

C.E.M.A.

Virrey del Pino 3210  
Belgrano R  
1426 Buenos Aires

TE. 552-3291/9313/7771  
FAX 552-7484

"REFORMA MONETARIA Y FINANCIERA  
EN HIPERINFLACION"

Aquiles A. Almansi  
Carlos A. Rodríguez

Agosto 1989  
N° 67

REFORMA MONETARIA Y FINANCIERA  
EN HIPERINFLACION

Aquiles A. Almansi y Carlos A. Rodríguez  
Agosto de 1989

Síntesis

La economía argentina entró en un claro proceso hiperinflacionario a partir del día 6 de Febrero de 1989. En esa fecha el Banco Central abandonó la política de vender divisas en licitaciones públicas, la que venía manteniendo desde hacía algunos meses, y de hecho implementó la libre flotación de la moneda. La suba espectacular del tipo de cambio fue seguida con algún retraso por un alza casi tan espectacular de los precios.

Sin subestimar la imperiosa necesidad de un ajuste fiscal, creemos que existe un elemento adicional en la dinámica de funcionamiento del sistema financiero argentino que ha contribuido significativamente al repetido fracaso de las experiencias recientes de estabilización, y que bien puede haber sido el principal factor detonante de las corridas que llevaron al fracaso de las mismas, la más notable de las cuales fue la originada el mencionado 6 de Febrero. Dicho elemento encuentra su manifestación visible en el llamado "déficit cuasifiscal," resultado de las operaciones de crédito del Banco Central con las entidades financieras.

En este documento se presentan una serie de trabajos realizados durante la reciente experiencia hiperinflacionaria, en los que se analiza la naturaleza del desequilibrio cuasifiscal y se realizan propuestas para resolver definitivamente el problema. Dichas propuestas se basan fundamentalmente en la implementación de una Reforma Monetaria y una Reforma del Sistema Financiero.

## CONTENIDO

Introducción	1
Una Reforma Monetaria Contra la Desconfianza y la Hiperinflación	8
Alternativas de Estabilización	13
El Problema Fundamental del Sistema Bancario	22
Propuesta para Buscar un Sistema Financiero más Sólido	28

## INTRODUCCION<sup>1</sup>

La economía argentina entró en un claro proceso hiperinflacionario a partir del día 6 de Febrero de 1989. En esa fecha el Banco Central abandonó la política de vender divisas en licitaciones públicas que venía manteniendo desde hacía algunos meses y de hecho implementó la libre flotación de la moneda. La suba espectacular del tipo de cambio fue seguida con retraso por los precios. En poco más de tres meses el tipo real de cambio para el dólar libre se multiplicó por un factor de cinco.

Realizadas las elecciones del 14 de Mayo, el partido gobernante es derrotado y se acuerda el adelantamiento de la entrega del poder para principios de Julio. A partir de este anuncio, la relación dólar/precios se revierte: la tasa de devaluación se desacelera en tanto que la tasa de inflación se incrementa sustancialmente en medio de versiones sobre la posible implementación de un control de precios por las nuevas autoridades. La Figura 1 muestra las tasas semanales de inflación y devaluación en el período Julio 1988 Agosto 1989, y la Figura 2 muestra la correspondiente evolución del tipo real de cambio.

El 8 de Julio asume el nuevo gobierno. Su plan económico consiste en cuatro medidas principales:

1. Devaluación con posterior control de cambios.
2. Concertación de precios con las principales empresas.
3. Importante aumento en las tarifas públicas.
4. Anuncios sobre ajustes estructurales del Estado a

---

<sup>1</sup> Esta introducción fue escrita en Agosto de 1989.

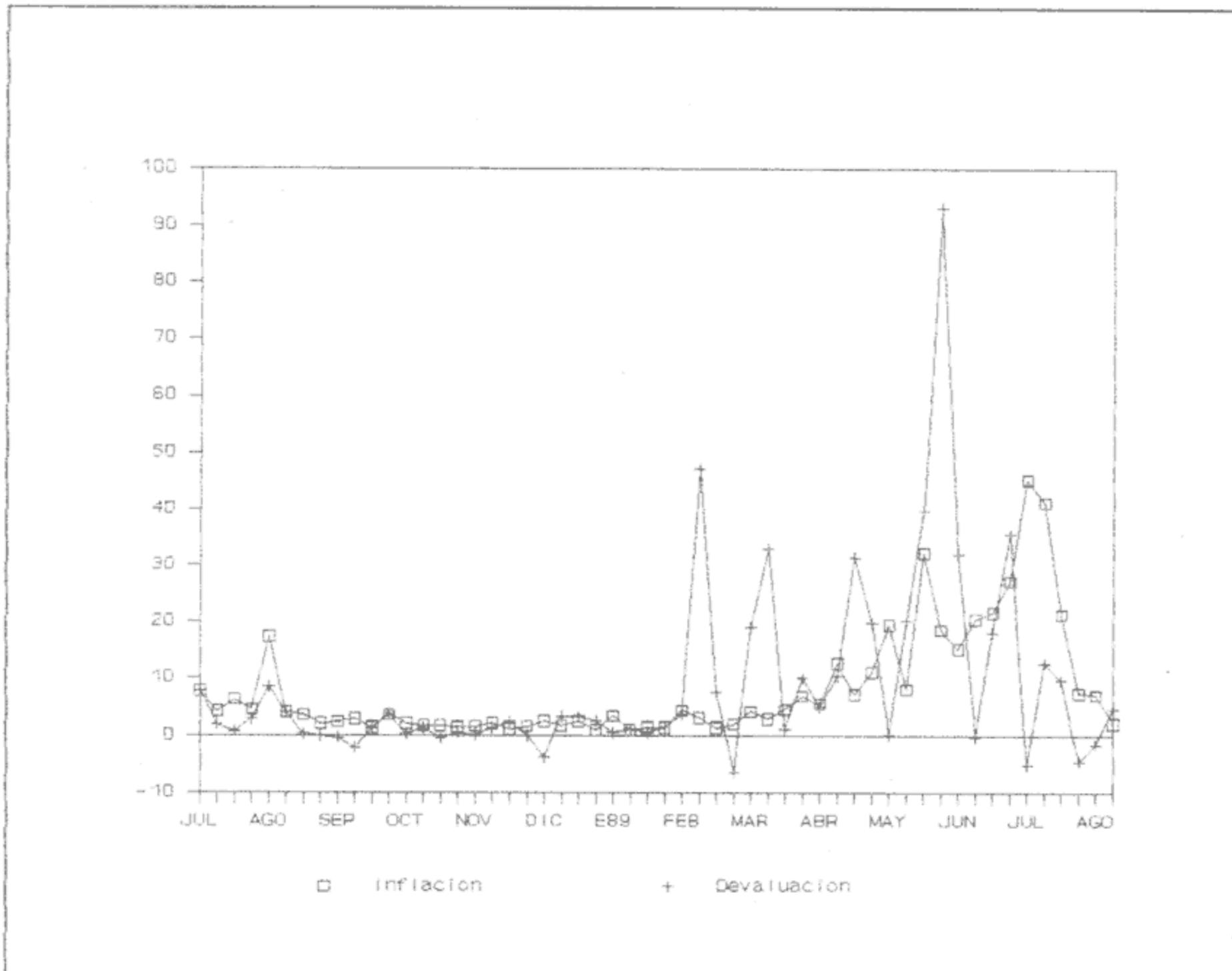


Figura 1: Tasas Semanales de Inflación y Devaluación (%)

implementarse en el futuro, de contarse con la necesaria sanción legislativa.

Si bien existen diferencias de grado y de credibilidad, las medidas anteriores no difieren cualitativamente de las implementadas durante los frustrados planes Austral y Primavera, que culminaron en la hiperinflación descrita. En todos estos planes encontramos claramente dos etapas:

a. La primera etapa de estabilización monetaria estabiliza la tasa de variación de las variables nominales de la economía

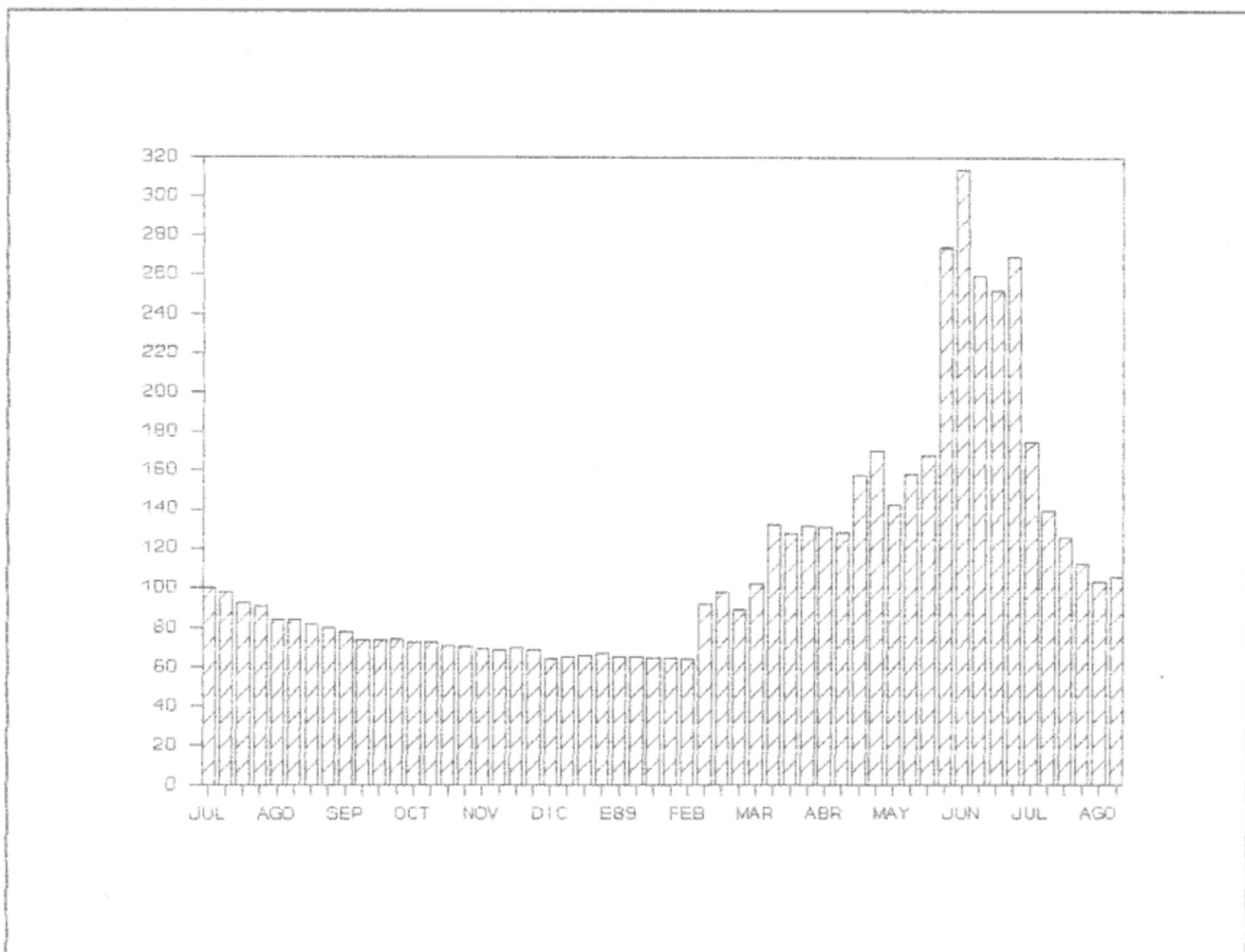


Figura 2: Tipo real de Cambio. (Indice base Junio 1988=100)

mediante el recurso de implementar un salto inicial que las lleve a un nivel por encima del de equilibrio. Todos los planes se basaron en la creación de un "colchón" inicial de precios gracias a aumentos desmedidos ante el anuncio de un inminente control, una devaluación importante del tipo de cambio oficial y un ajuste importante en las tarifas públicas.

b. Simultáneamente con el salto inicial en las variables monetarias, se efectúan anuncios de reformas estructurales a ser realizadas en el futuro y que habrán de resolver definitivamente el problema del déficit fiscal.

La experiencia indica que luego de la estabilización inicial de las variables nominales, las promesas de ajuste estructural no fueron cumplidas. El fracaso posterior de los planes ha sido sistemáticamente atribuido a la falta de implementación de la etapa de ajuste fiscal.

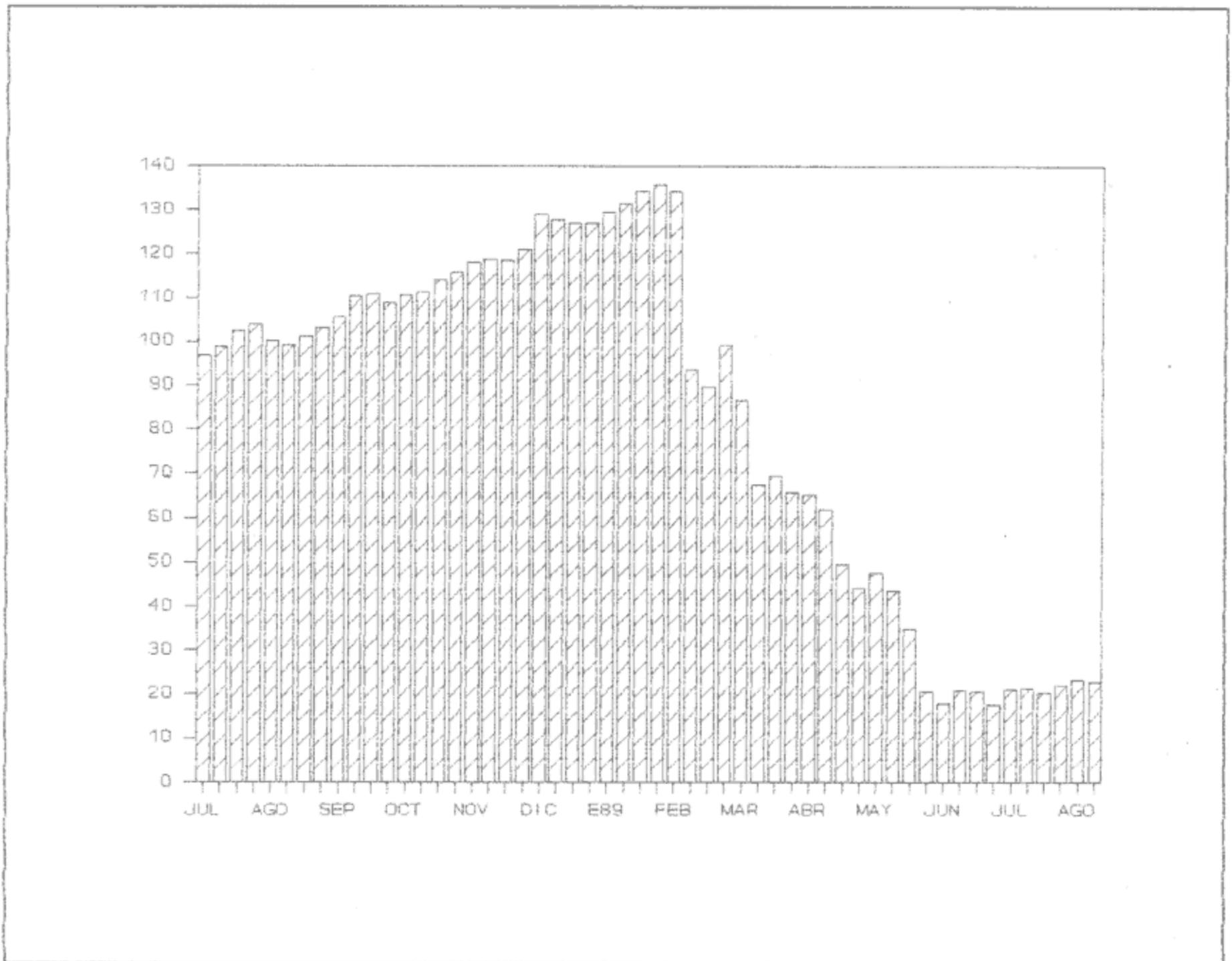


Figura 3: Valor en dólares de un plazo fijo

Sin restar méritos a la imperiosa necesidad de un ajuste fiscal, nosotros creemos que existe un elemento adicional en la dinámica de funcionamiento del sistema financiero que ha contribuido significativamente al repetido fracaso de las experiencias recientes de estabilización, y que bien puede haber sido el

principal factor detonante de las corridas que llevaron al fracaso de las mismas. Dicho elemento encuentra su manifestación visible en el llamado "déficit cuasifiscal" resultado de las operaciones de crédito del Banco Central con las entidades financieras. En pocas palabras, el Banco Central se endeuda con el sistema financiero y debe pagar tasas de interés que van mucho más allá de la tasa de crecimiento de los recursos fiscales. Llegado cierto momento la deuda del Banco Central ha crecido a tal nivel que se genera la expectativa que la misma no será pagada y se desencadena la corrida contra los bancos comerciales que son los principales tenedores de dicha deuda. El Banco Central se ve forzado a emitir para salvar a los bancos comerciales y la emisión alimenta la suba de la divisa y los precios. La Figura 3 refleja este proceso mediante la evolución del valor en dólares de un depósito a plazo fijo en australes, devengando semanalmente la tasa de interés de mercado, entre Julio de 1988 y Agosto de 1989.

En los últimos años este segundo factor se ha convertido en el protagonista determinante de la trayectoria de endeudamiento del Banco Central. La razón pura y simple es que cada plan de estabilización induce una monetización inicial que el sistema financiero no está en condiciones de intermediar en la forma de crédito al sector privado y que el Banco Central termina absorbiendo. La Figura 4 describe la monetización de la economía argentina medida por el valor en dólares de la base monetaria no remunerada, los pasivos monetarios del BCRA, y M4. El total de crédito potencial del sistema financiero está dado por el nivel de M4. La absorción por parte del Banco Central de dicho crédito es la dada por los Pasivos Monetarios Amplios. La diferencia entre los PMA y la Base Monetaria es la deuda a interés del BCRA con el sistema financiero. Por otro lado, la diferencia entre M4 y los PMA representa el potencial de crédito que sería otorgado

al sector privado (decimos "potencial" ya que esta capacidad prestable también se dedica a la adquisición de títulos públicos). Puede verse claramente en el gráfico que en cada intento de monetización la deuda remunerada del BCRA crece pari-passu con el aumento de M4, con lo cual es poco lo que queda para incrementar el crédito al Sector Privado.

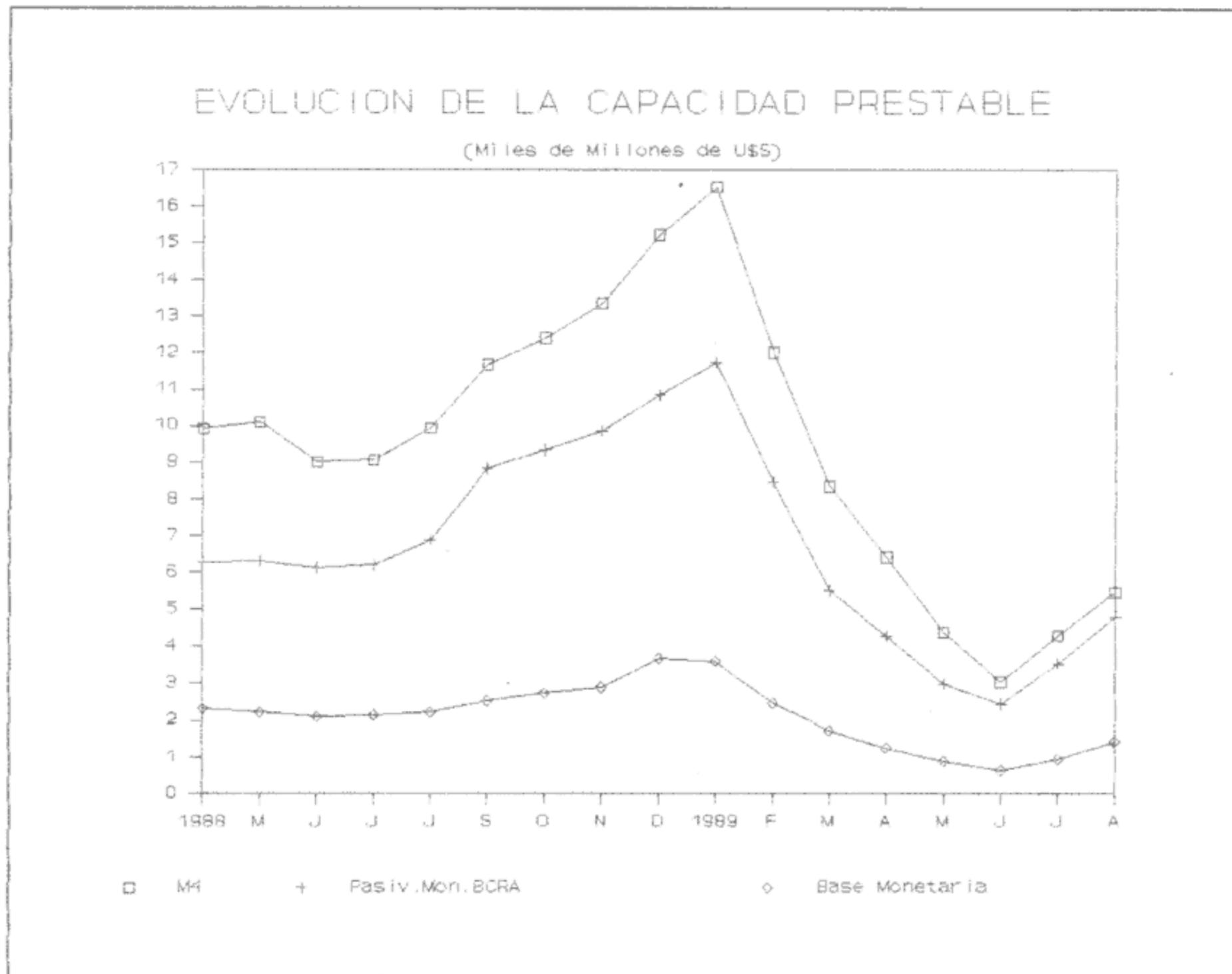


Figura 4

La deuda del Banco Central que da origen al déficit cuasifiscal se genera en parte por la necesidad de esterilizar la emisión realizada para financiar el déficit operativo de Tesorería, y en parte por la necesidad de absorber fondos líquidos que el sistema financiero no está en condiciones de prestar al sector privado.

Las tasas de interés que el Banco Central termina abonando sobre estos fondos son significativamente mayores que la tasa de devaluación anunciada en el contexto de la estrategia de estabilización. En la actualidad, con una tasa de devaluación de cero, el Banco Central abona una tasa de interés del 14% sobre un monto de deuda equivalente al 82% de la totalidad de los depósitos remunerados del sistema financiero. Como dicha tasa es transferida por los Bancos a los depositantes, es claro que la masa monetaria crece a una tasa muchísimo mayor que lo que lo hace el nivel de Reservas internacionales de que dispone el Banco Central para defender el tipo de cambio.

En sólo dos meses (Julio-Agosto), el valor de M4 en dólares aumento de 3056 a 5477 millones de dólares. Del incremento neto de 2421 millones, 2347 millones (o sea un 97%) fue absorbido por el Banco Central en la forma de nuevos Pasivos Monetarios y CEDEPS en tanto que sólo 74 millones (3%) quedó libre para ser destinado a crédito al sector privado.

En este documento se presentan una serie de trabajos realizados durante la reciente experiencia hiperinflacionaria, en los que se analiza la naturaleza del desequilibrio cuasifiscal y se realizan propuestas para resolver definitivamente el problema. Dichas propuestas se basan fundamentalmente en la implementación de una Reforma Monetaria y una Reforma del Sistema Financiero.

## UNA REFORMA MONETARIA CONTRA LA DESCONFIANZA Y LA HIPERINFLACION<sup>2</sup>

En los últimos tiempos se ha incorporado al discurso económico cotidiano la cuestión de la credibilidad. O, para ser más precisos, la falta de credibilidad que en materia de política económica sufren las autoridades nacionales.

Pese a las apariencias, no hay nada místico, o particularmente profundo, acerca de la credibilidad. Aunque parezca una perogrullada, vale la pena recordar que una promesa de ejecutar lo imposible no puede ser creíble.

El cuadro adjunto representa la evolución del valor en dólares de los agregados monetarios (M4) en los últimos 7 meses.

### Agregados Monetarios (M4) (promedios mensuales)

Mes	Australes*	Dólares*	Indice (Ene 89=100)
Oct 88	120.111	8.034	48,0
Nov 88	209.116	13.579	81,1
Dic 88	243.550	15.473	92,4
Ene 89	281.573	16.750	100,0
Feb 89	306.821	12.023	71,8
Mar 89	343.283	8.447	50,4
Abr 89	403.082	5.758**	34,4

\* Millones

\*\*Calculado suponiendo un dólar a 70 australes.

Fuente: Ambito Financiero, 3a. sección, varios ejemplares.

<sup>2</sup> Artículo publicado en Ambito Financiero, el Miércoles 26 de Abril de 1989.

El importante crecimiento que se observa hasta Enero, representa el ahora frustrado intento de comprar con deuda pública interna un período de inflación relativamente baja, que conociéramos con el nombre de "Plan Primavera." Por otro lado, la acelerada caída de los últimos 3 meses, representa la virtual autoliquidación de esos pasivos.

La autoliquidación de pasivos, como la columna titulada "Índice" lo pone de manifiesto, ya ha alcanzado algo más del 65 por ciento del valor de los mismos en Enero pasado. Este fenómeno se está produciendo por la simple razón de que el fisco no tiene los recursos, ni es razonable esperar que los llegue a tener en el futuro previsible, para pagar estas "facturas." Simplemente, la promesa de pago representada por cada austral en circulación, más las promesas de pago consignadas en las múltiples condiciones de emisión del "festival de bonos," más muchas otras promesas de pago, no son creíbles. De hecho, la modificación de la política cambiaria el 6 de Febrero pasado fue el formal reconocimiento de la imposibilidad de efectuar tales pagos.

El fenómeno que hemos llamado autoliquidación no es otra cosa que el proceso hiperinflacionario que vivimos, el que tiene como único límite imaginable la destrucción de la moneda nacional, y del poder adquisitivo de todos los papeles denominados en ella.

En una primera etapa, la autoliquidación ha prácticamente evaporado los activos financieros (denominados en Australes) del sector privado. Como nuestro cuadro lo muestra, la devaluación ya ha liquidado unos 10.000 millones de dólares. A medida que el stock de agregados monetarios se aproxima al flujo mensual de salarios, se aproxima también la etapa final del proceso hiperinflacionario, caracterizada por la virtual extinción del salario real. La proximidad de esta etapa final hace que la monstruosa autoliquida-

ción de pasivos que vivimos, además de destruir al sistema financiero nacional, amenace con provocar daños irreparables a la salud económica, y quizás también política, de la República. Es imperativo, por tanto, detenerla de inmediato.

Desde luego, de proseguir ininterrumpida, la hiperinflación habrá logrado en algún momento licuar los pasivos del fisco a un nivel compatible con las menguadas reservas del B.C.R.A., y entonces será concebible estabilizar la moneda nacional, estableciendo un tipo de cambio fijo entre la misma y la moneda de reserva. Este desenlace tiene un defecto evidente, el que consiste en permitir que continúe la acción devastadora de la hiperinflación, no sólo sobre los pasivos fiscales, sino sobre el salario real y la actividad económica, y por tanto sobre la situación social. Pero tiene también un defecto conceptualmente más profundo, que tiene que ver, nuevamente, con la cuestión de la credibilidad. Para estabilizar no basta tener, al momento de la estabilización, un nivel de reservas aritméticamente compatible con los pasivos monetarios. Es necesario que el compromiso de mantener esa relación aritmética en el futuro sea creíble. Y es aquí dónde la situación fiscal interviene para demoler cualquier esperanza de estabilización. ¿Es imaginable que en un período ahora electoral, y pronto de transición, se logren los acuerdos políticos necesarios para introducir reformas fundamentales a la estructura del Estado? Creemos que la respuesta es no.

Lo que sí puede detener la hiperinflación, y ahorrarnos sus tristes consecuencias, es una auténtica reforma monetaria. A diferencia de las "reformas" del pasado, como la que diera a luz al ahora moribundo Austral, no se trata de quitar algunos ceros, buscar un nuevo nombre, y prometer solemnemente nunca más financiar el déficit fiscal con emisión monetaria. Una auténtica reforma monetaria consiste en hacer materialmente imposible, para

el Estado, la emisión de dinero. Dada la historia monetaria argentina, y muy especialmente la experiencia de los últimos quince años, creemos que la única forma en que el Estado nacional puede comprometerse creíblemente a no utilizar nunca más la emisión monetaria como mecanismo consuetudinario de financiamiento, es abandonando su potestad para emitir dinero.

Sin la habilidad de emitir moneda, el Estado se vería forzado a financiarse con recursos genuinos, y con deuda denominada en divisas colocada voluntariamente en el mercado de capitales. De esta manera el ajuste fiscal se produciría racionalmente, mediante la discusión de las prioridades presupuestarias según el mecanismo establecido por la Constitución Nacional, y no en la forma irracional en que se está produciendo en este momento, en que vemos los salarios reales converger a cero a casi la misma velocidad a que la hiperinflación extingue el poder adquisitivo del Austral.

En líneas muy generales, una auténtica reforma monetaria consistiría en lo siguiente:

a. El Estado usaría todas sus reservas disponibles de oro y divisas internacionales, suma que rondaría los 2.000 millones de dólares, para adquirir todos sus pasivos denominados en australes con el sistema financiero y la moneda en circulación entre el público, a la tasa de cambio que haga el valor expresado en divisas de esos pasivos igual a las reservas disponibles. Simultáneamente, todas las obligaciones privadas denominadas en australes pasan a estar denominadas en divisas, idealmente al mismo tipo de cambio. En este sentido se detendría lo que hemos llamado más arriba autolicuación. Claramente, si el Estado no explicita su intención de usar al menos estas reservas para recomprar la deuda pública denominada en australes, no existe

razón alguna para que el sector privado espere que las mismas serán utilizadas con tal fin, y el proceso de autolicuación continuará ininterrumpido.

b. Ejecutado el cambio de australes por divisas, el austral habría dejado de existir, y para reemplazarlo se podría declarar como moneda de curso legal cualquier divisa internacional.

Si declarar el curso legal de alguna moneda extranjera fuera por alguna razón inaceptable, entonces sería necesario introducir una nueva moneda nacional. Una auténtica reforma monetaria requeriría, sin embargo, que no fuera el Banco Central el encargado de emitirla. Se debería crear una caja de conversión, administrada por representantes de la banca privada (tal como el sistema de la reserva federal de los Estados Unidos), que tendría como única misión emitir la nueva moneda a cambio de divisas, y que bajo ningún concepto podría prestar sus reservas al Estado nacional. El Banco Central debería necesariamente perder su condición de organismo emisor de la moneda nacional, y las reservas de divisas en poder de la caja de conversión deberían ser inmunes, sin excepción alguna, a las necesidades financieras del Tesoro Nacional.

Con una auténtica reforma monetaria como la propuesta, el tipo de cambio de conversión dependerá de la cantidad de reservas disponibles, y de la magnitud de los pasivos monetarios. Dados los valores actuales de dichas variables, alguna licuación adicional a la ya ocurrida habrá de tener lugar, tanto para los activos como los pasivos del sistema financiero. Debemos notar, sin embargo, que la nueva cartera de activos de ese sistema estará formada exclusivamente por divisas disponibles, con lo cual esperamos un inmediato aumento del crédito, actualmente inexistente, al sector privado.

Diagnóstico de la situación actual

La situación actual es hiperinflacionaria. No se trata de un proceso de transición de una inflación estable inicial a otra más alta.

La autoridad monetaria ha perdido su capacidad para imponer un ancla nominal al sistema, tanto en lo que hace al nivel de precios en un momento determinado, como a la tasa de cambio de éste a lo largo del tiempo (tasa de inflación).

Con esto queremos decir que la tasa de inflación puede aumentar sin límites, a menos que se introduzcan profundos cambios de régimen. También queremos decir que no creemos viable estabilizar mediante la sola fijación de un tipo de cambio arbitrario y la corrección tarifaria, independientemente de cuán altos sean sus niveles iniciales.

Premisa 1: No se puede estabilizar la moneda sin garantizar que la autoridad monetaria no se verá forzada a emitir más de la misma.

Premisa 2: Una condición necesaria para que la autoridad monetaria no se vea forzada a emitir moneda es un equilibrio fiscal creíble.

---

<sup>3</sup> Este es el texto de un documento de discusión escrito a fines de Junio.

El equilibrio fiscal creíble a que nos referimos no consiste en cerrar el actual déficit de caja con aumentos temporarios de recursos. Se trata de producir aumentos insospechablemente permanentes de recursos y/o disminuciones insospechablemente permanentes de gastos.

Premisa 3: Es imposible alcanzar un equilibrio fiscal creíble sin una moneda estable y esto a la vez requiere de reformas básicas en el sistema financiero.

De lo anterior concluimos que la estabilización debe implementar simultáneamente un paquete de reformas fiscales y financieras.

### Alternativas para el ajuste en el sector financiero

El desequilibrio fundamental del sector financiero se debe a que el Banco Central es el principal tomador de fondos del sistema. Al no haber activos reales como contrapartida de los depósitos, una corrida genera una emisión potencial igual a todos los intereses devengados sobre la deuda del Banco Central. En definitiva, se está en un sistema en que se paga interés sobre el dinero con emisión monetaria. La tasa de interés que se paga es igual al costo de obtener ese dinero para los bancos. Con ello, la tasa de interés y la oferta monetaria quedan indeterminadas, lo cual es altamente explosivo en un período de expectativas hiperinflacionarias.

Solucionar este problema requiere la implementación de un sistema en que la base monetaria no sea remunerada. Esto puede lograrse de dos maneras alternativas:

(a) Rescatando la Base monetaria remunerada con activos reales, Bonex o Divisas a un tipo de cambio que haga factible la operación;

(b) rescatando la base monetaria remunerada con efectivo.

El mecanismo (a) posibilitaría que los pasivos bancarios sean también convertibles a divisas al mismo tipo de cambio de conversión y con ello podría implementarse una reforma monetaria en la cual en efecto se estaría usando la divisa como la nueva moneda nacional. Se estima que harían falta alrededor de 1500 millones de dólares para convertir la totalidad de M3 a un tipo de cambio de 1000. Puede también crearse una nueva moneda convertible al dólar (el Peso), manejada por una Caja de Conversión. El resto de la deuda pública denominada en Australes debería ser refinanciada en dólares.

Esta alternativa (a) puede implicar una cierta licuación, dependiendo de la devaluación inicial requerida. El efecto inflacionario de esta devaluación no nos preocupa ya que estaría acompañada de la creación de una nueva moneda.

El mecanismo (b), más atractivo en caso de existir una restricción al uso de reservas, implica una aceleración inicial de la inflación debido a dos factores:

b1. La drástica caída de las tasas de interés pasivas puede generar una corrida adicional sobre el Austral.

b2. El potencial de expansión monetaria secundaria aumenta enormemente debido a la liberación de encajes, que retornarían a los niveles legales previamente establecidos.

Usando el mecanismo (b), la única fuente de expansión futura de la Base Monetaria sería el déficit de Tesorería y la compra de Reservas. Dado un ajuste fiscal razonable, se restablecería un importante grado de control sobre la oferta monetaria, salvo por la expansión potencial inicial debido a la liberación de encajes. Los amplios márgenes de incertidumbre acerca de la evolución inicial del nivel de inflación y la falta de Reservas requieren que esta alternativa sea implementada junto con la flotación libre del Austral. Frente al potencial de emisión de dinero secundario y la baja de tasas de interés, no recomendamos que se intente defender el tipo de cambio con Reservas ya que estas podrían perderse rápidamente. Mas aún, recomendamos que esta alternativa sea complementada por el anuncio de una regla de expansión de la Base Monetaria a la Friedman, y un anuncio que haga perfectamente claro que esta regla de expansión de la Base es compatible con la realidad Fiscal a implementarse.

En caso de aplicarse la alternativa (b), parte de la expansión monetaria y la corrida inicial contra los depósitos podría esterilizarse con emisión de Bonex a partir de un cierto tipo de cambio piso que debería anunciarse a un nivel muy alto. Si se desatara una corrida inicial muy fuerte, al llegar el dólar al tipo de cambio de venta de Bonex, parte de la oferta excedente de fondos iría a la compra de Bonex. Esto pondría un techo al nivel al cual la corrida podría presionar al dólar.

Una posible alternativa, que llamaremos (c), comienza por la implementación de la alternativa (b), pero dependiendo de la

reacción del mercado puede desembocar automáticamente en la alternativa (a). Esta alternativa (c) surge de tener en cuenta las siguientes dos restricciones:

1. Hay que proveer una moneda estable de inmediato. La inestabilidad hiperinflacionaria produce el colapso de la economía real. No se puede convivir con la hiperinflación, pues ésta hace imposible efectuar prácticamente cualquier tipo de transacción comercial. Como para una economía moderna (altamente diversificada) es imposible funcionar sobre la base del trueque, el colapso de la moneda implica inexorablemente el colapso de la economía real. La estabilidad monetaria inmediata se lograría con la alternativa (a) pero no con la (b).

2. No se puede confiscar a los acreedores del Estado. La propiedad está protegida por la Constitución Nacional. Esto implica que el Estado no puede repudiar formalmente ("desagiar") su deuda en Australes. La alternativa (a) podría padecer de este defecto, no así la alternativa (b).

La alternativa (c), que describimos a continuación, tiene la ventaja de proveer una moneda estable desde el comienzo, sin recurrir a un "desagio" sobre los activos denominados en Australes. La misma consiste en lo siguiente:

cl. Se crea una segunda moneda de curso legal, que aquí denominaremos "el Peso." El Peso es totalmente convertible en dólares de los Estados Unidos de América, a un tipo de cambio de uno. Este tipo de cambio se fija por ley, y el B.C.R.A. no tiene autoridad, en absolutamente ninguna circunstancia, a modificarlo. El Austral flotará en forma absolutamente libre respecto del Peso, el Dólar y otras divisas.

c2. El Peso es emitido exclusivamente a cambio de dólares. Los dólares así adquiridos por el ente emisor se mantienen como reservas de respaldo al Peso, con un encaje del cien por ciento.

c3. Se establece absoluta libertad cambiaria. Todas las personas físicas y jurídicas pueden intercambiar libremente, sin estar sujetos a control o verificación alguno, las dos monedas de curso legal y cualquier moneda extranjera a los tipos de cambio que surjan del mercado.

c4. El Estado factura en Pesos por la prestación de los servicios públicos actualmente a su cargo. Igualmente, los impuestos se devengan en Pesos y se cobran en Pesos o en Australes al tipo de cambio determinado por el mercado.

c5. Se emite una nueva serie de bonos denominados en dólares de los Estados Unidos de América (podría ser una nueva serie de Bonex, 1989). Se ofrece a los tenedores de Australes en efectivo o en depósitos bancarios, y a los tenedores de títulos de la deuda pública interna denominados en Australes, cualquiera sea su cláusula de ajuste, el canje absolutamente voluntario de esos activos por el nuevo bono denominado en dólares, a un tipo de cambio X, de australes por dólar y por un número limitado de días.

c6. El tipo de cambio X es fijado de tal manera que el valor en dólares de los pasivos a canjearse voluntariamente se aproxime al valor de mercado actual, al tipo de cambio en el mercado de arbitraje.

c7. El B.C.R.A. devuelve, mediante la necesaria emisión de Australes, los actuales encajes, depósitos indisponibles, y demás activos involuntarios del sistema financiero.

c8. Se anuncia que el futuro servicio y amortización de la deuda denominada en Australes se efectuará exclusivamente con recursos derivados de la emisión de Australes.

c9. El B.C.R.A. impone un encaje único no remunerado sobre todo tipo de depósitos, denominados en ambas monedas de curso legal. La magnitud de tal encaje no debe exceder el impuesto por el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos sobre sus bancos miembros.

c10. Se elimina la garantía oficial sobre los depósitos bancarios a la vez que se imponen límites a la capacidad de la Banca Oficial para competir con la banca privada gracias a la garantía implícita que esta poseería.

Con la alternativa (c) se cambiaría en efecto la deuda denominada en Australes, incluyendo la oferta monetaria, por Bonex y se crearía una nueva moneda que sería vendida a la población a cambio de Dólares. Nótese además lo siguiente:

1. El canje de activos denominados en australes por activos denominados en dólares es voluntario. Quien quiera permanecer en Australes es libre de hacerlo.

2. El Estado no se encuentra con un fatídico "primer mes" sin recursos (hasta que se comienza a cobrar en Pesos) para afrontar los pagos de salarios y del sistema previsional. A fin de financiar tales erogaciones emite todos los australes que sean necesarios. Lo peor que puede ocurrir es que esos Australes sean devueltos inmediatamente a cambio de Bonex 89. En ese caso, los gastos del primer mes serían financiados con los Bonex 89.

### Efectos de la alternativa (c)

El efecto más probable de la alternativa (c) quizás sea una hiperinflación terminal en Australes. Como los precios muy probablemente pasen inmediatamente a ser expresados en Pesos, esta hiperinflación se manifestará en un solo precio: la tasa de cambio entre el Austral y el Peso. No creemos que este proceso tome mucho tiempo. Dicha caída del valor del Austral solo perjudicaría el patrimonio de quienes hubieran elegido voluntariamente permanecer en Australes, al momento de ofrecerse la conversión. Dadas las condiciones, no creemos que sean muchos los que elijan dicha opción.

La presencia de una nueva moneda de curso legal, perfectamente estable, permitiría el inmediato reestablecimiento de la actividad comercial, con el consecuente reestablecimiento de la actividad productiva que la nutre.

La liquidez inmediata del sistema estaría asegurada a través de ventas de Pesos a cambio de los abundantes Dólares actualmente en manos del público. Los nuevos tenedores de Bonex podrán conseguir liquidez en los mercados secundarios vendiendo éstos a cambio de dólares o Pesos. De no realizarse ninguna conversión de Dólares a Pesos, creemos que el mercado habrá de continuar utilizando los Australes existentes en cuyo caso no tendría lugar la drástica caída en el valor del Austral. En este caso, la economía se establecería dentro de los lineamientos de la alternativa (b). De tener aceptación el Peso, el Austral desaparecería en efecto y se estaría dentro de la alternativa (a).

## Ajuste en el sector fiscal

El ajuste fiscal debe ser inexorable. Recomendamos que las tarifas públicas se anuncien y se reajusten diariamente en términos de una unidad de cuenta que debería seguir muy de cerca la evolución del Dólar libre. En particular esto debe aplicarse a los combustibles. Obviamente, de adoptarse las alternativas (a) o (c), todos los impuestos y tarifas deberían fijarse en Pesos. Recomendamos también la simplificación total y drástica del sistema impositivo. Básicamente quedarían cuatro impuestos:

1. Ganancias de las empresas
2. Combustibles
3. Indirectos
4. Impuesto a las Ventas Brutas de los grandes productores finales.

Todos los demás impuestos nacionales deben ser derogados. Una vez eliminada la inflación se podrá discutir una reforma profunda y eficiente del sistema impositivo, dentro del contexto de un plan de ajuste estructural de largo plazo.

Para restablecer la credibilidad se requiere también una acción dramática respecto al Gasto Público. Estas medidas deben anunciarse al mismo tiempo que el resto del paquete fiscal y monetario.

El lector no especializado habra leído con asombro la nota "Destacado" de este diario del Viernes pasado en la que se habla de versiones sobre la necesidad de establecer un feriado bancario para esta semana debido, no a una corrida de depósitos, sino al poco interés de los bancos en captar los depósitos que el público desea realizar.

Uno podría preguntarse que mas querrían los Bancos que el público esté deseoso de renovar sus depósitos a tasa libre tal como está ocurriendo. Sin embargo no es así y surgen demandas de origen no especificado sugiriendo el cierre de los mercados hasta la asunción del nuevo gobierno. Que es lo que se espera se solucione con esto?. En mi opinión lo que se espera es que las nuevas autoridades hagan que el Estado tome prestados los fondos excedentes del sistema financiero que ahora no hallan colocación. En definitiva, se espera que el Sector Público retome su tradicional postura de ser el principal tomador de fondos del sistema financiero.

Tal fue la política instrumentada durante los últimos años y que comenzó a ser abandonada este último mes cuando el Banco Central empezó a liberar depósitos indisponibles que la banca comercial tenía depositados en el Banco Central devengando interés. Un depósito indisponible liberado significa que el banco comercial se encuentra con el efectivo a su disposición y éste no rinde interés, contrariamente a los depósitos del público en el banco que sí cobran interés. El banco comercial se enfrenta a la situación de tener que buscar tomadores para los fondos que el

---

<sup>4</sup> Este artículo, escrito por Carlos A. Rodríguez, fue publicado en Ambito Financiero, el Miércoles 5 de Julio de 1989.

público depositó y que estos paguen una tasa de interés compatible con la que cobra el público.

Al retirarse el sector público de la posición tomadora de crédito, no queda otra alternativa para los bancos que prestar ese dinero al sector privado o, alternativamente, invertir en activos ya existentes, sea dólares o Títulos Públicos adquiridos en mercados secundarios. Esta última alternativa es la que se eligió y prueba de ello es la suba que se observó en las paridades de los Títulos de la Deuda Pública a pesar de la experiencia hiperinflacionaria y los rumores de desagio existentes. Poco ocurrió con respecto al dólar debido al alto nivel ya previamente alcanzado por su valor real por lo cual no es considerado como una buena alternativa de inversión. Tampoco nada ocurrió con respecto a nuevos préstamos al sector privado, y aquí es donde se encuentra el principal defecto de funcionamiento del sistema financiero argentino.

Tradicionalmente se justifica la función del Banco Central como la de ser el prestamista de última instancia, con lo cual idealmente provee de estabilidad al sistema financiero en caso de existir una corrida bancaria generalizada. Decimos idealmente porque dicha corrida ocurrió en los últimos meses y el resultado, a pesar del Banco Central, fue la hiperinflación. En el caso Argentino ha ocurrido algo curioso debido a que en lugar de ser el prestamista de última instancia, el Banco Central y el Estado en general, se han convertido en los deudores de primera instancia. La inmensa mayoría de los fondos captados del público por los bancos terminan siendo prestados al Estado, ya sea a través de encajes no remunerados, encajes remunerados (indisponibles) o la adquisición directa de Títulos Públicos por parte de los bancos. Como consecuencia de esto, es poco el crédito que queda para financiar inversión productiva en el sector privado.

Suele decirse que lo anterior es resultado de la necesidad de financiar los déficits del Estado. Existe sin embargo la posibilidad de que esto sea el resultado de presiones tanto de demanda como de oferta. Para el sistema financiero es mucho más fácil tener un solo deudor que sea el Estado el cual paga automáticamente lo que el mercado establece es el costo de los fondos que el tener que correr los riesgos y costos de administrar una cartera compuesta de una infinidad de pequeños deudores privados. Y el Estado se presta a este rol: cada vez que hay un exceso de liquidez éste es absorbido mediante emisiones de Letras o la creación de nuevos indisponibles. Lo anterior puede ser interpretado como el resultado de: (a) un intento de las autoridades monetarias de morigerar las presiones inflacionarias de los excesos de liquidez o, alternativamente (b) una ayuda del Estado al sistema financiero para que estos coloquen sus fondos excedentes a una tasa de interés atractiva y con poco riesgo.

Creo que la alternativa (b), sin ser excluyente, debe ser considerada como un factor fundamental para comprender la dinámica de nuestro sistema financiero. Básicamente nuestro sistema financiero es incapaz, dado el marco institucional, de canalizar fondos hacia inversiones de riesgo en el sector privado. Surgen entonces naturalmente las presiones para que el Estado absorba la contrapartida prestable de los fondos depositados por el público.

Cada plan de estabilización reciente se basó en incentivar una entrada de capitales al sector financiero que sistemáticamente fueron prestados al sector público con el resultado de un mayor nivel de deuda pública. Cabe preguntarse si el Estado realmente precisaba endeudarse o si lo hizo simplemente para encontrar una colocación rentable y segura para el exceso de liquidez inducido

por la mejora en las expectativas?. Como la tasa de interés que el gobierno paga sobre sus deudas internas (caso indisponibles) está básicamente indeterminada ya que dichas deudas se indexan por la tasa de mercado, a medida que el plan de estabilización fracasa, las tasas crecen y también lo hace la deuda pública.

Finalmente se llega a una situación en que la deuda pública alcanza tal nivel que se cree que ésta no se pagará y empieza la corrida contra la moneda. Nótese que en este sistema moneda y deuda pública son la misma cosa ya que los activos de los Bancos son mayormente deuda pública. La corrida contra la moneda licúa la moneda y la deuda hasta un nivel tal que éste se considera nuevamente viable y se lanza un nuevo plan de estabilización que como siempre se basa en una esperada remonetización de la economía y entrada de capitales.

El sistema descrito anteriormente habrá de continuar hasta tanto las tasas de interés pasivas estén determinadas por la rentabilidad de los bancos y ésta lo sea por la productividad del capital. Para que esto sea posible es necesario que la contrapartida de que los depósitos bancarios sean activos reales que produzcan un retorno genuino y no papeles de deuda pública que solo devengan nuevos títulos de deuda en concepto de interés.

¿Que ocurre cuando el Estado deja de tomar fondos? Se crea una crisis en el sistema financiero debido a la falta de oportunidades de colocación de los fondos libres y surgen presiones para la implementación de feriados bancarios con la expectativa de que al terminar esta ingrata situación el Estado nuevamente absorba los fondos libres a tasas de interés atractivas. Claramente algo anda muy mal con nuestro sistema financiero y debería ser corregido a la brevedad ya que de lo contrario no quiero imaginarme que ocurrirá con los 2500 millones de dólares que el

Ministro Roig espera que ingresen como consecuencia de su Plan. Claramente, de continuarse con el anterior sistema, todos estos fondos serán intermediados al Estado y con ello aumentarán la ya elevada deuda pública.<sup>5</sup> Nada se habrá logrado en materia de ajuste estructural ya que el Estado carecerá de incentivos para hacerlo debido a la oferta de préstamos que voluntariamente se le ofrecen.

Para que se solucione el problema descrito es necesario que se creen condiciones institucionales para que este círculo vicioso deje de operar. Para ello es necesario que el sistema financiero preste al sector privado. Creemos que un conjunto de requisitos necesarios para que esto ocurra son los siguientes:

1. Que se garantice que el Estado no intenderá arbitrariamente para modificar los términos en que fueron pactadas las operaciones con el sector privado. O sea que ni el Banco Central ni el Congreso impongan modificaciones a las tasas de interés u otras cláusulas de indexación sobre operaciones libremente contraídas entre las partes.

2. Que el Estado se retire como captador de fondos del sistema financiero de manera tal que la tasa de interés refleje la productividad de la inversión. Esto garantiza que los créditos puedan ser pagados. En el sistema anterior la tasa de interés simplemente refleja la prima de riesgo requerida por el ahorrista para compensar por la probabilidad de que el Estado no pague su deuda.

---

<sup>5</sup> Esta predicción resultó ser correcta, tal como puede verse en la introducción (página 7).

3. Debe eliminarse la garantía estatal sobre los depósitos y permitirse la libre competencia en la actividad financiera. Esto implica la libre entrada y salida de instituciones al sistema financiero. La supervisión del sistema debería estar a cargo de un ente privado, tipo Reserva Federal de E.E.U.U., en cuyo directorio figurarían representantes de las entidades financieras y del gobierno. El ente de supervisión de ninguna manera debería tener el poder de otorgar crédito. El rol principal de este ente sería el de informar al público sobre la composición de riesgo de las carteras de los bancos a fin de que éste tome sus propias decisiones. Creemos que casos especiales tales como los ocurridos en 1980 deben ser resueltos por la justicia sin necesidad de que el Estado se arroge la tarea de decidir sobre la toma de decisiones de riesgo que son inherentes a la dinámica de funcionamiento de una sociedad libre y eficiente.

4. Debe eliminarse la competencia desleal de instituciones financieras públicas gracias a la garantía implícita que conllevan los depósitos en las mismas. Creemos que no existe ninguna razón para que el estado Nacional, Provincial y los Municipios tengan sus propios Bancos. Lo óptimo sería que estas instituciones cesen de existir. Una alternativa sería que las entidades financieras públicas solo puedan recibir depósitos de otras entidades públicas y de ninguna manera competir por la captación de depósitos del sector privado.

Una nota final es que los puntos 1 a 4 conforman un todo que debe ser implementado conjuntamente a fin de que el nuevo sistema financiero tenga una organización interna lógicamente consistente. La implementación parcial de estas medidas llevaría a un sistema mal diseñado que no tardaría en explotar, particularmente en la Argentina donde los tiempos económicos se han acortado sustancialmente.

El sistema financiero debe prestar simultáneamente dos servicios vitales para el buen funcionamiento de una moderna economía de mercado:

- a) Servicios Monetarios: facilitar el intercambio comercial mediante la provisión de instrumentos de pago tales como cheques personales y bancarios, giros, transferencias, etc.
- b) Servicios Crediticios: intermediar entre oferentes y demandantes de ahorro en el mercado de instrumentos de crédito.

La inestabilidad monetaria crea un impedimento fundamental para el funcionamiento ordenado del sistema financiero. En tanto no logre estabilizar su moneda, será virtualmente imposible para un país como Argentina alcanzar un nivel aceptable de desarrollo en la prestación de esos servicios. Esto no debe hacernos perder de vista, sin embargo, el hecho de que la estructura del sistema financiero puede contribuir decisivamente a la inestabilidad monetaria del país.

Si bien es verdad que la inestabilidad monetaria argentina se debe fundamentalmente a los desequilibrios fiscales, las relaciones causales distan de ser lineales. El efecto Olivera-Tanzi nos recuerda que los desequilibrios fiscales son, en parte, causados por la misma inestabilidad monetaria.

---

<sup>6</sup> Artículo publicado en Ambito Financiero, el Martes 1 de Agosto de 1989.

La necesidad de reformar nuestro sistema monetario y financiero es obvia cuando consideramos que los medios de pago (moneda) se han reducido al 1.6% del Producto Bruto en tanto que la totalidad de los depósitos en el sistema financiero del país solo llegan a menos del uno por ciento de la cartera de activos de un sólo banco del Japón (donde además existen varios de estos bancos de similar tamaño). Podríamos también agregar que los activos de nuestro sistema financiero consisten en su gran mayoría en títulos de deuda pública que no pueden ser servidos regularmente.

La inestabilidad monetaria es inevitable toda vez que el Banco Central puede, bajo ciertas circunstancias, verse forzado a emitir moneda. El punto que queremos hacer notar aquí es que la estructura del sistema financiero argentino tiene, precisamente, la característica de provocar la emisión forzada de dinero bajo una gran variedad de circunstancias. Esto desde luego implica que para tener éxito, un programa de estabilización debe introducir algunas reformas básicas en el sistema financiero. Al respecto, podemos hacer las siguientes observaciones:

1. El problema fundamental del sector financiero argentino de hoy reside en el hecho de que su principal tomador de fondos es el Banco Central. Esto hace que se pague interés sobre el dinero con la emisión de más dinero. La tasa de interés que se paga es igual al costo de captación de depósitos por los bancos, el que a su vez depende de las expectativas inflacionarias de los depositantes. Con ello, la tasa de interés y la oferta monetaria quedan indeterminadas, lo cual es altamente explosivo en un período hiperinflacionario. Un análisis detallado de este problema se presenta en (2).

2. Las consecuencias de que el Banco Central sea el principal tomador de fondos del sistema financiero, sin embargo, no se limitan a los peligrosos efectos de remunerar la base monetaria. También crea la posibilidad de una masiva emisión forzosa de moneda, esencialmente idéntica a la creada por un sistema de garantía ilimitada de los depósitos. Una corrida generalizada contra los depósitos en el sistema financiero genera una emisión potencial de la base monetaria igual a todos los intereses devengados sobre la deuda del Banco Central.

De las dos observaciones precedentes deducimos que una condición necesaria para lograr una estabilización exitosa de la moneda, lo que a su vez es una condición necesaria para el normal desarrollo del sistema financiero, es que el Banco Central deje de captar fondos en este sistema.

3. Al funcionar el sistema financiero dentro de un régimen de encajes fraccionarios, se crea una peligrosa confusión entre sus dos servicios fundamentales, esto es, entre sus servicios monetarios y crediticios. Bajo este régimen, los bancos reciben recursos en la forma de diferentes tipos de depósitos, tanto de los ahorristas interesados en participar en el mercado de crédito, como de los agentes económicos interesados en el uso de los instrumentos alternativos de pago que ofrece el sistema. Con los recursos así obtenidos los bancos constituyen reservas para hacer frente a las órdenes de pago de sus clientes, y prestan el remanente a los demandantes de ahorro. Esta confusión de fuentes y usos de fondos hace que una perturbación a la normal prestación de uno de los servicios mencionados provoque inevitablemente serias dificultades para la prestación del otro.

Técnicamente, lo que ocurre en un sistema de encajes fraccionarios es que, a partir de la base monetaria, el sistema financiero

crea "dinero bancario" (depósitos), el que resulta ser la contrapartida de la oferta nominal de crédito. En este sistema el dinero y el crédito inevitablemente se crean y destruyen al mismo tiempo. Esto es lo que ha motivado la repetida presentación de diversas propuestas de reforma financiera basadas en un encaje del 100 por ciento sobre los depósitos.

De esta tercera observación concluimos que para lograr la estabilidad del sistema financiero resulta sumamente aconsejable separar totalmente la función de prestar servicios monetarios de la de prestar servicios crediticios.

#### Propuesta de Reforma

A continuación describimos una posible estructura funcional para el sistema financiero, que no adolece de los problemas mencionados anteriormente.

Las características principales de la estructura que presentamos aquí son las siguientes:

- a) Los activos monetarios del sector privado están plenamente garantizados por la autoridad monetaria.
- b) El crédito privado no goza de garantía estatal.
- c) El sistema financiero no presta ni toma prestado fondos del Banco Central.

En esta estructura, cada banco actualmente operando debería particionarse en dos entidades diferentes, patrimonialmente independientes.

Una de estas entidades, a la que seguiremos llamando "banco," estaría fundamentalmente dedicada a prestar servicios monetarios. La otra, a la que llamaremos "financiera," estaría dedicada exclusivamente a prestar servicios crediticios.

Los nuevos bancos sólo captarían depósitos a la vista no remunerados. Estos depósitos estarían sujetos a un encaje del 100 por ciento. Además del servicio de cuentas corrientes, los bancos seguirían prestando sus otros servicios monetarios usuales, tales como giros, transferencias, etc. También podrían actuar como intermediarios, sin tomar riesgo alguno, en un mercado de aceptaciones bancarias. La Base Monetaria (contrapartida del Circulante y de los encajes sobre los depósitos) debería ser idealmente respaldada por Reservas Internacionales en un 100% a través de la operatoria de una Caja de Conversión, tal como lo describiéramos oportunamente en (1).

Las nuevas financieras sólo podrían tomar depósitos a plazo fijo y con cláusulas de remuneración a ser libremente determinadas por las partes. Estos depósitos no gozarían de garantía estatal, y no estarían sujetos a encaje legal. Los fondos así obtenidos se colocarían como préstamos al sector privado.

Los certificados de depósito en las financieras, que podríamos llamar "certificados de participación" en la cartera activa de estas entidades, tendrían las características usuales de los bonos. En particular, serían negociables en el mercado de valores. Estos bonos permitirían consolidar las necesidades financieras de personas físicas y jurídicas para las que no es posible emitir sus propias obligaciones negociables en el mercado de capitales, así como también las necesidades de financiamiento a corto plazo de grandes empresas con suficiente reconocimiento público como para emitir sus propios bonos.

En caso de producirse una corrida contra una financiera, ésta estará habilitada para suspender unilateralmente el pago de sus certificados de participación por un período de hasta 180 días, manteniéndose el resto de las condiciones originariamente pactadas. De no ser posible el restablecimiento de la actividad normal dentro de ese período, la financiera sería declarada en quiebra, y los tenedores de sus certificados de participación serían compensados con el producto de la liquidación de su cartera activa. Este procedimiento, equivalente a una autoconvocatoria, elimina la necesidad del Banco Central de intervenir como prestamista de última instancia en caso de una corrida. A fin de evitar posibles arbitrariedades sería conveniente que la suspensión de pagos sea previamente autorizada por el ente regulador de las entidades financieras.

La supervisión de las financieras estaría totalmente fuera de la jurisdicción del Banco Central, el que se encargaría exclusivamente de supervisar a los bancos privados. El organismo regulador de las financieras debería publicar periódicamente índices de riesgo de la cartera activa de cada entidad supervisada.

El normal funcionamiento de este sistema requiere que el Sector Público deje de ser el principal tomador de fondos del sistema y que a la vez no compita con las entidades privadas por los fondos del público gracias a la garantía implícita que posee. El primer objetivo se logra a través de la no imposición de encajes sobre los depósitos en las financieras. Las financieras que deseen adquirir títulos públicos lo harán a su propio riesgo y el de sus depositantes, los cuales deberán ser debidamente informados acerca de la composición de la cartera de la entidad en la cual invierten. El segundo objetivo requiere de restricciones explícitas sobre la posibilidad de captación de fondos a interés por

parte de las financieras estatales. Una alternativa, que ya fuera mencionada en (2) es la de que las entidades financieras estatales solo puedan captar depósitos de otras entidades del Sector Público.

Hemos descripto los lineamientos básicos de un sistema financiero en el cual no haría falta el rol regulador del Banco Central como prestamista de última instancia. En este sistema se separa totalmente la generación de dinero (el medio legal de pago) de la generación de crédito a lo largo de las líneas establecidas en la ya clásica propuesta de Henry Simons (3). En caso de una corrida generalizada sobre las entidades financieras, serían los depositantes de las mismas los que afrontarían la pérdida transitoria de liquidez. En el sistema actual, en caso de una corrida, es toda la población la que debe pagar el costo de la inflación resultante de la emisión que debe realizar el Banco Central.

El sistema que proponemos no es nuevo para los Argentinos. Durante las corridas de Mayo y Junio de este año, el Banco Central autorizó restricciones al retiro de efectivo de los bancos y el resultado fue que los pagos con cheque sufrieron un descuento significativo respecto a los pagos en efectivo. En nuestro sistema, no existirían restricciones sobre los depósitos a la vista ya que éstos tendrían 100% de encaje. El descuento, que sería determinado por el mercado en caso de recurrirse a la suspensión temporaria de los pagos, sólo recaería sobre los certificados de participación en las entidades financieras. Se asegura de esta manera la estabilidad del medio legal de pago, en tanto que el costo de la inestabilidad recaería exclusivamente sobre los inversores en las financieras y en directa proporción a la calidad de la cartera activa de cada entidad.

## Referencias

(1) Almansi, A. y C. Rodríguez. "Una Reforma Monetaria Contra la Desconfianza y la Hiperinflación." *Ambito Financiero*, Miércoles 26 de Abril de 1989, página 4. (Reproducido en este Documento de Trabajo.)

(2) Rodríguez, C. "El Problema Fundamental del Sistema Bancario." *Ambito Financiero*, Miércoles 5 de Julio de 1989, página 14. (Reproducido en este Documento de Trabajo.)

(3) Simons, H. Economic Policy for a Free Society. The University of Chicago Press, 1948.