

Típo de documento: Seminario 11/1991

Centro de Investigaciones Económicas: Serie Seminarios

Agenda 1992 para una discusión sobre el Banco Central Argentino

Autoría: Arnaudo, Aldo A. (*Universidad Nacional de Córdoba*)

Año de publicación: 1991

¿Cómo citar este trabajo?

Arnaudo, A. (1991). "Agenda 1992 para una discusión sobre el Banco Central Argentino". [Seminario]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella.

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/5702>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 2.5 Argentina (CC BY-NC-SA 2.5 AR)

Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

INSTITUTO T. DI TELLA
BIBLIOTECA DE CIENCIAS SOCIALES

**Instituto
Torcuato
Di Tella**



**Centro de
Investigaciones
Económicas**

**Agenda 1992 para una
discusión sobre el
Banco Central Argentino**

Aldo A. ^{Arnaudo} Arnaudo
Universidad Nacional de Córdoba

**Seminario 11/91
Día: Miércoles 3 de diciembre
Hora: 9**

Aldo A. Arnaudo

1. Cinco Problemas Esenciales

1990 se caracterizó por la discusión de los problemas asociados con el banco central y por la presentación de varios proyectos de modificación a la legislación actual, congruentes con visiones alternativas. En ese año, al proyecto Olivera-Romero, formulado por el primero y presentado al Senado por el segundo el año anterior, se agregaron el preparados por la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), el oficial preparado por el mismo Banco Central y los de los diputados Domínguez, Sacks y otros, y Estévez Boero. Lamentablemente, la inflación despertó de nuevo a fines de ese año y en 1991 se implementó un plan de estabilización basado en la convertibilidad del austral, el cual modificó, aunque no se sabe muy bien como y en cuanto, las normas jurídicas que regían el funcionamiento del Banco Central de la República Argentina. La llamada Ley de Convertibilidad impuso una pausa transitoria; sin embargo, los problemas latentes están lejos de haber desaparecido, y ahora, cuando la sociedad argentina está dispuesta a aceptar la estabilidad de precios como algo permanente y hacer lo necesario para lograrla, parece el momento propicio para una reflexión actualizada.

Esta reflexión parte de tres presupuestos iniciales, a saber, el examen es dirigido hacia cuestiones esenciales, se basa en una interpretación personal de las normas constitucionales y hace abandono de la hipótesis que la soberanía monetaria y el señoraje son elementos decisivos. Como se ve, dichos presupuestos implican cuestiones bastante disímiles entre sí y, como es de esperar, solo serán considerados en detalle los problemas mencionados en primer término, que pueden sintetizarse en cinco aspectos: objetivo del banco central (Sección 2), discrecionalidad acordada a sus autoridades (Sección 3), facultades y restricciones para alcanzar aquellos objetivos (Sección 4), identificación de la autoridad que establece el régimen y tipo de cambio (Sección 5) e independencia acordada a la institución (Sección 6). Esta enumeración no agota las funciones que muchas veces se asocian al banco central, por

ejemplo, garantía de los depósitos del sistema financiero, supervisión de las instituciones financieras, agente financiero del Gobierno, etc., porque en la práctica y en la experiencia de otros países son factibles de ser cumplidas por otros organismos, sin desnaturalizar el carácter de aquél.

La interpretación constitucional merece alguna consideración previa, máxime si el título menciona discusión, cuando en realidad correctamente debería limitarse a la problemática económica. Una corriente de opinión sostiene que la naturaleza del banco central debe encontrarse en la letra de las disposiciones constitucionales, pero esta interpretación literal restrictiva no se concilia con la práctica ensayada para solucionar problemas económicos concretos. En efecto, los fenómenos económicos han demostrado ser cambiantes en el tiempo, tanto o más que los avances tecnológicos, y muy pocas personas estarían dispuestas a considerar que los redactores de la Constitución Nacional, por más inteligentes y precavidos que hayan sido, pretendieron anticipar hechos que acontecerían un siglo después. Habría que hacer mucho esfuerzo para aceptar que la navegación aérea está expresamente contemplada en las disposiciones del Art. 67, inc. 9 y 12, que las garantías contra la irrupción de factores externos en la vida privada de los ciudadanos (prensa, interceptación de las llamadas telefónicas, etc.) están suficientemente reconocidas por la inviolabilidad de la correspondencia (Art. 18), que a los medios de comunicación modernos no son extensivas las garantías de la libertad de imprenta consagrada en el Art. 19, y al igual que muchos otros casos más.

Esta interpretación literal, que acude exclusivamente al texto y no tiene en cuenta el espíritu de la Constitución, es todavía más imperfecta cuando se intenta aplicarla a problemas económicos. El debate aún vigente en torno a la distribución de las facultades impositivas entre los distintos niveles de gobierno y la definición de impuestos directos e indirectos son buenos ejemplos de ello. Las cuestiones monetarias también lo son, y poseen una interesante historia, que por menos conocida no es menos real. Los constituyentes desde luego no podían imaginar un banco central, institución que aparecería e iría progresivamente delimitando sus funciones bastante tiempo después, y además vivían en un ambiente donde cada provincia tenía su propia moneda; esas razones explican las disposiciones del Art. 67, inc. 5 y 10. Son compatibles esas disposiciones, que prevén la creación de un banco nacional con facultades de emitir billetes, hacer sellar moneda, fijar su valor y establecer el de las extranjeras, con la Ley 2216 de Bancos Garantidos, aprobada por el Congreso en 1887, según la cual

"toda corporación o toda sociedad .. podría establecer ..(un).. Banco de depósitos y descuentos con facultad de emitir billetes garantidos.." (Art. 1) y que tales billetes "tendrán curso legal en toda la República y fuerza chancelatoria para toda obligación que deba ser satisfecha en moneda legal por su valor a la par y serán recibidas en pago de todo impuesto nacional o provincial" (Art. 31)?.

El tercer presupuesto mencionado al comienzo se refiere a la soberanía monetaria y al señoraje. Es tradicional que la emisión de moneda se haya incluido como atributo del Estado, quizás un resabio de la facultad del príncipe para hacerlo o de la limitación de una economía para integrarse geográficamente en forma completa. Hoy el uso de la moneda está determinado por otros factores, en particular por los denominados costos de transacción, al margen de lo que la autoridad gubernamental disponga en la materia. En su forma externa, se ha comprobado que la dolarización -o en general cualquier sustitución de moneda nacional por moneda extranjera- responde a una decisión de los agentes económicos, y no a una decisión de la autoridad. En suma, creer que el Estado tiene capacidad irrestricta para emitir moneda es un artículo de fé completamente en desuso. A este poder bastante condicionado de soberanía monetaria del Gobierno, debe agregarse su incapacidad para recoger señoraje en una magnitud significativa. El señoraje, esto es, el ingreso obtenido por el Estado como consecuencia de su atributo de emitir moneda -ya que el impuesto inflacionario desaparecería en una economía estable- se ha argumentado que es una fuente de recursos a la cual es inconveniente renunciar. El ingreso por señoraje en un país con una economía estable es infimo, todavía más si se descuentan los costos de la emisión monetaria, que se suponen nulos pero en realidad no lo son.

2. Objetivos del Banco Central

Los objetivos que debe cumplir un banco central en una economía moderna son un tanto difusos y muy controvertidos. Si bien la polémica ha existido desde siempre, a ella no han sido ajenos los fenómenos económicos que en su momento aconsejaron acordarle facultades a esa institución y que luego constituirían las funciones propias del banco central. Según la tradición británica, un banco central debe proveer fondos a las entidades financieras en los momentos de crisis cuando los depositantes retiran sus depósitos y se pierde confianza en el sistema. El consejo de Bagehot en estos casos sintetiza la política a seguir, prestar cuanto se demande a entidades sanas y a una tasa de interés superior a la de mercado. De esta forma se protege el stock monetario, se consolida al sistema financiero (antes que

entidades individuales), se sigue una conducta consistente en el largo plazo, se previenen crisis financieras y se brinda seguridad al público. Que este sistema tuvo éxito en ese país lo prueba el hecho que no se produjeron crisis importantes desde el último cuarto del siglo pasado, no obstante no existir la garantía estatal de los depósitos bancarios que se puso de moda a partir de la depresión subsecuente a 1929.

Otra tradición proviene de Estados Unidos, nación geográficamente muy extensa y con una actividad económica bastante diseminada, al menos a principios de siglo. Allí existían diferencias estacionales muy marcadas en las tasas de interés vigentes en las distintas regiones, consecuencia de una distribución asimétrica de la oferta de depósitos y de la demanda de crédito al sistema financiero. Si fuera posible transferir en forma fácil y barata los excedentes de capacidad prestable desde las regiones que los tuvieran hacia las regiones que los necesitaran, las tasas de interés bajarían y serían uniformes en el año, tarea que debía cumplir el Sistema de la Reserva Federal (la denominación que tomó el banco central norteamericano) y sus agencias regionales. Desde su origen la institución fue regional, porque regional fue su objetivo, algo difícil de imaginar en nuestros días habida cuenta del avance de las comunicaciones. Que también tuvo éxito lo demuestra el descenso y la uniformidad de las tasas de interés luego de su creación. La preocupación por la concentración de reservas, de oro en un régimen que tenía a ese metal como patrón, proviene de la misma causa: poder transferirlas a otras regiones; es más, dicha concentración sería eficiente si a los bancos privados se les permitiera ser accionistas de los bancos regionales de la Reserva Federal.

Sin embargo, las autoridades norteamericanas encargadas de establecer instituciones económicas se guardaron muy bien de copiar experiencias europeas, dígame británica, ante el peligro que ellas llevarán a una concentración de poder completamente reñida con sus principios republicanos. Una institución por arriba de los bancos privados, entidades ya de por sí poseedoras de un poder injustificado para su ideología democrática, sería propensa a excesos que convenía prevenir; aún cuando no fuera una entidad privada, tal cual lo era entonces en Gran Bretaña el Banco de Inglaterra, sino una institución pública, lo mismo no estaban dispuestos a una concesión de esa naturaleza. Dicho sea de paso, se ha indicado con gran dosis de verdad que una entidad privada como el Banco de Inglaterra cuidaba mejor el interés de la sociedad que la mejor institución pública.

Estos antecedentes iniciales se materializaron en un contexto caracterizado por la ausencia de control monetario estatal; el patrón oro prevalecía sobre cualquier otra consideración y toda emisión monetaria se realizaba con respaldo total de metal. El Gobierno se limitaba a fijar la cantidad de oro a la cual daba derecho la tenencia de moneda papel. Mas cercano en el tiempo se otorga al banco central la facultad exclusiva de emitir moneda y se reemplaza la vinculación unívoca que existía bajo el patrón oro por relaciones menos exigentes. En otros términos, el banco central pasa a regular la cantidad de moneda, supuestamente para lograr otros objetivos económicos, y a ser el ejecutor de la política monetaria.

Especialmente después de la Segunda Guerra, se asignaron posibilidades prácticamente omnipotentes a la política monetaria, fijando sus objetivos en lo que Friedman ha llamado la "santisima trinidad", crecimiento económico, plena ocupación de la mano de obra y estabilidad de precios; alguien agregaría requerir también equilibrio en la balanza de pagos. A poco de andar se comprobó que el banco central no podía alcanzarlos y que con mucha frecuencia no eran simultáneamente compatibles. Primero, responsabilizar a las autoridades del banco central por el cumplimiento de esos tres objetivos significa atribuirles una tarea ciclópea pues ellos dependen tanto de decisiones de instituciones públicas como de decisiones de agentes privados. En consecuencia, no es extraño que los informes de esas autoridades estén plagados de excusas por no haberlos conseguido, descargando su responsabilidad en otros intervinientes, y de afirmaciones que su conducta ha sido la óptima dadas las circunstancias. Segundo, los tres objetivos no siempre son compatibles entre sí y por consiguiente debe concederse prioridad a alguno de ellos. El mejor ejemplo es la creencia generalizada hasta no hace mucho tiempo que es posible lograr un crecimiento más rápido o una ocupación mayor si se renuncia a la estabilidad de precios y se admite un poco de inflación; con el argumento inverso se acostumbra decir que la estabilidad de precios solo puede alcanzarse con medidas recesivas. No viene al caso discutir en detalle estos puntos sino poner en evidencia que la compatibilidad de objetivos no debe darse por asegurada.

La legislación argentina inicial sobre banco central (1935) en materia de objetivos, así como los cambios introducidos desde su creación, no ha escapado a estas polémicas. Cuál es la situación en el presente?. Desde luego no cabe esperar una repuesta aceptada en forma unánime, pero existe consenso generalizado dentro de la profesión de economistas que la tarea de las autoridades del banco central y el objetivo de la

política monetaria es buscar la estabilidad de precios, en forma exclusiva dirán muchos. Este consenso no parece extenderse de manera exclusiva a los economistas sino también es aceptado por algunos políticos, que si bien no renuncian por completo a los otros objetivos de la "santísima trinidad" ponen la estabilidad de precios como condición para obtenerlos (Cuadro 1). El objetivo de estabilidad de precios puede expresarse en otros términos, mantener las funciones de la moneda o del dinero, que exige la estabilidad como requisito esencial. El crecimiento económico y la plena ocupación son descartados en cuanto metas concretas, y quedan como elementos de retórica para las expresiones de deseos de cualquier autoridad pública.

Pero la definición misma de estabilidad de precios tiene sus bemoles. Para empezar, debe entenderse que se trata de perseguir la estabilidad de los precios internos o de la estabilidad de precios para las transacciones con el exterior, la del tipo de cambio?. Tampoco esta dos alternativas son compatibles en todos los casos. La experiencia argentina reciente de un tipo de cambio libre provee un buen ejemplo: las compras o ventas de divisas por el banco central a fin de mantener un tipo de cambio estable resultaban en un aumento o disminución de la emisión monetaria que luego se trasladaba a los precios internos. Cualquiera sea la solución para esta ambigüedad original, el banco central no puede decretar la estabilidad de precios, sino seguir una política monetaria conducente a tal objetivo. Los instrumentos para alcanzarla, conocidos como metas operativas, son varios y tienden a modificar ciertos agregados monetarios, algunos bajo su control directo, otros no tanto. La relación cuantitativa entre estos agregados monetarios, que constituyen sus metas operativas, y la estabilidad de precios suele dar lugar a la expresión popular que los precios crecen a largo plazo en proporción a la cantidad de dinero.

Sin embargo, conviene refrescar con detalle y precisión algunos conceptos. Los agregados monetarios corrientemente utilizados son la base monetaria (M0), cantidad de billetes y monedas emitidos por el banco central; los activos monetarios, o dinero según una acepción restringida (M1), billetes y monedas en poder del sector no financiero y depósitos en cuenta corriente (retirables por cheque) realizados por el público en el sector bancario; y los activos financieros (M2 si se refiere al sector bancario y M3 si se refiere a todo el sector financiero), activos monetarios más depósitos a plazo. M0 es un instrumento directo para el banco central en un régimen cambiario libre donde no está obligado a comprar o vender divisas; M1, M2 y M3 son indirectos y constituyen las típicas metas operativas. Estos conceptos pueden ser objeto de

Cuadro 1. Objetivos del Banco Central y de la Política Monetaria

Régimen	Desarrollo Económico	Ocupación	Estabilidad de Precios
Actual	x	x	x
Proyecto Olivera-Romero			x a/
Proyecto FIEL			x
Proyecto oficial			x a/
Proyecto Domínguez	x		x b/
Proyecto Sacks y otros	x		x b/
Proyecto Estévez Boero	x		x b/
Ley de Convertibilidad			x

Notas: a. Salvaguarda del poder adquisitivo o funciones del dinero; b. Es condición o antecedente del otro objetivo

modificaciones, calificaciones o ampliaciones, pero ellas no significan un cambio esencial, y precisamente el comportamiento del banco central se juzga mirando estos agregados.

El banco central no posee control directo sobre los precios, debe influir a través de uno o mas de los agregados M0, M1, M2 o M3 para que aquéllos sigan una determinada tendencia. La primera cuestión reside en elegir, ya que dichos agregados normalmente no registran una evolución uniforme a través del tiempo, el agregado que tenga mayor correlación con los precios. La evidencia empirica de casi todos los países acerca del cumplimiento de esta condición no es concluyente; es más, algunos economistas sostienen que una mejor relación se encuentra con el crédito acordado al público por el sector financiero, y que por consiguiente es la meta operativa más conveniente. Volviendo a los agregados monetarios, en principio debería esperarse que la mejor relación se hallase con M1, formado por activos monetarios que se utilizan en las transacciones económicas corrientes e intervienen en la determinación de los precios. En cambio, M2 (o M3) están compuestos por la suma de M1, destinado a transacciones económicas corrientes, y de M2-M1 (o de M3-M1) (depósitos a plazo que ganan interés), destinado por los agentes económicos para efectuar el ahorro financiero.

Concediendo el paralelismo entre precios y meta operativa, si la segunda se mantiene invariable se lograría la estabilidad de precios. Es conveniente que la meta operativa permanezca constante? La repuesta es negativa por dos causas principales. Primero, porque toda meta operativa puede ser modificada por innovaciones financieras introducidas por el público, vale decir, por la aparición de nuevos instrumentos financieros o por el distinto uso de los existentes. Para neutralizar ese fenómeno sería necesaria una redefinición permanente de los agregados monetarios, camino poco alentador seguido por algunos países sobre la base de la experiencia norteamericana. Segundo, porque siendo el crecimiento una característica de todas las economías, una meta operativa constante implicaría un descenso forzoso de los precios para permitir transacciones reales en aumento, una política tampoco muy acertada.

A pesar de no poder establecer de antemano un valor preciso para la meta operativa conducente a la estabilidad de precios, es posible mencionar empero algunas condiciones que debe cumplir. La primera sería la elección de un valor consistente a largo plazo con dicha estabilidad -o con un crecimiento de precios muy bajo, para muchos un objetivo mas razonable y equivalente a aquélla- o con una reducción de la inflación, si

existiera. Obviamente este principio es aplicable a una inflación baja, y no a las inflaciones altas que tratan de combatirse con planes de estabilización. La segunda sería la persistencia de tal política a través del tiempo y la confianza de los agentes económicos que el banco central habrá de seguirla. A esto tienden las exigencias o las prácticas de algunos países de declararlas en forma pública, aunque ello no signifique que efectivamente se lleven a cabo.

Una política monetaria donde las metas operativas se ponen en términos de agregados monetarios y se propone la estabilidad de precios, difiere radicalmente de la posición tradicional donde la meta operativa es la tasa de interés y el objetivo lograr su estabilidad, supuesto que la de precios se ha conseguido o no es una cuestión importante. El cambio de énfasis proviene de la preocupación actual por la evolución de los precios o por las perturbaciones inflacionarias antes que por la evolución de la tasa de interés. Un análisis del supuesto de elección de la tasa de interés como meta operativa, tendría hoy un interés académico y poco práctico. No obstante, lo anterior no implica que el banco central se desentienda por completo de la tasa de interés, pero si quiere influenciarla lo hará actuando sobre los agregados monetarios y buscando un nivel compatible con la estabilidad de precios.

3. Reglas versus Discreción

Si las autoridades del banco central persiguen la estabilidad de precios, aunque esa estabilidad no depende exclusivamente de sus decisiones, y para ello instrumentan una política consistente manifestada en la fijación de sus metas operativas (los agregados monetarios), la pregunta inmediata es: deben contar con completa libertad o deben estar constreñidas a seguir patrones prefijados?. Este interrogante, conocido como el debate de reglas versus discreción, tiene una importancia fundamental. Presentada la elección en términos dicotómicos, toda regla o absoluta discreción, la realidad debe resolver un problema mas ambiguo, cuanto de reglas y cuanto de discreción. No obstante, el examen de las ventajas de uno y otro sistema (y por consiguiente las desventajas del contrario) sirve para ilustrar la respuesta concreta.

El sistema de discreción parece mas conveniente que el de reglas: cualquier acontecimiento que afectara la estabilidad de precios podría ser corregido por el banco central alterando sus metas operativas. Dicha optimalidad ocurriría solo si sus autoridades actuaran correctamente ante las dificultades, pero

siendo seres humanos y no semidioses, el punto es cuestionable. No viene al caso considerar un sistema cuyos operadores son perfectos -normalmente todos los sistemas son perfectos si lo son sus operadores-, sino las razones por las cuales pueden dejar de serlo. Esas razones hacen a la elección de las metas, a la información sobre los acontecimientos relevantes, al momento cuando se toman las decisiones y al tiempo necesario para que ellas den resultados.

En primer lugar, puede ocurrir que las autoridades del banco central en algún momento pierdan el convencimiento que deben perseguir la estabilidad de precios, sea porque crean son factibles otros objetivos o porque estimen que en una circunstancia particular aquel objetivo debe ser abandonado en aras de consideraciones superiores. No hace falta más que recordar que el banco central puede financiar los déficits del Gobierno para apreciar cuan frágiles y sujetas a tentación pueden ser las opiniones de sus autoridades. Aún cuando estas prevenciones no se aplicaran, es común mencionar que los bancos centrales tienen una tendencia inflacionaria immanente. Una disposición responsabilizando al banco central por la estabilidad de precios presumiblemente evitaría dichos inconvenientes.

En segundo lugar, las autoridades del banco central deberían disponer de información relevante y unívoca (no ambigua como frecuentemente se presenta, p.e. en algo tan simple como si el presente se caracteriza por recuperación o por recesión) sobre los acontecimientos económicos y sobre los sucesos en los mercados, mejores que la de los agentes privados. Si la tarea encargada a oficinas técnicas o estadísticas fuera perfecta, estarían en condiciones de aprovechar esta asimetría y lograrían finalidades de interés general que dichos agentes no se propondrían por sí mismos. Si, por el contrario, banco central y agentes privados dispusieran de la misma información, éstos por lo corriente se adelantarían a aquél, que no haría otra cosa que convalidar las decisiones del sector privado. Otra alternativa es que ambos compartieran idénticos objetivos, en cuyo caso no se presentaría problema alguno, pero entonces cabría preguntarse por la función del banco central. Que el banco central tenga mejor información, y que la aproveche, es asunto controvertido, y muchos se inclinan decididamente por la negativa. En el mejor de los casos el problema no puede ser resuelto en general, dependiendo de la experiencia de cada país y momento.

Tercero, con mejor información que el público y con su aprovechamiento correcto, las autoridades del banco central pueden caer en demoras para tomar sus decisiones, de modo que cuando lo hacen carezcan de efecto. Y esta posibilidad lleva a

la cuarta limitación, consistente en el tiempo indispensable para que una decisión correcta y temporánea se efectivice en el resultado deseado. A no ser que el efecto se produzca inmediatamente, en el interín la autoridad muchas veces se pone impaciente, cree que su medida no ha sido eficaz, toma otra distinta, genera un estado de confusión e incertidumbre bastante grande, y finalmente termina con la no obtención de los resultados apetecidos.

Estas objeciones indicarían que la elección de la discrecionalidad ha sido incorrecta y que uno debería haberse inclinado por reglas; las autoridades del banco central se ajustan a patrones de los cuales no pueden apartarse. En ese caso es aplicable un argumento similar al anterior, la regla debería ser perfecta, y si la regla fuera perfecta el sistema lo sería por esa razón. La petición de principio en el supuesto de discreción se traslada al caso presente. Toda regla es permanente, debe aplicarse aún cuando aparentemente no sea conveniente en el corto plazo, pues a largo plazo lo será. Este es su costo, la inflexibilidad, a ser comparado con el de seguir la discreción. Buscando la permanencia, se ha propuesto que debe recaer sobre M0, magnitud establecida por decisión exclusiva del banco central, y no sobre M1, M2 o M3, puesto que ella puede ser interferida o anulada por la conducta del público.

Toda regla asimismo debería ser suficientemente sencilla para poder controlarla y no caer en forma velada en la discrecionalidad. Qué reglas sencillas están disponibles?. Una posibilidad, que no constituye propiamente una regla, consistiría en dolarizar oficialmente la economía, esto es, renunciar a una moneda nacional y adoptar la de otro país, la norteamericana por ejemplo. Los dos casos de dolarización legal que suelen mencionarse, el de Panamá y de Liberia, son excepciones y no alternativas políticas concretas. Renunciar a una moneda nacional, en cuanto decisión voluntaria del Gobierno, es cosa distinta de la renuncia del público a mantener moneda nacional, fenómeno típico de las hiperinflaciones, o de inflaciones altas y control de las tasas de interés. Siempre se ha considerado la dolarización (o en general cualquier sustitución de moneda) un fenómeno transitorio y patológico que tarde o temprano desaparece. A todo gobierno le conviene una moneda nacional por la posibilidad de financiar parcialmente el presupuesto gubernamental, sea por medio del señoraje o por medio del impuesto inflacionario. Birnbaum hace varios años, al estudiar las ventajas y desventajas de la dolarización de una economía, la aconsejaba para países con propensión a generar déficits fiscales.

La regla más antigua, aconsejada por algunos economistas, es la disciplina del patrón oro: la emisión y la reducción de la cantidad de moneda se hace con exclusividad mediante la compra y venta, respectivamente, de oro, de divisas en los días presentes. El agregado monetario MO, igual al pasivo del banco central dado el tipo de cambio entre la moneda nacional y la extranjera, no depende de ninguna variable doméstica, las cuales deben ajustarse a las entradas o salidas de oro. Por ejemplo, si un país agroexportador perdiera una cosecha, su banco central sufriría una salida de oro porque no podrían abonarse todas las importaciones con el producido de las exportaciones, esa salida de oro implicaría una reducción de MO, que a su vez se trasladaría a una reducción de M1 y de los demás agregados monetarios, y a la disminución de los precios internos, todo lo cual finalmente induciría una entrada compensatoria de oro para aprovechar los menores precios del país. Los precios internos y las variables económicas domésticas son "disciplinadas", esto es, sujetas a esta regla. Las autoridades del país nada pueden hacer en materia monetaria para incentivar o reducir el nivel de actividad económica, pero en cambio habrían logrado la estabilidad de precios de largo plazo, a pesar de los desajustes de corto plazo que pudieran presentarse.

La disciplina del patrón oro debe distinguirse del actual régimen de convertibilidad, aún cuando potencialmente es posible cambiar la moneda nacional por oro y divisas. Eso ocurre únicamente con MO, un agregado doméstico que es convertible, y no con todos los pasivos del banco central, que incluyen pasivos externos sin garantía de convertibilidad. En otros términos, en el régimen de patrón oro es factible convertir toda la moneda nacional, el banco central se quedará sin oro pero también sin deudas; en el régimen de convertibilidad es factible vender todas las divisas si MO se convirtiera en su totalidad, pero el banco central quedaría adeudando sus créditos externos. No cabe olvidar que la convertibilidad y la fijación del tipo de cambio por las autoridades legislativas tuvieron por objeto la estabilidad de los precios internos. Como se aprecia, si bien relacionadas, ambas cosas distan de ser idénticas, ancla para los precios internos o régimen de creación monetaria.

La regla friedmaniana es una segunda posibilidad: los agregados monetarios crecen a una tasa uniforme a través del tiempo, y esa tasa debería igualar la tasa de crecimiento del producto a largo plazo. Si las transacciones económicas son proporcionales al producto, se obtendría estabilidad de precios; si el crecimiento de los agregados monetarios discrepara (hacia arriba, pues la alternativa contraria carece de sentido práctico) del crecimiento del producto real, habrá aumento de

precios (inflación), y si éste fuera pequeño, eventualmente podría resultar deseable. La regla posee varias maneras de implementación, con M0 que tiene la ventaja de ser gobernable, por el banco central, con M1 que está relacionado con las transacciones económicas, con M2, etc.

Otra regla es la fijación de metas operativas acordes con el ingreso nominal esperado, es decir, el crecimiento real del producto y un nivel de precios (o de inflación) predeterminado. Esta alternativa en cierta manera implica una flexibilización de la regla friedmaniana para hacerla aplicable a situaciones concretas, dando alguna discrecionalidad a las autoridades del banco central. Con el ingreso nominal esperado se hacen patentes las opiniones optimistas o pesimistas, realistas o exageradas, de esas autoridades respecto a la evolución económica, más precisamente, sobre el comportamiento futuro del producto, y por exclusión sus decisiones sobre la estabilidad de precios. La discrecionalidad absoluta puede reducirse poniendo reglas en función de lo acontecido en el pasado (p.e. el crecimiento del producto o de los precios no puede superar en un trimestre una proporción de los observados en el trimestre anterior).

En otro orden de cosas, quienes abogan por reglas creen a pié juntillas en el funcionamiento de los mercados, y quienes abogan por discrecionalidad creen que los fenómenos erráticos pueden ser eliminados o morigerados con la intervención estatal. Sin embargo, por lo general los segundos están dispuestos a conceder que la discrecionalidad no debe ser total y que es necesario imponer restricciones a las decisiones del banco central (ver Cuadro 2).

4. Facultades y Restricciones

Las facultades del banco central nacen de su capacidad para emitir billetes y monedas (M0) y de su influencia sobre los demás agregados monetarios (M1, M2 y M3). Lo primero se hace a través de las operaciones típicas de creación monetaria, la compra o venta de oro y divisas, los préstamos y compras de títulos del Gobierno, y los redescuentos (en realidad, cualquier categoría de préstamo) al sistema financiero. Lo segundo, aparte de la influencia directa de M0 sobre M1, M2 y M3 se produce por los caminos, uno, fijando efectivos sobre los pasivos de las instituciones financieras, y otro, manipulando las tasas de interés de mercado por los depósitos y préstamos. Cada una de estas operaciones está sujeta a restricciones, sobreentendiendo que acá solo se consideran las cuestiones principales y se

Cuadro 2. Reglas o Discreción del Banco Central

Régimen	Discreción		Reglas
	Amplia	Restringida	
Actual	X		
Proyecto Olivera-Romero		X	
Proyecto FIEL		X	
Proyecto oficial			X
Proyecto Domínguez		X	
Proyecto Sacks y otros	X		
Proyecto Estévez Boero	X		
Ley de Convertibilidad			X

omiten aspectos de menor importancia por lo común establecidos en la legislación regulatoria.

Yendo a las facultades sobre la determinación de MO y a la operación típica mencionada en primer término, compra y venta de oro y divisas, obviamente es la única fuente de emisión (o cancelación) monetaria en un régimen de patrón oro. En la actualidad los bancos centrales están habilitados para comprar y vender oro y divisas, aunque sin afectar necesariamente MO si en forma simultánea realizan operaciones de intervención compensatorias de aquéllas. En ausencia de la relación unívoca del régimen de patrón oro entre existencias de oro y divisas, y magnitud de MO, se acude normalmente a una restricción sobre éste en función del volumen de aquéllas, apareciendo como consecuencia la clásica regla que condiciona la máxima emisión posible al monto de oro y divisas.

Las operaciones de compra y venta de oro y divisas por el banco central dependen asimismo del régimen de cambios, se trate de uno con tipo de cambio fijo asegurado por aquél o de uno con tipo de cambio libre establecido por el mercado. En el primer caso MO estará influido por ese compromiso y, si así lo decidiera y pudiera hacerlo, podrá compensar esas operaciones con otras (distintas de las con oro y divisas) en sentido contrario. En el segundo MO es independiente de las transacciones realizadas en el mercado, sin perjuicio que el banco central pueda intervenir comprando o vendiendo divisas como cualquier agente privado. Dichas intervenciones suelen tener por objeto mantener las fluctuaciones del tipo de cambio dentro de cierta banda -no cualquiera sino una factible- en un régimen de tipos libres. Ese mecanismo es adoptado por el régimen de convertibilidad argentino aún cuando, dadas las pequeñas fluctuaciones de mercado, muchas personas lo calificarían como de tipo de cambio fijo. La relación práctica de 1 a 1 entre MO, y oro y divisas valuados al tipo de cambio fijado por ley, permitiría la convertibilidad de los pasivos domésticos del banco central. En el pasado, cuando estaba vigente el régimen de patrón oro y se presentaron circunstancias anormales (guerra, depresión), la convertibilidad fué suspendida para evitar la huida de oro y divisas.

Una apreciación cuantitativa de las variaciones de MO consecuentes a devaluaciones de un tipo de cambio fijo es imposible. Si el tipo fijado estuviera por debajo del correspondiente a un mercado libre, en 5% por ejemplo, no se podría determinar con precisión la proporción en que se reduciría MO porque la experiencia muestra que otros factores pasan a ser relevantes. Sostener un tipo fijo sobrevaluado lleva

a ventas de oro y divisas, y un banco central que solo tuviera parte de MO compensada con la existencia de aquéllas se verá enfrentado a serias dificultades ya que se presentarán "ataques especulativos".

La segunda operación típica, las compras y ventas de títulos del Gobierno, cumple dos funciones distintas, regulación del mercado monetario (las llamadas operaciones de mercado abierto) y financiación de los déficits presupuestarios. Las operaciones de mercado abierto influyen los agregados monetarios y la tasa de interés al aumentar o bajar el volumen de MO. Para ello el banco central debe contar previamente en su cartera con dichos títulos, situación normal pues es difícil que no se hayan presentado momentos cuando la emisión monetaria haya servido para financiar déficits del Gobierno. Nuestro pasado muestra un ejemplo, la creación del Banco Central de la República Argentina en 1935 fue acompañada por la asignación de títulos provenientes de desajustes presupuestarios acumulados, los cuales significaron casi un 30% de M¹). El banco central compra títulos al sistema financiero (o indirectamente al público) si considera que los agregados monetarios están en un nivel bajo, o que la tasa de interés es alta y desea bajarla, y hace lo opuesto si la situación es inversa, en suma, "navega contra la corriente" como se acostumbra decir. Si no posee títulos del Gobierno y no quiere constituir una reserva para hacer dichas operaciones pues equivaldría a originar un aumento permanente de MO, puede emitirlos por sí mismo y luego proceder a rescatarlos. Estas operaciones suelen significar pérdidas -a pesar que compre (venta) cuando la tasa de interés sea alta (baja) y la cotización de los títulos sea baja (alta)-, el costo de toda regulación monetaria.

La otra alternativa se presenta cuando el banco central, comprando títulos, acordando adelantos o efectuando operaciones similares, financia déficits presupuestarios corrientes con emisión monetaria. Si bien al contar con títulos del Gobierno se darían las condiciones para realizar operaciones de mercado abierto, por lo común el acudir en forma permanente a esta clase de financiación es típico de los procesos inflacionarios. Con estabilidad de precios tales operaciones carecen de sentido, estando autorizadas solo de manera transitoria y limitada cuando la situación presupuestaria lo requiera.

Las restricciones impuestas al banco central son distintas en cada uno de los dos casos. Las operaciones de mercado abierto son permitidas, sin limitación alguna, o bien hasta un límite determinado como proporción de MO o por una restricción indirecta sobre el volumen de éste. Las operaciones de

financiación del desequilibrio presupuestario deben ser transitorias y plenamente justificadas, y así se establecen restricciones vinculadas a los ingresos efectivos del Gobierno, y no a M0. Como se ha expresado, restricciones permanentes implicarían aceptar la financiación inflacionaria de déficits presupuestarios. El régimen de convertibilidad permite préstamos al Gobierno restringidos por el valor de mercado de títulos públicos emitidos en moneda extranjera (que se cuentan como oro y divisas); si recurriera permanentemente a emitirlos para que el banco central financiara sus déficits presupuestarios, su cotización caería y la capacidad de emisión monetaria se reduciría rápidamente.

En cuanto a la tercera operación típica, los redescuentos otorgados por el banco central a las entidades financieras, las restricciones no tienen carácter global como en los casos anteriores, vale decir, en el monto acordado a todas las entidades en un momento determinado. No obstante ellas existen y son de dos tipos, sobre la naturaleza del redescuento y sobre la relación con el capital de la entidad financiera deudora. En el primer aspecto, el redescuento suele limitarse a situaciones transitorias de illiquidez, u otras dificultades de ese carácter, debiendo ser devueltos en un plazo breve; en el segundo, a una proporción del capital propio de la entidad, por ejemplo, hasta este monto como máximo.

Las restricciones analizadas tienen consecuencias sobre M0, ahora corresponde examinar las que tienen relación con M1, M2 o M3, al margen del efecto de aquél sobre éstos. Las facultades del banco central para modificar los agregados monetarios mencionados en último término provienen de sus eventuales atribuciones para fijar efectivos sobre los pasivos (o depósitos) de las entidades financieras bancarias o no bancarias, y de alterar las tasas de interés para las operaciones activas o pasivas de esas entidades respecto a las de mercado. La última posibilidad se descarta, a no ser que se trate de un sistema financiero regulado, cuando el monto y la retribución de los activos financieros no están determinados por el mercado sino directamente por las disposiciones de la autoridad. Eso no significa que el banco central no actúe sobre las tasas de interés de mercado; como se ha visto, lo hace a través de las operaciones de mercado abierto cuando hay fluctuaciones transitorias, y en menor medida con sus tasas de redescuento.

Los efectivos mínimos que deben mantener las entidades financieras en proporción a sus pasivos pueden ser fijados por la legislación, sin posibilidad de cambiarlos sino por este

procedimiento. Una alternativa tan rígida es flexibilizada con la atribución al banco central de la facultad para modificarlos en alguna medida, partiendo de la definición legislativa básica. Otra flexibilización mayor consiste en concederle facultad discrecional para hacerlo. Sea que la institución cuente con absoluta discrecionalidad o con discrecionalidad parcial, podrá afectar M1, M2 o M3 sin variar M0 mediante el mero arbitrio de cambiar dichos efectivos. Como las entidades financieras suelen mantener efectivos adicionales a los legales o a los fijados por el banco central, los volúmenes de M1, M2 o M3 constituyen una meta operativa menos efectiva: acciones del sector financiero o del sector privado no financiero pueden anular o contrariar las políticas monetarias. La ventaja de la fijación legal de los efectivos es dar certidumbre al sector financiero, certidumbre que por lo corriente no consigue la discrecionalidad del banco central, por mas confiable que fuere. Su desventaja principal consiste en la dificultad para cuantificar el grado de discrecionalidad acordado, algo que no proporcionan imprecisas, cuando no erróneas, estimaciones basadas en multiplicadores monetarios.

El Cuadro 3 presenta algunas combinaciones de las restricciones a las facultades del banco central, comenzando con la legislación actual. La elección responde a las preferencias del autor, antes que a patrones precisos en la materia, que no son mas que las orientaciones mencionadas anteriormente.

5. Régimen y Tipo de Cambio

Cuando el objetivo del banco central y de la política monetaria es la estabilidad de precios, la ambigüedad original es determinar si se quiere estabilidad de los precios de los bienes producidos internamente, o estabilidad de los precios internos de los bienes producidos en el extranjero y de los bienes destinados a la exportación, en otros términos, estabilidad en el tipo de cambio. Ambos objetivos no son idénticos y con mucha frecuencia antagónicos. Aunque una situación de equilibrio inicial asegure la estabilidad de los precios internos y del tipo de cambio, la presencia de fluctuaciones erráticas hará que las autoridades traten de eliminarlas o atemperarlas; que puedan cumplir o no sus objetivos, dependerá del régimen y tipo de cambio que se adopte.

El banco central no está obligado a comprar ni vender divisas en un régimen de tipo de cambio libre, si bien puede ser autorizado, cuando las circunstancias lo aconsejaren, a realizar operaciones de intervención en el mercado. Por el contrario,

Cuadro 3. Restricciones a las Facultades del Banco Central
(continuación)

Régimen	Base Monetaria (M0)		M1, M2, M3
	Títulos del Gobierno		
	Regulación Monetaria	Déficit Fiscal	Efectivo Legal
Actual	15% ampliable	30% recursos en efectivo 35% depósitos bancarios	s/1
Proyecto Olivera-Romero	15% ampliable	L.P. a/	15% máximo
Proyecto FIEL	1%	1%	25-8% b/ máximo
Proyecto oficial	s/1		s/1
Proyecto Domínguez	5%	L.P.	30-15% b/ máximo
Proyecto Sacks y otros	15%	L.P.	s/1
Proyecto Estevez Boero		L.P.	s/1
Ley de Convertibilidad		Variable	

Notas: a. L.P., Ley de Presupuesto; b. Depósitos a la vista y a plazo, respectivamente

Cuadro 3. Restricciones a las Facultades del Banco Central

Régimen	Base Monetaria (MO)		
	Global	Divisas	Redescuento
Actual	25% mínimo	s/l	sin límite (s/l)
Proyecto Olivera-Romero	s/l	s/l	
Proyecto FIEL	s/l	s/l	liquidez, etc.
Proyecto oficial	6% anual	s/l	capital, 7 días
Proyecto Domínguez		100%	liquidez, etc.
Proyecto Sacks y otros	25% mínimo	s/l	
Proyecto Estevez Boero	25% mínimo	s/l	
Ley de Convertibilidad		100%	7

debe hacerlo siempre si se adopta un régimen de cambios de tipos fijos. Si él mismo los fijara, los modificaría (por lo común los elevaría) cuando la existencia de reservas en sus arcas tiende a desaparecer; en cambio, si otra autoridad es —llámese Poder Ejecutivo o Congreso— quien se encargara de hacerlo, son evidentes las dificultades para conciliar sus decisiones con el volumen de reservas en el banco central. Sin perjuicio que sin lugar a dudas sobrevendrían medidas de control de cambios, a esas dificultades habría que agregar que las acciones del Poder Ejecutivo, y mucho más las del Congreso, tomarían tanto tiempo que no contarían con el secreto indispensable para impedir operaciones especulativas. El banco central es universalmente reconocido como una institución que reacciona rápidamente, suele tener mucho prestigio y demuestra independencia respecto a las especulaciones del sector privado.

La coordinación de las aspiraciones de las distintas ramas de la administración económica con las opiniones del banco central es una cuestión crucial en una materia tan importante como lo es la política cambiaria. Resulta comprensible la falta de voluntad de las primeras en renunciarlas en favor de las segundas basándose únicamente en consideraciones de eficiencia. Sin embargo, supone un gran peligro someter las modificaciones en el tipo de cambio al Congreso, en oposición a lo que ocurre en casi todos los países. De todos modos, en la práctica estas funciones deben estar claramente delimitadas, cualquiera sea la solución elegida.

Argentina en el pasado no se ha caacterizado por la claridad en el tema: la fijación de los tipos de cambio ha sido facultad del Poder Ejecutivo, pero la legislación encargó al Banco Central el asesoramiento correspondiente sin mayor definición al respecto. El régimen de convertibilidad actual no escapó a esa disyuntiva. Ha sido ideado para crear un ambiente de confiabilidad y previsibilidad antes desconocido, un condicionamiento previo para una evolución económica favorable. Su rigidez hace pensar que no es la solución conveniente en el largo plazo, a menos que se acepte la dolarización "de facto" y atar la moneda nacional a la moneda norteamericana, desconociendo las fluctuaciones que pueda tener con relación a las monedas de los países con los cuales se realizan la mayor parte de las transacciones internacionales.

Cuadro 4. Política Cambiaria

Régimen	Autoridad Principal
Actual	Poder Ejecutivo
Proyecto Olivera-Romero	Banco Central
Proyecto FIEL	Banco Central
Proyecto oficial	Banco Central
Proyecto Domínguez	Congreso
Proyecto Backs y otros	Congreso
Proyecto Estévez Boero	Congreso
Ley de Convertibilidad	Congreso

Es corriente confundir independencia del banco central con discreción en sus políticas. Ambos conceptos son diferentes, la independencia hace a las relaciones de subordinación respecto a otras autoridades y se opone a la dependencia; la discreción hace al grado de libertad de sus decisiones. Son imaginables dos alternativas extremas opuestas, una institución independiente sujeta a reglas en su accionar o una institución dependiente sin ninguna restricción para sus decisiones. Si hay sujeción a reglas, el problema de independencia o dependencia no tiene mayor importancia; si se otorga discrecionalidad, aún cuando sea restringida, la cuestión de la independencia es relevante. Este último tipo de arreglo puede dar lugar a la "autonomía con discreción".

La distinción anterior supone que hay dos niveles de competencia, por una parte la decisión y por otro lado la implementación de las decisiones. Ambos niveles permiten una consideración mas precisa de la tarea del banco central: cuando se le otorga poder de decisión, se estará en presencia de independencia o de autonomía con discreción, cuando solo se le atribuyen facultades para implementar decisiones tomadas en otro nivel de gobierno se tendrá dependencia o subordinación. La experiencia comparada muestra que en algunos casos el banco central unicamente implementa medidas tomadas por otras autoridades económicas (p.e. Gran Bretaña), y en otros que la institución es investida del poder de decisión (p.e. Estados Unidos, Alemania). Sin embargo, las decisiones del banco central y las decisiones de las autoridades económicas se influyen reciprocamente, por lo cual no pueden tomarse con absoluta independencia y por eso suelen constituir motivo de permanentes fricciones.

La independencia del banco central no resulta en forma exclusiva de la concesión legal del poder de decisión sino también del ejercicio de esta independencia. En algunas oportunidades las autoridades legislativas han concedido amplio poder al banco central, pero la conexión entre éste y las autoridades económicas ha sido muy estrecha, con predominio de las últimas. La independencia se adquiere asimismo por una tradición de independencia, como lo enseñan los casos típicos de Estados Unidos, Alemania y Suiza. En nuestro medio, desde la nacionalización del banco central en 1946, solo en una oportunidad (1956) se ha podido apreciar una alta dosis de independencia. Un corolario de lo anterior: no siempre habrá de encontrarse en la letra de las disposiciones legislativas una buena caracterización de independencia o subordinación.

Aún cuando se conceda independencia al banco central, son comunes disposiciones que le requieran apoyar las políticas económicas del Gobierno. El alcance de una disposición de esta naturaleza es un problema lejos de haber sido resuelto en la práctica, y por eso sería ilusorio pretender que vaya a serlo satisfactoriamente. Tampoco la composición de sus órganos de gobierno, el número de miembros, el plazo de nombramiento, la estabilidad, calificación y representatividad de sus integrantes, etc., así como las relaciones con los poderes Legislativo y Ejecutivo, no están sujetos a regla alguna, dependiendo del país, del momento y de la tradición (Cuadro 5).

Finalmente, para concluir con un punto a tener en cuenta. No es extraño encontrar en la realidad cotidiana presiones del sector financiero para tener intervención o influencia en los órganos de gobierno del banco central, sea en forma directa o indirecta. Dicho sector financiero, en la mayoría de las ocasiones en contra de sus propios intereses, estará tan consustanciado con el bienestar general de la sociedad, como se supone deben estarlo las autoridades del banco central?. No necesariamente; sin embargo, las decisiones del banco central afectan directamente los intereses de las entidades financieras, en particular si otorga redescuentos, actúa como prestamista de última instancia o concede garantía (parcial o total) a los depósitos del sistema financiero.

7. Addenda: Una Propuesta para Discusión

a. Los cuadros anteriores brindan una versión sintética del estado actual de la discusión sobre las facultades y organización del banco central. Con un poco de perspectiva política, se puede apreciar el grado de aceptación legislativa de cada una de ellas.

b. La modificación de la legislación sobre el banco central es una buena oportunidad para hacer un cambio indirecto de la actual Ley de Convertibilidad, cuya rigidez y facultad del Congreso para fijar el tipo de cambio son bastante cuestionables a largo plazo.

c. Son esperables graves problemas para que el Congreso sacrifique su participación presente, no obstante los inconvenientes fáciles de avizorar. Por una parte no confiará en una institución "no elegida por el pueblo" (banco central) en aras de una reputación que actualmente no tiene, y por otro lado querrá mantener sus privilegios en materia de política cambiaria, por problemáticos que sean.

Cuadro 5. Libertad y Administración del Banco Central

Régimen	Libertad	Administración			
		(1)	(2)	(3)	(4)
Actual	Dependencia	12	4	PE	I
Proyecto Olivera-Romero	Autonomía	7	8	PE	I
Proyecto FIEL	Independencia	12	8	S	I
Proyecto oficial	Autonomía	8	6	S	I
Proyecto Domínguez	Autonomía	12	6	S	R
Proyecto Sacks y otros	Dependencia	12	4	S	R
Proyecto Estévez Boero	Dependencia	8	4	S	R

Notas: (1) Número de directores, en el directorio nacional si corresponde; (2) Duración del mandato (años); (3) PE Poder Ejecutivo, S Acuerdo del Senado; (4) I Idoneidad, R Representatividad sectorial

d. Hay acuerdo casi unánime en dos puntos, primero, que el objetivo único del banco central debe ser la estabilidad de precios, y segundo, con la excepción parcial de la propuesta oficial, que a esa institución debe otorgarsele autonomía con discreción muy restrictiva y encargársele la fijación del tipo de cambio en un régimen de tipos flotantes.

e. Esas restricciones serían:

I. No otorgar redescuentos sino por razones de iliquidez, hasta un porcentaje máximo dado por el capital de la entidad y por un tiempo limitado

II. No financiar a los gobiernos, sino otorgar adelantos al Gobierno nacional en un porcentaje (15% ?) de los recursos en efectivo recaudados en un período anterior

III. Las operaciones de regulación monetaria deben tener un límite temporal (a determinar) como porcentaje (5% ?) de la base monetaria.

IV. Las posibilidades de modificar los efectivos mínimos de los pasivos de las entidades financieras deberían reducirse, fijándose por ley y otorgando al Banco Central atribución para variarlos (hacia arriba o hacia abajo) en un porcentaje pequeño (hasta 5 puntos)

V. En materia de tipos de cambio, a partir de un tipo fijado eventualmente por el Congreso, establecer bandas de flotación (uniformes hacia arriba y hacia abajo) de modo que el tipo central no se altere en cada año calendario (o en los 12 meses anteriores, p.e.) más de un porcentaje acumulativo (10% ?)

f. Las deudas actuales del Banco Central con particulares, así como las acreencias contra el Gobierno, consolidadas con títulos o no, deben entrar en un proceso mas general de clarificación de toda la deuda estatal, porque ello determinará la existencia y magnitud de los déficits cuasifiscales en el futuro. Por ejemplo, los activos externos del Banco Central a fines de junio de 1991 eran 6399.6 millones de dólares, contra un pasivo de 9823.8 millones de dólares, es decir un saldo neto negativo, que da lugar a una salida por intereses, a no ser que no se paguen y se acumulen permanentemente al principal.