnitud limitada por la disponibilidad de reservas, efectuar lo que podría denominarse una política anticíclica, ya que éstas pueden prestarse internamente, al gobierno y al sistema financiero, cuando las condiciones de los mercados internacionales resultan adversas, y también, exigiría reconstituir las reservas cuando la situación interna mejora.

Las críticas en este sentido deberían relativizarse dado que un objetivo como el de la estabilidad no puede ser transferido a la órbita de la política. La Ley de Convertibilidad constituyó un avance sin precedentes en la historia monetaria argentina, esta propuesta sólo pretende profundizar el compromiso de la estabilidad en un marco que puede resultar muy ventajoso. Las personas e instituciones que son responsables del mantenimiento del esquema actual: el Congreso, el Presidente de la Nación, el Directorio del Banco Central, o el Ministerio de Economía, serían sustituidas por un diseño institucional nuevo y mucho más robusto. Lógicamente, en lo referente a la política monetaria, tanto las personas como las instituciones perderían protagonismo. Justamente, de eso se trata, los ejemplos de estabilidad más exitosos muestran una independencia absoluta de los bancos centrales y con ello una total subordinación del poder político al objetivo de la estabilidad.

II. Problemas de la Convertibilidad.

A cuatro años de su instrumentación, la Ley de Convertibilidad ha probado ser un instrumento eficaz para lograr un nivel de inflación compatible con estándares internacionales.

Sin embargo, la crisis bancaria del verano de 1995 puso de manifiesto que los agentes económicos tenían dudas sobre el mantenimiento de la convertibilidad, a la vez que se desnudó una fragilidad intrínseca del sistema financiero en cuanto a la escasa capacidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia, sin deteriorar la convertibilidad. La crisis pudo ser superada debido a la asistencia financiera externa, agravando la situación de las finanzas públicas en el futuro. Como veremos en la sección III, la política fiscal adquiere un rol decisivo en el contexto de la convertibilidad estando totalmente subordinada al cumplimiento de ésta, lo cual puede implicar la exigencia de esfuerzos extraordinarios.

En tanto la política fiscal no asuma este complejo rol, encontramos que este esquema enfrenta dos debilidades básicas, ambas de origen financiero, la primera está determinada por la posibilidad de un corte abrupto del financiamiento externo que requeriría generar superávits fiscales compatibles con el pago de los intereses y la amortización de la deuda que vence en cada período. La segunda, derivada en gran parte de la primera, por la posibilidad de una nueva corrida sobre el sistema financiero ante la percepción de un posible default sobre la deuda pública y ante los escasos recursos del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia.

Las autoridades del Banco Central reconociendo esta dificultad actúan sobre el sistema bancario, exigiendo niveles de capitalización y liquidez muy superiores a los estándares internacionales, con el propósito de que ante un eventual problema los bancos se arreglen por sí mismos.

Por otra parte y en relación a la primera debilidad señalada anteriormente, superávits fiscales equivalentes al pago de intereses nominales de la deuda pública y por lo tanto totalmente compatibles con la solvencia, podrían no ser suficientes para evitar un default debido a la falta de financiamiento de las amortizaciones.

III. Que es la Convertibilidad.

A efectos de profundizar el análisis resulta conveniente caracterizar la Convertibilidad en los diferentes componentes que la definen:

1. Un régimen de tipo de cambio fijo.

En principio, la única limitación teórica para adoptar un régimen de tipo de cambio fijo, es que éste sea compatible con la situación fiscal, es decir, que el superávit fiscal del sector público sea equivalente a los pagos de intereses y amortizaciones de la deuda pública netos de financiamiento voluntario. Desde una perspectiva de largo plazo, en este como en cualquier otro esquema, la solvencia del sector público debe estar asegurada de manera tal que el valor presente de los superávits operativos sea idéntico al valor de la deuda pública, para lo cual es más que suficiente que tales superávits sean equivalentes a los intereses nominales de cada período.

Sobre esta base sólo pueden existir déficits transitorios en la medida que sean financiados. De esta manera, las expectativas de los agentes se construirán considerando que no existirán desbordes en la oferta monetaria, ni pérdidas de reservas que resulten incompatibles con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo.

Hasta aquí, no resulta necesario que los pasivos monetarios, billetes y monedas en poder del público, encajes bancarios (no remunerados) y requisitos de liquidez (remunerados), tengan un respaldo en reservas internacionales del 100%, o del 80% tal como está establecido para el primer directorio del BCRA, o del 70% tal como se permite para los directorios siguientes.

En realidad el respaldo de los pasivos monetarios podría ser nulo, en tanto existan superávits fiscales compatibles con las necesidades de financiamiento y en tanto los agentes económicos crean que el sector público será capaz de generar estos superávits.

2. Dinero patrón. Convertibilidad de los pasivos monetarios actuales.

El origen de esta restricción se fundamenta en la necesidad de que el esquema adoptado sea creíble, dada la experiencia inflacionaria del país. Desde esta perspectiva se incorpora un elemento de la experiencia histórica de otros casos de hiperestabilizaciones (Llach J. 1989). Se genera de esta manera un esquema institucional donde la credibilidad se torna en el elemento esencial. Cualquier diseño alternativo debe conservar esta característica, ya que de otra manera el elemento de credibilidad se perdería, generando la posibilidad de un colapso del régimen.

Desde esta perspectiva las funciones del Banco Central se reducen a la administración, bajo las limitaciones de respaldo de los pasivos señaladas anteriormente, de una caja de conversión.

3. Convertibilidad de los pasivos monetarios contingentes.

El esquema no incorpora formalmente algún concepto relacionado con la necesidad de cubrir pasivos monetarios contingentes, los que se derivarían exclusivamente de la necesidad de asistencia al sistema financiero doméstico.

La asistencia al sector público está limitada a la cobertura máxima de los pasivos monetarios con títulos públicos.

El Banco Central debería mantener reservas excedentes en función de los pasivos contingentes y de la probabilidad de ocurrencia de los fenómenos que generen tales pasivos. No obstante las autoridades del Banco Central habían mantenido altos requisitos de encajes, lo que puede interpretarse tanto como un resguardo del liquidez, como un exceso de convertibilidad (respecto de un sistema que operase con encajes técnicos) que cubría pasivos contingentes. Esta sobreconvertibilidad no fue suficiente, dado que el Banco Central debió asistir al sistema no sólo bajando encajes sino también vía operaciones de pases con títulos públicos y redescuentos de cartera, lo que deterioró la cobertura de los pasivos monetarios generando desconfianza en la continuidad del esquema.

Un sistema alternativo equivalente podría lograrse con bajos encajes, siempre que el Banco Central mantuviese niveles de reservas superiores a los pasivos monetarios, lo que sólo podría lograrse en un primer momento con financiamiento externo y posteriormente con un superávit del sector público que pueda contribuir a construir estas reservas excedentes.

Desde esta perspectiva un esquema de tipo de cambio fijo podría mantenerse sin requisitos de convertibilidad siempre que el superávit operativo cubra las necesidades de financiamiento considerando la posible evolución de los pasivos contingentes. Lógicamente esto requiere de la credibilidad de los agentes económicos en la factibilidad de que la política fiscal se adapte a tales requerimientos.

4. Superintendencia de entidades. Requisitos de liquidez y capitales mínimos. Prestamista de última instancia.

Claramente, a nivel microeconómico, la posibilidad de que se generen pasivos contingentes asociados a la asistencia al sistema financiero, depende de la calidad de la superintendencia bancaria del Banco Central.

No obstante, la generación de tales pasivos debido a fenómenos macroeconómicos solo puede cubrirse, tal como se prevé en el esquema actual con altos requisitos de liquidez y de capitales mínimos. En particular estos últimos pueden constituirse en un obstáculo para el crecimiento de la monetización de la economía, vía pasivos bancarios, dado que podría requerirse la capitalización del sistema en su conjunto para que se sigan incrementando los pasivos. En la medida que no exista un mercado de capitales desarrollado, o que el costo del capital sea superior al costo de los pasivos bancarios, esto entorpecerá la generación de crédito bancario.

Puede afirmarse que el diseño actual del sistema obedece a la imposibilidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia, por lo cual se constituyen excedentes de capitales y de liquidez en cada una de las entidades financieras.

IV. Un diseño alternativo.

En función de las observaciones planteadas en las secciones II y III, se propone una alternativa al esquema actual de la Convertibilidad, en la que manteniéndose la estabilidad monetaria bajo un sistema de tipo de cambio fijo, se recupera la figura de prestamista de última instancia y se constituye un fondo para atender las amortizaciones de deuda pública de períodos futuros.

Para que esto sea posible sería necesario, que el Banco Central, en lo referente a su rol de caja de conversión, sea administrado por un banco central extranjero, como podría ser la Reserva Federal o el Bundesbank. También se discute si este nuevo diseño podría ser administrado por un banco comercial importante, como, por ejemplo, del Deutsche Bank, en el que actualmente se constituyen parte de los requisitos de liquidez.

La propuesta.

Consideremos un sistema alternativo con las siguientes características:

a) Un banco central extranjero de conocida reputación será el encargado de administrar la caja de conversión, lo que implica: i) se mantiene el actual régimen de tipo de cambio fijo, ii) este banco garantiza el régimen cambiario por los pasivos actuales y por los pasivos futuros (no contingentes), los que sólo pueden generarse por la compra de reservas internacionales. Dadas las recientes modificaciones en materia de encajes y requisitos de liquidez se definen como pasivos monetarios a los pasivos no remunerados.

b) Como contrapartida de la administración de esta caja de conversión este banco tendrá derecho a percibir una remuneración máxima equivalente a los intereses por los pasivos emitidos. Estos intereses serían pagados por el gobierno nacional por los pasivos ya emitidos al momento de hacerse cargo de la administración, a una tasa de interés internacional de corto plazo, equivalente a la tasa a la que están actualmente colocadas las reservas del Banco Central. El crecimiento marginal de los pasivos será aplicado libremente por este administrador. En otras palabras, la percepción del señoreaje será ahora apropiada por este banco central extranjero.

c) Las actuales reservas internacionales del Banco Central permanecerán bajo la administración de este, pudiendo destinarse exclusivamente a la asistencia del sistema financiero doméstico, a la recompra de deuda pública y/o al financiamiento transitorio de las amortizaciones del sector público.

d) La administración de la caja de conversión podría contratarse por un período determinado, por ejemplo, 30 años, plazo similar a la cancelación de las obligaciones de largo plazo del sector público y plazo bajo el cual, como se verá en la sección V, la deuda pública podría ser irrelevante.

Implicancias.

En la práctica este nuevo esquema implica que la convertibilidad está garantizada por un banco central extranjero y que las actuales reservas del Banco Central queden disponibles para otros fines, es decir no se necesitan como respaldo de los pasivos monetarios.

El esquema implica recuperar la institución de dinero fiduciario, abandonando la actual figura de dinero patrón dólar, por lo cual se liberan inmediatamente las reservas internacionales actuales. Se ha recuperado la institución de dinero fiduciario, simplemente, por la credibilidad del nuevo emisor-administrador de la caja de conversión de la vieja convertibilidad.

Al mismo tiempo, el Banco Central sigue siendo el encargado de la superintendencia del sistema financiero y ahora, de la administración de las reservas internacionales que pueden ser aplicadas a otros fines específicos. Se recupera la figura de prestamista de última instancia, a la vez que se posibilita financiar transitoriamente las amortizaciones de deuda pública que tuviesen dificultades de financiamiento de mercado en un período particular.

Dolarización.

Nótese que esta alternativa es equivalente a una dolarización de la economía en cuanto el mantenimiento del tipo de cambio fijo y la pérdida de los

intereses derivados del señoreaje. No obstante es superior a la dolarización en cuanto libera las reservas internacionales, las que se perderían completamente ante una dolarización. Esta última es un caso extremo de dinero patrón, la alternativa propuesta permite reconstruir el dinero fiduciario al ceder el señoreaje a alguien capaz de administrarlo correctamente.

Señoreaje.

El incentivo para el banco central extranjero es la percepción del señoreaje por administrar la moneda de nuestro país. En la sección V se presenta una ilustración cuantitativa, bajo supuestos conservadores de la magnitud del señoreaje. En principio resulta perfectamente posible que el mismo sea compartido por el banco central extranjero y el gobierno nacional. Nótese que este potencial de ganancias puede hacer que el esquema resulte atractivo para un banco comercial de gran solvencia internacional o un consorcio de bancos comerciales. Para el Deutsche Bank, por ejemplo, las reservas actuales del BCRA representan menos del 10% de su activo. El esquema sería atractivo también para bancos comerciales, no obstante, por no ser emisores de dinero fiduciario, estarían más expuestos al caso hipotético de una corrida.

Teóricamente puede plantearse una corrida contra el peso, a pesar de estar administrado por un banco central de alta reputación, un banco comercial internacional de primera línea o un consorcio de bancos. En el caso de un banco central, el costo es nulo, ya que debido a que es el emisor de dos monedas, la nuestra y la de otro país, lo único que deberá hacer es satisfacer el crecimiento de la demanda por la otra moneda que emite. Esto no genera inflación, ni en nuestro país ni en el resto del mundo en tanto el crecimiento de la oferta se produce como consecuencia del incremento de la demanda. Si la corrida fuese contra las dos monedas estamos ante un caso completamente diferente que no es el resultado del esquema propuesto. El banco central extranjero no pierde el señoreaje aún en el caso de una corrida contra el peso, ya que lo seguiría cobrando en su propia moneda.

En el caso de bancos comerciales estos pierden definitivamente el señoreaje que hubiesen ganado, pero no enfrentan pérdidas patrimoniales ya que seguirán cobrando el interés por los pasivos emitidos al momento de la instrumentación con lo que podrán cancelar los intereses de los créditos necesarios para enfrentar la corrida.

Adicionalmente puede pensarse que bajo este esquema el banco central extranjero está vendiendo su reputación como emisor de dinero fiduciario, tal como se vende cualquier servicio, tratándose de un caso claro de ventajas comparativas, dado por la mayor credibilidad de, por ejemplo, la Reserva Federal o el Bundesbank respecto del BCRA. Sería similar a contratar los servicios de la NASA o de una reaseguradora suiza en lugar de tener los propios.

Administración de las reservas.

La administración de las reservas juega un rol crucial en este esquema, dado que si es realizada eficientemente podría contribuir a disminuir en forma manifiesta el riesgo país.



Nótese que la aplicación de estas reservas al rescate de deuda pública generaría, a los precios de mercado vigentes, una reducción del endeudamiento del orden de US\$ 20.000 millones, si fuera aplicado al rescate de los bonos par o discount, lo que a su término generaría una reducción del servicio de intereses de US\$ 1.200 millones anuales. Esto pone de manifiesto la potencialidad de reducción del riesgo país, sólo a cuenta del nuevo esquema.

Las reservas podrían también aplicarse al auxilio del sistema financiero ante un shock adverso derivado de un cambio en el entorno macroeconómico. La simple posibilidad de un Banco Central como prestamista de última instancia se traduciría en un atenuante importante de cualquier conflicto posible.

Por otra parte, ante una situación recesiva o de desfinanciamiento externo del sector público, estos fondos podrían ser utilizados como financiamiento transitorio. Podría instrumentarse un esquema por el cual, por ejemplo, siempre estuviesen disponibles fondos equivalentes a las amortizaciones del próximo año, y en caso de ser utilizados deberían devolverse en un plazo moderado (dos o tres ejercicios fiscales).

En resumen, estos recursos, liberados por la aparición de un esquema de dinero fiduciario, son la llave para reducir el riesgo país, por lo que indirectamente impulsarían el ingreso de capitales y el crecimiento de la economía.

Tipo de cambio fijo.

El mantenimiento de un régimen de tipo de cambio fijo debe ahora interpretarse como un reaseguro para la buena conducta del nuevo administrador, ya que sin esta restricción éste podría buscar maximizar el señoreaje, lo que se logra con una tasa de inflación positiva y, probablemente, muy alta.

Alternativamente podría diseñarse otro tipo de restricción, como que el crecimiento de la oferta de dinero se compatible con el crecimiento de la demanda ante tasas de inflación similares a la internacional. En este caso se torna mas engorrosa la redacción del "contrato de administración". El objetivo sería el de mantener una estabilidad del nivel de precios y no del tipo de cambio.

Es posible que una cláusula de apropiación del señoreaje en términos reales sea equivalente a la fijación del tipo de cambio, dado que en tal caso el administrador sólo se apropiaría del exceso de los intereses nominales respecto de la devaluación o de la tasa de inflación interna, v.g., de la tasa de interés real sobre los pasivos monetarios, los que en un contexto inflacionario se reducirían. El señoreaje "real" sería apropiado por el banco administrador, en tanto que el impuesto inflacionario sería apropiado por el Banco Central.

Alternativas para recuperar el control de la caja de conversión.

Si los recursos derivados de la administración de reservas se invierten correctamente y si el sector público mantiene un superávit operativo equivalente a los intereses nominales de la deuda pública por un plazo prolongado, digamos 30 años, será posible recuperar la conducción del Banco Central en su característica de caja de conversión. En tal caso se dispondrá de un stock acrecentado de reservas internacionales que habrán crecido a una tasa superior o en todo caso igual a la tasa de interés internacional, por lo cual, si se quiere volver a un sistema

de convertibilidad administrado sin un banco extranjero, existirá una diferencia equivalente a la capitalización del stock inicial de reservas por el diferencial entre el crecimiento nominal de la monetización de la economía y la tasa de interés promedio a la que fueron aplicadas las reservas. En tal caso podría adoptarse un esquema de convertibilidad parcial considerando que este fondo podría ser muy significativo respecto del endeudamiento público y que esta convertibilidad parcial se estaría aplicando en un contexto de superávit fiscal y de muchos años de estabilidad monetaria. Alternativamente se podría continuar con una administración compartida con el banco extranjero, donde la apropiación del señoreaje se realiza en proporción a la convertibilidad de los pasivos monetarios generada por cada parte. Por último, se podría renovar el esquema de administración original hasta que la deuda pública sea una magnitud irrelevante.

V. Una ilustración numérica.

En esta sección se ilustra el alcance de esta propuesta, considerando los siguientes supuestos:

- a) la economía crece a una tasa real (y) de 4% anual,
- b) la tasa de inflación doméstica (π) es del 3% anual,
- c) la elasticidad ingreso de la demanda de dinero (E) es 1,
- d) la tasa de interés de corto plazo (i_{cp}) es del 5.5% anual, siendo la tasa a la que se aplican las reservas de la caja de conversión y, al mismo tiempo, el costo para el gobierno del pago de intereses por los pasivos monetario existentes en el momento inicial,
- e) la tasa de largo plazo (i_{lp}) es del 6.5% anual, en base a esta se calcula el valor presente del señoreaje.
- f) el costo promedio de la deuda pública es del 7% anual,
- g) las reservas internacionales desafectadas de la convertibilidad se invierten a una tasa promedio simple (r) entre la tasa de corto plazo y el costo de la deuda pública,
- h) los pasivos monetarios y las reservas internacionales iniciales son US\$ 12.000 millones,
- i) la deuda pública es de US\$ 85.000 millones,
- j) el PBI inicial es de US\$ 280.000 millones.
- k) el superávit fiscal es equivalente a los intereses anuales de la deuda pública más los intereses por los pasivos monetarios iniciales.

Bajo estos supuestos el valor presente del señoreaje en 30 años es de US\$ 20.000 millones. Al cabo de 30 años se podría retomar el viejo esquema de convertibilidad en un contexto en que la cobertura de pasivos con reservas internacionales sería del 79%. La deuda externa sería similar a las reservas del BCRA. El señoreaje sería levemente inferior al superávit fiscal. Los resultados se presentan en el Anexo.

Este ejemplo puede resultar conservador en cuanto al crecimiento durante los primeros años, dado por una drástica disminución del riesgo país, lo que generaría un ingreso considerable de capitales.

Este caso también puede analizarse como un proyecto de inversión, en el que los costos del proyecto están determinados por el señoreaje perdido, en tanto que los beneficios son los intereses derivados de la aplicación de las reservas internacionales iniciales del Banco Central. Estrictamente, los costos deberían ser

como máximo el señoreaje perdido ya que cabría esperar que de continuar la convertibilidad sin modificaciones la monetización de la economía sea igual o inferior a la que se registraría bajo este esquema. En el ejemplo anterior el valor presente neto de este proyecto es negativo ascendiendo a US\$ 8.000 millones. Este costo debe compararse con los beneficios no cuantificables, o de cuantificación más difícil, como los derivados de la reducción de la prima de riesgo país, la existencia de un sistema financiero con prestamista de última instancia y la posibilidad de financiar transitoriamente al sector público cuando se dificultan el financiamiento voluntario.

VI. Limitaciones políticas del esquema.

El esquema propuesto puede parecer totalmente inviable desde una perspectiva política. No obstante esta propuesta no implica un cambio, en lo que se refiere al manejo de la política monetaria, respecto de la Ley de Convertibilidad. Por el contrario, permite, en una magnitud limitada por la disponibilidad de reservas, efectuar lo que podría denominarse una política anticíclica, ya que éstas pueden prestarse internamente, al gobierno y al sistema financiero, cuando las condiciones de los mercados internacionales resultan adversas, y también, exigiría reconstituir las reservas cuando la situación interna mejora.

Podemos también reflexionar sobre los profundos cambios acontecidos en materia de política monetaria, donde la propia Ley de Convertibilidad resulta un paso sorprendente, como también lo es el hecho de que parte de los requisitos de liquidez se integren en el Deutsche Bank.

Las críticas en este sentido deberían relativizarse dado que un objetivo como el de la estabilidad no puede ser transferido a la órbita de la política. El problema clave de todo sistema económico es como crear las condiciones institucionales que permitan una monetización de la economía en un cuadro de estabilidad. La Ley de Convertibilidad constituyó un avance sin precedentes en la historia monetaria argentina, esta propuesta sólo pretende profundizar el compromiso de la estabilidad en un marco que puede resultar muy ventajoso. Las personas que son responsables del mantenimiento del esquema actual, desde el Congreso, al Presidente de la Nación, el Directorio del Banco Central, o el Ministerio de Economía, serían sustituidas por un diseño institucional nuevo y mucho más robusto. Lógicamente, en lo referente a la política monetaria, tanto las personas como las instituciones perdería protagonismo. Justamente, de eso se trata, los ejemplos de estabilidad más exitosos muestran una independencia absoluta de los bancos centrales y con ello una total subordinación del poder político al objetivo de la estabilidad: "de esta manera la política se protege en cierto modo de si misma, como lo hiciera Ulises atándose al mástil de su barco para no sucumbir al canto de las sirenas." (von Arnim, 1989).

Bibliografía

Llach, Juan: Las hiperestabilizaciones sin mitos. Instituto Torcuato Di Tella. 1989.
von Arnim, Hans Herbert: El "Deutsche Bundesbank". Un pilar de la democracia. La política monetaria en la economía social de mercado. CIEDLA. 1989.