

# ASPECTOS FISCALES DE LA CUENTA REGULACION MONETARIA

por Ricardo López Murphy

## SINTEISIS

*El propósito del trabajo es analizar los aspectos fiscales que adquiere un instrumento de regulación financiera como es el caso de la Cuenta de Regulación Monetaria.*

*En la primera parte se explica desde la perspectiva de la teoría impositiva el efecto de los encajes no remunerados sobre el desarrollo del sistema bancario.*

*Luego se comenta que el procedimiento creado por la Cuenta de Regulación Monetaria, permitió cobrar un impuesto sobre la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente y remunerar la deuda pública implícita y no declarada en el elevado encaje de los depósitos a plazo fijo.*

*Por medio de ambos instrumentos, se consiguió por un lado ampliar la base del impuesto inflacionario a lo que habitualmente se denomina  $M_1$  y, por otro lado, se facilitó una colocación de deuda en el sector financiero en volúmenes extraordinariamente altos sin alterar de un modo sustancial el funcionamiento del sistema.*

*Este mecanismo ha tenido algunos efectos de orden secundarios muy delicados como alterar la distribución de recursos fiscales entre la Nación y las provincias.*

*Debido a estas características de impuesto no legislado, alteración de los sistemas de coparticipación federal de recursos y de deuda no incorporada al presupuesto nacional, se ha sugerido en numerosas oportunidades su reemplazo por un bono de la deuda pública.*

*En el trabajo se analizan distintos aspectos de la propuesta mencionada y sus consecuencias, por ejemplo, el rol de los intereses nominales en alta inflación en el déficit fiscal, los distintos conceptos y utilidades del desequilibrio financiero público, la posibilidad de generar más crédito, y los problemas de presentación de las cuentas fiscales cuando se trata de comparar distintos países con diferentes tasas de depreciación monetaria.*

*Por último se hace una evaluación de todos los elementos presentados y los requisitos que se deben cumplir para que el sistema no se vuelva descontrolado.*

La creación de este instrumento de intervención en el mercado financiero suscitó desde su implantación serios cuestionamientos, que se referían a distintos as-

pectos de los instrumentos utilizados. Simultáneamente aquéllos que participaron en su diseño e implementación la consideran aún en el presente un instrumento idóneo de difícil sustitución, en la operación de un sistema financiero en condiciones del alta inflación y con una elevada deuda pública colocada en el Banco Central de la República Argentina.

Este breve trabajo pretende no participar de las críticas ni de las apologías mencionadas. Intenta sí presentar algunas ideas sobre las características fiscales de la mencionada cuenta y contribuir a su análisis de modo de enriquecer el debate que se llevó a cabo en el pasado y que seguramente continuará mientras persistan las condiciones que le dieron origen.

La Cuenta de Regulación Monetaria opera remunerando los encajes de los depósitos a interés a la tasa regulada y percibiendo como ingreso un cargo sobre la capacidad prestable de cuentas corrientes. En el análisis que sigue a continuación se han considerado los redescuentos y su remuneración como parte integrante de dicha cuenta.

## ALGUNOS CUESTIONAMIENTOS

Inmediatamente de sancionada la legislación financiera en 1977 se planteó la primera crítica que consistió en la posibilidad de que los defectos financieros (expansión de dinero) de la Cuenta Regulación Monetaria tuvieran un carácter creciente y explosivo, llevando al sistema monetario a una situación de hiperinflación. El crecimiento de la cantidad de dinero se volvía endógeno y podía exceder el crecimiento nominal demandado por el público y en consecuencia desequilibrar automáticamente las variables macroeconómicas. Un análisis posterior mostró que ello no ocurriría si existía un porcentaje, aún pequeño, de las cuentas corrientes sobre el total de

recursos monetarios y el déficit fiscal operativo no alcanzaba una magnitud que por sí mismo generara hiperinflación.

Esto último era importante, ya que el resultado depende también de la tasa real que se verificara en el mercado financiero.

El razonamiento subyacente es que si para una cierta demanda de dinero en términos reales el déficit de carácter operativo del gobierno consolidado excede el producto de la tasa de inflación por la cantidad de medios de pagos de particulares, esto requerirá una colocación de deuda en el sistema financiero o en bonos. Esta demanda de ahorros hace subir la tasa real de interés.

Esto incrementa el déficit operativo del gobierno y requiere a su vez una mayor tasa de inflación o un endeudamiento adicional. Este crecimiento de la deuda pública y de la tasa de interés en términos reales repercutirán sobre la tasa presente y esperada de inflación, debilitando aún más los recursos fiscales por los rezagos recaudatorios que el sistema presenta. Bajo ciertas condiciones el sistema se puede volver hiperinflacionario.

Este resultado no dependía en sí de la Cuenta de Regulación Monetaria sino del déficit operativo del gobierno y de la tasa sostenible de inflación y endeudamiento a largo plazo.

Otra de las críticas realizadas consistió en que la cuenta bajo análisis en este trabajo constituía un fuerte subsidio a la actividad financiera.

El subsidio en este caso estaba dado por la expansión monetaria que el sistema generaba y por la remuneración de los encajes obligatorios.

Conviene señalar que en el momento de realizarse la reforma financiera coexistían activos monetarios e instrumentos de deuda que pagaban una tasa real positiva en una situación de equilibrio de largo plazo. Estos activos eran los Valores Nacionales Ajustables y los Bonos Externos. Luego se emitirían las Cédulas Hipotecarias. Esta circunstancia establecía un piso a las tasas pasivas de mercado. La existencia de vinculación financiera con el exterior creaba también un tope a la tasa activa del mercado por la concurrencia de fondos externos, lo cual limitaba el margen disponible para intermediación financiera interna. La imposición de un efectivo mínimo por encima del técnico sin remunerar es una suerte de impuesto al desarrollo de la actividad financiera interna. Por lo señalado anteriormente el mercado estaba caracterizado por ofertas y demandas muy elásticas. La teoría elemental de la tributación nos dice que en ese caso la actividad afectada puede desaparecer o verse sumamente disminuida. Siendo la actividad financiera la que relativamente demanda trabajo en forma intensiva no parecía conveniente exportar esa actividad al exterior. En realidad como se analizará cuidadosamente más adelante, la remuneración de los efectivos mínimos es la compensación por los pagos mensuales de intereses, a una deuda pública colocada forzosamente en el sistema financiero, y su pago no constituía un subsidio sino el reconocimiento de una deuda pública no declarada como tal y arbitrariamente aumentada o reducida por decisión de las autoridades monetarias, sin la previsión y autorización anual en el presupuesto. Existen de cualquier modo, ciertos elementos de subsidios que luego serán puntualizados pero no alcanzan ni remotamente los saldos expansivos de la Cuenta Regulación Monetaria 1/.

## UN ENFOQUE FISCAL

Otra manera de observar esta cuenta es desde el punto de vista fiscal. En esa óptica la Cuenta de Regu-

lación Monetaria o el mecanismo que interactúa con ella ha cumplido dos finalidades esenciales: a) apropiarse del gravamen que antes percibían los bancos privados a las cuentas corrientes. Este resulta equivalente a la tasa de inflación multiplicada por los saldos promedios mensuales (siempre que la tasa nominal de interés equivalga a la tasa de inflación, sino parte del impuesto se devuelve como subsidio por la capacidad prestable que genera un depósito); b) facilitar una colocación de deuda pública en cantidades antes no obtenidas en el sistema financiero sin originar una fuerte distorsión del mismo.

Este es el enfoque que trataremos de profundizar en las próximas secciones, enfatizando las repercusiones que el presunto déficit de la Cuenta Regulación Monetaria tiene para un análisis adecuado de las cuentas fiscales, de la programación monetaria y de la política financiera.

## EL IMPUESTO A LAS CUENTAS CORRIENTES

El principal objetivo de apropiarse del gravamen a la capacidad prestable de las cuentas corrientes fue ampliar la base del impuesto inflacionario. Por medio de ello se procuraba reducir la tasa del mismo necesaria para financiar el déficit fiscal existente, como así también la compra de reservas. Estas reservas de divisas formaban parte esencial del esquema de intervención cambiaria, financiera y fiscal elegida.

Este objetivo puede ser logrado ya sea con el sistema adoptado o con un sistema alternativo de aplicar un encaje del 100% a las cuentas corrientes. En la práctica este encaje o apropiación de la ganancia de la capacidad prestable no fue de 100%. Fluctuó de 93% al comienzo de la liberalización del sistema financiero a 80% al producirse la reforma de julio de 1982.

La ganancia que representó para los bancos un encaje menor que el 100% fue permitido a fines de cubrir el costo operativo de las cuentas corrientes.

En un contexto de inflación el tratamiento de estos depósitos puede verse sometido a una de las siguientes tres opciones, a una combinación de las mismas, o quizás a alguna más que ha escapado a la reflexión del autor.

Las tres opciones son:

a) Pagar intereses en cuenta corriente, dejando que el efectivo mínimo se ubique en el encaje técnico.

Esta alternativa es reiteradamente recomendada como medio de compensar el deterioro que al uso de este instrumento financiero le provoca la inflación. La idea es que como no se puede eliminar la inflación al menos se disminuya su efecto a través de una política encuadrada en la idea de óptimo secundario. La reflexión alternativa es que la compensación de esa distorsión genera otra distorsión en relación a los billetes y monedas en poder del público que es el sustituto más próximo. Hasta el presente el autor no conoce un estudio que establezca que la disminución de esa distorsión supera, en un análisis costo beneficio, el incremento de las distorsiones en el sustituto más próximo (debe tenerse presente que ambos se encuentran fuera de óptimo al tomarse la medida).

Entre las distorsiones apuntadas debe computarse la tremenda dificultad de incrementar los ingresos genuinos del gobierno en un contexto de tan elevada inflación y la reducción que este tipo de política generaría sobre la base del impuesto inflacionario.

b) Dejar que las instituciones financieras se apropien de la ganancia proveniente de los préstamos en base a estos depósitos. El efectivo mínimo también se ubicaría en el nivel técnico.

Esta práctica es la que se ha seguido hasta épocas muy recientes en otros países y que resulta importante tener en cuenta cuando se comparan los márgenes del sistema financiero (spread) con otros países.

Esta alternativa en alguna medida es un subsidio del gobierno y de los tenedores de cuentas corrientes al sistema financiero y a sus usuarios (prestatarios y depositantes de otros instrumentos).

Un comentario pertinente es que su conveniencia depende del sistema impositivo que se adopte. Es difícil ser preciso por la cantidad de impuestos y subsidios cruzados existente en nuestro sistema económico, pero con carácter general podría afirmarse que la inversión financiera se encuentra exenta de impuestos mientras que la inversión de riesgo se encuentra severamente castigada por impuestos a las ganancias, a los capitales, inmobiliarios, etc. El tratamiento a implantar en un sistema financiero tiene que tener como referencia el régimen que afecta activos alternativos.

c) Apropiarse de la ganancia financiera de los préstamos fondeados en cuenta corriente por parte del Banco Central.

Esta es la alternativa vigente, y básicamente tiende a aumentar la recaudación del impuesto inflacionario, procurando por esta vía que sea necesaria una menor tasa de inflación, visto el déficit fiscal existente.

Una solución superior sería sin duda una reducción significativa del déficit fiscal y de la tasa de inflación para permitir un mejor funcionamiento de los mercados financieros y de bienes.

Como conclusión general se puede afirmar que la recaudación por este concepto ha sido muy significativa y resulta probablemente uno de los recursos más importantes del gobierno nacional.

En términos del Producto Bruto Interno la estimación de la recaudación se muestra en el siguiente cuadro, 2/. Utilizando otros impuestos a modo de comparación para ese mismo período de tiempo.

RECAUDACION ANUAL EN TERMINOS PORCENTUALES DEL PBI

Año	I.V.A.	Ganancias	Inter-nos	Capitales	Impuesto inflacionario	Impuesto Ctas.Ctes.
1978	3,00	1,67	1,34	0,59	5,87	2,93
1979	3,32	1,14	1,45	0,72	5,17	2,46
1980	4,02	1,48	1,58	0,78	3,81	1,62
1981	4,72	1,59	1,68	0,78	6,06	2,04
1982	3,70	1,30	1,54	1,00	6,77	2,42
1983	3,34	0,97	1,17	0,79	6,21	2,38

**EL EFECTO SOBRE LA DISTRIBUCION DE RECURSOS FISCALES ENTRE LA NACION Y LAS PROVINCIAS**

Una consecuencia adicional de la peculiar instrumentación adoptada es que el Banco Central se ha apropiado de la capacidad prestable de los depósitos oficiales, tanto en bancos nacionales como oficiales de provincia. Tal régimen ha generado un recurso no coparticipado en el caso de los depósitos de entes nacionales y una transferencia neta de recursos de las provincias a la Nación en general y al Banco Central en particular por este concepto.

La compatibilidad jurídica de un régimen como el descripto con los principios federales y el sistema de coparticipación de impuestos es sumamente discutible.

Quizás no se ha generado una situación muy delicada por la característica de impuesto oculto, no legislado, fuera del control parlamentario, que es la inflación 3/.

Este aspecto fue contemplado en la implementación original ya que no se cobró cargo por la capacidad prestable de estos depósitos. Luego éste fue aumentando hasta ser igualado con los depósitos particulares. Esto tampoco resuelve las dificultades ya que la ganancia inflacionaria acrece en estos casos a los Bancos Oficiales, Nacionales y Provinciales.

#### INSTRUMENTO DE COLOCACION DE DEUDA PUBLICA

Para comprender cabalmente el efecto de endeudamiento público en el sistema financiero cabe recordar las circunstancias en las cuales se desarrolló el sistema en los años 1976 y 1977. Existía a ese momento un déficit fiscal considerable, de carácter operativo y otro déficit importante en el Banco Central por las diferencias de cambio originadas en operaciones de pase concertadas en 1975. Ese déficit obligaba a una elevada tasa de expansión monetaria o alternativamente a restringir el crédito privado para ser coherente con una política de reducción del ritmo inflacionario.

Existía además en aquel momento un elevado endeudamiento del sector público concentrado en el Banco Central por los déficit incurridos con anterioridad desde la nacionalización del crédito en 1973.

Adicionalmente se había sumado a esta situación el rescate de buena parte de la deuda pública indexada, que erróneamente fue realizado a mediados de 1976, para mantener el precio de intervención del Banco Central. Este rescate complicó luego seriamente el manejo de la deuda pública que pasó a estar colocada en depósitos de corto plazo y Letras de Tesorería.

Estas restricciones, de concentración de crédito público en el Banco Central e inexistencia de un mercado de capitales donde colocar una deuda de tal magnitud, condicionaron históricamente al Banco Central a seguir una política de altos encajes que repercute seriamente sobre el sistema financiero en un contexto de alta inflación. Esa colocación arbitraria de deuda en el sistema financiero para desviar el crédito total hacia una participación más elevada del sector público requería una remuneración de dichos encajes o de los bonos que ellos representan. No hacerlo equivalía a un sistema financiero doméstico muy pequeño y a una tasa activa de préstamos más elevada.

Esta misma situación también se verificó en la actualidad; durante el año 1983 el sector público aumentó su endeudamiento con el Banco Central en 146.164.- millones, en términos reales en un 169,27% y los préstamos pasaron a representar 79,7% de la base monetaria mientras que en diciembre de 1982 representaba 26,4% 4/.

Esa deuda fue captada haciendo colocaciones de depósitos en el público y prestándosela a intereses muy bajos a la Tesorería. Esa diferencia resulta en parte del saldo negativo (expansión de dinero) de la Cuenta Regulación Monetaria atribuible a la Tesorería. La otra parte se debe a haber financiado a largo plazo préstamos con depósitos concentrados a corto plazo. Los préstamos devengan el interés, a los depósitos hay que abonárselos prácticamente de manera mensual.

Esos intereses nominales, han resultado sistemáticamente negativos a partir de julio de 1982 (excepto abril o mayo de 1983 según se tomen precios mayoristas o minoristas). El significado de dicha negatividad es que la deuda se reduce en términos reales, lo cual lleva a concluir que debe producirse por ese concepto un superávit que hace menor la deuda remanente. Ello se debe a que parte del endeudamiento ha sido disminuido en térmi-

nos reales por los ingresos percibidos en concepto de impuesto inflacionario.

Como se ha visto en esta sección en los elevados encajes y en la remuneración que por ellos se paga se encuentran de algún modo ocultas deudas del gobierno y sus intereses mensuales. Los saldos de la Cuenta Regulación Monetaria en parte se pueden explicar por ese procedimiento.

Vista esta circunstancia y la oscuridad que ella trasunta es que como alternativa se sugiere reemplazar ese endeudamiento en el sistema bancario por un título público que se coloque fuera del sistema financiero institucional o en éste lo que pueda ser absorbido volitivamente. Esta propuesta permitiría imputar correctamente los costos financieros de la deuda pública y se liberaría a la conducción monetaria del manejo casi mensual de la amortización total de la deuda pública interna.

#### ALGUNAS OBSERVACIONES SOBRE ESTA PROPUESTA

La primera pregunta que cabe formularse es si los intereses nominales pagados y devengados de la deuda pública ya sea en la Cuenta Regulación Monetaria o en otro instrumento financiero son déficit.

Como se ha explicado anteriormente en una economía en alta inflación existen varias mediciones de déficit fiscal. Una de ellas es la nominal que contempla todo incremento de deuda como una fuente de mayor gasto.

Esta visión es relevante a la confección del programa financiero del Gobierno y monetario del Banco Central. Resulta fundamental para establecer qué requerimientos de la expansión nominal concurrirán a sostener las cancelaciones de deuda pública y qué parte del crédito será desviada hacia el sector público.

En esta perspectiva dichos intereses forman parte del déficit y deben computarse como tales.

Otra perspectiva del déficit es aquella que procede a descontar de las tasas de interés los aumentos del nivel general de precios y practicar una suerte de ajuste por inflación generalizado. Esta corrección a altas tasas de inflación es inevitable practicarla, como ha sido norma en la contabilidad privada para saber si se ha perdido o ganado con la inflación.

Para el sector público es necesario hacerlo para conocer cuál ha sido el resultado de su posición deudora neta.

En esta visión sólo constituye déficit el incremento real de la deuda pública. Medido a nivel de flujo ese déficit es equivalente al déficit operativo más los intereses de la deuda pública menos la corrección monetaria de dichos intereses menos el impuesto inflacionario recaudado.

Esta interpretación del déficit es fundamental cuando se quiere establecer la vinculación con la cuenta corriente del balance de pagos y con el ahorro neto del sector privado. Como sabemos por contabilidad nacional, el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos es igual a:

$$X - M = (S_g - I_g) + (S_p - I_p)$$

donde:

X = Exportaciones de bienes y servicios

M = Importaciones de bienes y servicios

S<sub>g</sub> = Ahorro público

$I_g$  = Inversión pública

$S_p$  = Ahorro privado

$I_p$  = Inversión privada

El primer paréntesis define el déficit fiscal (signo negativo) resulta relevante a fin de compatibilizar las cuentas macroeconómicas. El déficit así computado deberá ser cubierto con recursos reales prestados por el sector privado o alternativamente por el sector externo. Esta visión es útil para la fijación de la política de endeudamiento externo y de colocación de deuda real interna.

La otra visión de déficit es aquella que intenta establecer qué tasa de inflación es necesaria para permitir financiar el desequilibrio fiscal. Para esto último resulta necesario computar el déficit operativo más los intereses externos más la tasa real de interés sobre la deuda pública interna, menos el endeudamiento interno y externo factible, de acuerdo a la situación de oferta observadas en dichos mercados (no se computó la inflación internacional pues se supuso que la misma es marginal y en todo caso resultará en mayor oferta externa de deuda). Por supuesto habrá que corregir el monto emitible por la elasticidad de la demanda de dinero que paga impuesto inflacionario a cada tasa de inflación.

Esta larga explicación lleva a la conclusión que no es simple tomar un rubro como integrante en sí del gasto y concurrentemente del déficit. Ello depende del propósito de cada medición. Por ejemplo, según nuestra exposición no sería relevante en dos de los casos analizados: el que corresponde a la determinación del déficit de cuenta corriente y endeudamiento real interno y externo y el caso donde se busca determinar la tasa de inflación que "cierra" el sistema.

La segunda pregunta que cabe formularse es si resulta conveniente la transformación de las deudas públicas colocadas en el Banco Central en un bono de largo plazo.

En realidad esto sería retrotraer parte de la reforma de julio de 1982, cambiando completamente la financiación del sector público.

Recuérdese que se sostuvo en aquella oportunidad que la deuda pública indexada podía constituir un elemento coadyuvante de un fenómeno hiperinflacionario. Ello se basaba en que la tasa creciente de inflación no reducía los compromisos financieros del Estado y más grave aún, que dichos títulos tendían a reemplazar al dinero como medio de pago en las transacciones.

Esas objeciones en lo que tienen de válido siguen vigentes y posiblemente en un contexto donde el desequilibrio fiscal es aún más pronunciado.

Las ventajas de la transformación serían cambiar una deuda de muy corto plazo, por otra de largo período de maduración y que permitiría un manejo relativamente diferenciado de la deuda pública y de la política monetaria, principalmente por esa característica de no estar venciendo todos los días.

En el caso del bono, el autor está pensando en un título similar a los V.N.A. que se coloca por licitación.

La tercera pregunta que cabe formularse es si esta modificación genera más crédito.

La posibilidad de que la colocación de un título público para rescatar la deuda en el Banco Central genere más crédito total y en especial privado sin incrementar la tasa de interés real ha sido sin duda uno de los principales motivos para proponer tal reforma.

La introducción de un nuevo papel que permitiera reducir la base monetaria en un monto equivalente a la colocación del mismo requerirá una modificación de los encajes de modo de dejar el crédito privado proveniente de la expansión secundaria intacto. Este nuevo papel será competitivo de los depósitos (sustituto muy próximo), de los bienes y del dólar o divisas extranjeras.

En la medida que reemplace depósitos ya sea por tasa o liquidez no genera nuevo crédito. Sólo lo hace y muy marginalmente en la proporción que reduce la demanda de bienes (monetiza) o la demanda de dólares (monetiza). Esa monetización no es gratuita, se hace a través de un alza en la tasa de interés real, que genera efectos recesivos si reduce el gasto interno en bienes no comerciables; y sólo generará crédito sin recesión si reduce el gasto en bienes comercializables o genera ingreso de capitales.

El punto fundamental es que la única manera de ampliar el crédito total es aumentar la colocación neta de títulos en pesos. No existe una expansión del crédito público que no disminuya el crédito privado, estos son siempre sustitutivos. El tema es que si se mejoran las condiciones netas de los bonos (mayor tasa de interés) buena parte de ese mayor crédito puede provenir de recursos que se hallan esterilizados para la producción doméstica. Se trata en síntesis de aumentar el ahorro y de que el mayor ahorro se canalice en el mercado nacional de capitales y de repatriar ahorro hoy canalizado en mercados extranjeros.

La cuarta pregunta que conviene responder es cuáles son los efectos sobre el déficit nominal y real y los convenios con los organismos internacionales.

La emisión de un título para rescatar el endeudamiento del gobierno de alguna medida disimulado en el Banco Central, explicitaría en la Tesorería General de

la Nación el déficit nominal total del sector público y la creación monetaria necesaria para satisfacerlo, así como el nuevo endeudamiento que se coloque.

Ello sin duda aumenta el déficit nominal contabilizado en las cuentas gubernamentales aunque no el déficit relevante para el programa monetario, ya que este repercutía aun cuando estuviera implícito en el Banco Central.

Si habrá un aumento del déficit real significativo para la política de balanza de pagos dependerá de si sube o no la tasa real de interés y si esta suba convierte a la tasa doméstica en positiva en términos reales. Si es positiva sube el déficit del sector público. Si los préstamos provienen del sector privado nacional no hay cambios en las condiciones macroeconómicas por este efecto directo, aun cuando podría haberlas indirectamente como fue explicado anteriormente. Si el préstamo es tomado por acreedores del exterior la suba de la tasa de interés fortalece la cuenta capital del balance de pagos pero debilita la cuenta corriente.

En los acuerdos con los organismos internacionales, estos acostumbran a tomar una definición monetaria nominalista del déficit. En las juntas directivas de dichas instituciones existen ciertos patrones sobre niveles razonables de déficit. Por ejemplo, con una visión de este tipo, el déficit computable para la República Argentina alcanzaría no menos de 28% del P.B.I. en diciembre de 1983 y podría ser de alrededor de 18% del P.B.I. en 1984 (9% déficit gobierno y 9% déficit de la Cuenta Regulación Monetaria) según surge de declaraciones oficiales. Un guarismo de esa magnitud podría resultar altamente resistido aun cuando implica un ajuste económico considerable y requiera un esfuerzo persistente del gobierno para ser llevado a cabo. En ciertos acuerdos que adolecen del problema de contabilidad en alta inflación que nuestro país tiene se ha hecho una discriminación entre

lo que se denomina déficit operativo (déficit operativo propiamente dicho más intereses de la deuda externa) y déficit nominal total (agregándole los intereses domésticos). Las metas acordadas recogen metas parciales para ambos tipos de déficit, lo cual complica seriamente el panorama y no basta con cumplir el programa del tipo anterior, nominal, sino también la meta inflacionaria, lo que crea rigideces adicionales.

### SUBSIDIO IMPLICITO AL ENCAJE

Una clara ventaja que tendría la transformación, sería la reducción del subsidio implícito al encaje que toma esta particular forma de intervenir en la industria financiera (industria en términos de teoría de organización industrial). El inventario de reservas y de inversiones líquidas que un banco o institución financiera debe mantener está íntimamente vinculado a la estructura de plazos o madurez que tengan sus depósitos. Una institución que tiene su cartera concentrada a 30 días tendrá un nivel de efectivo mínimo de al menos 4,5% de sus depósitos técnicamente, otra que lo tenga a siete días deberá tener 14% de sus depósitos disponibles ya sea en caja o en fondos de inmediata disponibilidad.

En sentido contrario una institución que opera a 90 días podrá actuar con un efectivo mínimo de 1%. La obligación de un encaje mínimo y remunerado tiende a subsidiar una estructura de depósitos a corto plazo que ha desvirtuado toda la operatoria financiera llevando al sistema a una acumulación de operaciones en corto plazo que resultan muy costosas y crean una gran inestabilidad a la demanda de activos financieros.

### OTROS METODOS

Una alternativa a los sistemas propuestos consiste

en fijar un efectivo mínimo a los depósitos a plazo razonablemente alto y permitir colocar una parte del mismo en bonos de la deuda pública. Un sistema parecido a éste se aplicó con bastante éxito a mediados de la década de los sesenta. Este esquema evita la elevación del margen de intermediación por los encajes obligatorios, no se subsidia los depósitos de plazo fijo de corto plazo y en el interés de los bonos se refleja adecuadamente el déficit fiscal.

Este esquema debería ser cuidadosamente estudiado cuando se proceda a un cambio de magnitud discreta del sistema financiero. Ello podrá ocurrir sólo luego de una recuperación casi total del préstamo consolidado.

## RESUMEN

Como sumario de lo visto hasta ahora se puede decir que la Cuenta de Regulación Monetaria ha permitido apropiarse del impuesto inflacionario a las cuentas corrientes y ha generado un pago de intereses por deuda pública que como característica ha sido en general negativa, esto es, no ha arrojado costo en términos reales. La paradoja sería que un rubro sometido a un escrutinio muy cuidadoso del sector privado y público ha sido en realidad superavitario. Aunque resulte contradictorio, por la parte de deuda pública e impuesto a la capacidad prestable de cuentas corrientes el resultado económico de la cuenta bajo análisis ha sido contractivo. Esto excluye otras operaciones que han pivoteado sobre la Cuenta de Regulación Monetaria para extender los plazos de los créditos al sector privado. La refinanciación de la deuda interna de julio de 1982 es asimilable a un crédito con plazo de 30 días concedido a la Tesorería General de la Nación que está a su vez prestado al sector privado a 60 meses. La renovación de este préstamo cada 30 días tiene un claro efecto expansivo que es diferente del de la deuda pública en el sentido que podría bajo ciertas

circunstancias (segundo semestre de 1982), convertir al gobierno (consolidando Banco Central en él) en acreedor neto en pesos. Esto es importante pues bajo esas condiciones la tasa de inflación hace al sistema divergente. Salvo por esta circunstancia, el esquema puede ser identificado con el resto de la deuda pública donde el colateral no son las reservas, las inversiones o la capacidad tributaria sino los préstamos privados.

El análisis efectuado ha supuesto implícitamente que la demanda real de dinero definida para  $M_4$  se mantiene en términos reales o crece. Con esta hipótesis, que se pueden renovar las deudas, en valores constantes la expansión de dinero mensual puede ser absorbida.

Si este no es el caso el sistema existente es altamente explosivo, en razón de que por su estructura de vencimientos podrían llegar a hacer monetizar buena parte de la deuda pública en términos perentorios. En un sistema de títulos a largo plazo querer huir de los mismos lleva una pérdida de valor que en sí misma detiene la corrida. El caso clásico son los V.N.A. o los Bonex y en el sector privado las acciones.

El actual sistema lleva a monetizar la deuda y a desprenderse del dinero elevando la tasa de inflación. En una economía cuyas vinculaciones oficiales con el exterior son reducidas (movimientos de capitales y bienes) esta elevación de la tasa de inflación es lo único que permite restaurar la cantidad real deseada de dinero.

Este potencial desprendimiento de activos públicos y privados nacionales no es, afortunadamente residual 5/. La desmonetización no puede concebirse como la variación no explicada de las otras variables exógenas del modelo de tasa de inflación.

Ella va a ser función de varios elementos.

- a) El déficit fiscal presente y pronosticable de acuerdo a la política diseñada.

Niveles elevados de déficit fiscal sin una perspectiva clara de rápida reducción, en un contexto de elevada deuda pública implican a breve plazo una brusca elevación de la tasa de inflación o un ajuste de una sola vez del nivel de precios con grave pérdida de los tenedores de activos nominales, si la tasa de inflación y de emisión no son equivalentes al cociente de déficit real dividido por el dinero que paga el impuesto inflacionario ( $M_1$ ). Financiar un déficit de largo plazo con endeudamiento si ya existe un elevado nivel de deuda no sujeta a depreciación inflacionaria, tiende a afectar la credibilidad del carácter sostenible de esa propuesta. Si se acepta que dicha colocación de títulos es un diferimiento de impuestos, los agentes económicos comienzan a sospechar que dichos gravámenes no podrán ser cobrados sobre las bases tributarias normales y entonces se recurrirá a la inflación como elemento de cierre de la restricción presupuestaria.

- b) El estado de inestabilidad e incertidumbre política.

En gran medida esto ha sido resuelto por la institucionalización del país en 1983. La impredecibilidad se halla reducida por el carácter de gobierno limitado y de reglas de juego que establece el orden constitucional.

Si bien es posible pensar en la coexistencia de políticas antagónicas en el seno de un mismo gobierno o a nivel parlamentario no resulta visible que esa circunstancia pudiera existir de manera marcada en el futuro inmediato.

- c) La negatividad de las tasas de interés.

No es posible en teoría sostener un nivel negativo

de tasas de interés, definido ex-ante y que simultáneamente no se produzca una caída en términos reales de los títulos que ofrecen tal peculiaridad. En particular en tanto existan sustitutos muy próximos, bienes o divisas extranjeras.

Se puede racionalizar que alguna demanda persista aún bajo esas condiciones pero la misma tendrá, en cualquier caso, que reducir el stock total que se había formado bajo expectativas de tasas diferentes. Por las razones ya señaladas esa desmonetización es particularmente inconveniente, ya que aceleraría los trastornos inflacionarios que el sistema económico está sufriendo.

Estos comentarios nos retrotraen a los aspectos señalados al comienzo de este trabajo. El instrumento gestado al amparo de la Cuenta Regulación Monetaria es muy delicado y sutil y debe ser manejado con extrema prudencia.

Recordemos que cumple funciones de intervención en la industria bancaria evitando la discriminación entre bancos y otras instituciones, en especial por la distorsión que se puede generar en alta inflación, si existe un recurso de costo muy bajo sólo disponible para una parte del mercado. Cumple también funciones de protección del desarrollo del mercado financiero nacional frente a la competencia internacional que no padece un fenómeno inflacionario tan agudo. Los puntos mencionados en el párrafo anterior de intervención y regulación financiera no fueron desarrollados en este trabajo.

El estudio se concentró en lo que se denominó aspectos fiscales de la Cuenta Regulación Monetaria. Ellos son el carácter de apropiador del impuesto inflacionario a las cuentas corrientes y el rol de compensador de los intereses de la deuda pública colocada en el sistema bancario.

Un instrumento que cumple tan variadas funciones no es de por sí muy bueno si nos atenemos a la teoría de la política económica. Sin embargo su reemplazo debe ser cuidadosamente estudiado y balanceado.

Este trabajo espera haber sido un aporte a la comprensión de esta problemática.

- 1/ El tema de la Cuenta Regulación Monetaria como instrumento de intervención en el mercado financiero está expuesto con suma claridad y detalladamente en el trabajo de "Análisis de la aplicación de un instrumento monetario no convencional en la Argentina" de V.H. Ruiz y R.C. Otero, publicado en la serie de Temas monetarios y financieros del Banco Central y conviene remitirse a él para analizar con más profundidad algunos puntos aquí señalados.
- 2/ Este cálculo es muy preliminar y toma el impuesto devengado suponiendo que del mismo se apropia el Banco Central no menos del 80% sobre cuentas corrientes. No se ha practicado corrección por depósitos oficiales y otros rubros asimilables.
- 3/ Este desorden legal y las transferencias ocultas de ingreso que se generan, hace aún más vital toda política antiinflacionaria.
- 4/ Si se toma en lugar del Balance de Banco Central, el sistema monetario consolidado, la deuda neta del sector oficial representaba a fines de 1982 el 62,3 % de los recursos monetarios de particulares, a fines 1983 el 91,4% del mismo concepto.
- 5/ Está bajo control de las políticas monetarias fiscales y financieras del gobierno en este sentido.