



ensayos económicos

Nº 31
setiembre 1984
2da parte

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

DIRECTORIO (1)

Presidente:

Dr. ENRIQUE GARCIA VAZQUEZ

Vicepresidente:

Dr. LEOPOLDO PORTNOY

Vicepresidente 2º:

Dr. CARLOS R. CONTIN

Directores:

Dr. ALDO A. ARNAUDO

Dr. ALBERTO POMBO

Dr. CARLOS MARCELO DA CORTE

Dr. FELIPE TAMI

Dr. JUAN JOSE GUARESTI (nieto)

Dr. BENJAMIN ZAVALIA

Síndico:

Dr. JORGE A. BACQUE

Gerente General:

Dr. PEDRO CAMILO LOPEZ

Secretario del Directorio:

Sr. Rodolfo J. Giúdice

(1) - Integración del Directorio al 30.09.84



**BANCO CENTRAL
DE LA REPUBLICA ARGENTINA**

Comité

Editorial

Daniel Dueñas

Ernesto V. Feldman

Ernesto Gaba

Elías Salama

Coordinador Técnico

Manuel Alonso Olivera

Las opiniones expresadas en esta revista son de responsabilidad exclusiva de los autores y no representan necesariamente el criterio de este Banco.

ensayos económicos

SEPTIEMBRE DE 1984
Nº 31 - 2da. Parte

ARTICULOS

Aspectos fiscales de la Cuenta Regulación Monetaria por Ricardo López Murphy	1
Comentario: Carlos A. Carballo	23
Réplica	27
Compensación de reservas de efectivo mínimo. La Cuenta Regulación Monetaria, el resultado cuasi fiscal del Banco Central y la transformación del sistema financiero argentino, por Julio A. Piekarz ..	29
Comentario: Domingo I. Stamati	139
Réplica	149

COLABORAN EN ESTE NUMERO:

CARBALLO, Carlos Alberto: Egresado de la Universidad de Buenos Aires. Es profesor de la Universidad Católica Argentina y miembro del Consejo Directivo de la Asociación de Historia Económica Argentina. Ha dictado cursos y conferencias en distintos centros de estudio y entidades financieras.

LOPEZ MURPHY, Ricardo: Cursó estudios en la Universidad Nacional de la Plata y en la Universidad de Chicago. Actualmente es profesor en la Universidad Nacional de La Plata. Fue director Nacional de Análisis e Investigación Fiscal de la Secretaría de Hacienda de la Nación. Asimismo ocupó el cargo de Asesor de la Presidencia del Banco Central de la República Argentina. Publicó trabajos sobre temas de finanzas públicas.

PIEKARZ, Julio A.: Egresado de la Universidad de Buenos Aires, de la Universidad de Belgrano y de la Universidad de Cambridge. Es profesor de la Universidad Nacional de Mar del Plata, del Instituto Torcuato Di Tella y de la Universidad Argentina de la Empresa. Autor de publicaciones sobre economía monetaria y sistema financiero.

STAMATI, Domingo I.: Graduado en la Universidad de Buenos Aires. Ex Director de Programación Monetaria del Ministerio de Economía. Actualmente es Gerente de Investigaciones Económicas de una institución financiera privada. Ha publicado artículos sobre temas financieros.

NOTA: Los dos trabajos incluidos en este número han sido presentados en los VII Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo -22 y 23 de octubre de 1984- organizadas por el Banco Central de la República Argentina.

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_g = 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 pivotado 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.

COMENTARIO DE CARLOS A. CARBALLO
AL TRABAJO DE RICARDO LOPEZ MURPHY

El trabajo que comentamos tiene, sin duda, un alto sentido de la oportunidad. El déficit parafiscal del Banco Central, en cuyo centro se encuentra la cuenta de regulación monetaria, ha adquirido tal importancia que todo trabajo que colabore a su cabal comprensión es, sin duda, bienvenido.

No podemos dejar de coincidir en el análisis del carácter fiscal de este instrumento, tanto como herramienta para ampliar la base del impuesto inflacionario, recaudándolo en su integridad también sobre las cuentas corrientes, como en el análisis de que, en definitiva, la compensación sobre el encaje no es otra cosa que el servicio de una deuda pública colocada mandatoriamente en el sistema financiero.

El interesante intento de cuantificación nos lleva a reflexionar que durante los últimos tiempos se han agregado otros importantes elementos fiscales al régimen de la cuenta de regulación monetaria.

En efecto, el pase a un sistema de encajes cercanos al 100% y a un régimen de redescuentos ha implicado agregar como ingreso a la cuenta de regulación monetaria los diferenciales abonados a las cuentas de depósito de menor plazo.

Durante el corriente año se ha agregado la creación de un margen financiero entre tasas de remuneración de los efectivos mínimos y tasas de redescuento, reforzando aún más las características impositivas del sistema.

Los comentarios realizados acerca de la consolidación de deudas a largo plazo, financiadas con depósitos a corto plazo, nos sugieren una digresión. Las dificultades planteadas por esta circunstancia sólo pueden existir en un contexto donde la masa de depósitos crezca a un ritmo inferior a la tasa de interés, o donde el encaje implícito del sistema sea creciente. En un marco donde operen estas fuerzas, el crédito privado debe crecer a una tasa inferior a la tasa de interés.

Ahora bien, con nuestras tasas de inflación, altísimas en términos nominales, cuánto menos puede subir el crédito privado que la tasa de interés. Seguramente que la política monetaria restrictiva, aplicada a través del crecimiento de los encajes implícitos en un contexto de caída del volumen de depósitos en términos reales, tiene mucho que ver con la particular configuración de nuestro mercado financiero que presenta un amplio desarrollo de mercados no regulados y tasas de interés en el mercado interbancario, sistemáticamente mayores que las tasas de los mercados informales.

La exploración que realiza el autor alrededor de las posibilidades de sustitución del actual sistema, ponen en evidencia que todas ellas implicarán un traslado del déficit parafiscal del Banco Central a la Tesorería, sin alterar su volumen, salvo en la medida en que lo hagan las tasas de interés -lo que también es cierto en el caso de la cuenta de regulación monetaria-.

Personalmente estoy convencido de que en su estructura actual es indispensable eliminar el actual sistema, juntamente con el excesivo énfasis en controlar la situación monetaria a través de la expansión secundaria.

La volatilidad de nuestra tasa de interés real y nominal y el sesgo extremadamente cortoplacista de las operaciones están, sin duda, asociadas de cerca a esta utilización casi única de la regulación de la expansión secundaria como herramienta de la política monetaria. El fraccionamiento de nuestros mercados financieros y la perturbación de la economía bancaria le están, por cierto, cercanamente vinculadas.

El trabajo comentado constituye un aporte valioso para caracterizar la verdadera naturaleza económica de este instituto y colaborará, seguramente, a la formación de la decisión de política necesaria para su reforma.

REPLICA DE RICARDO LOPEZ MURPHY

AL COMENTARIO DE CARLOS A. CARBALLO

En el comentario de Carlos Carballo se hacen algunas extensiones sobre los elementos de juicio volcados en el análisis del sistema financiero y el particular mecanismo de regulación adoptado por el Banco Central de la República Argentina.

Me interesan enfatizar tres de ellas:

a) Las restricciones existentes a la refinanciación de deudas a largo plazo cuando existe un volumen de depósitos cayendo en términos reales o en términos del devengamiento de intereses nominales.

Esta dificultad generará en los mercados financieros interbancarios serias presiones, donde como dice Carballo, se verificarán tasas de interés sistemáticamente mayores que las reguladas y que los mercados no regulados. El costo de asignación de recursos de una mercancía con precios diferentes según el carácter legal del demandante no puede ser ignorado y esto es exponencialmente mayor según la diferencia que se observe.

b) Resulta indispensable eliminar el actual sistema juntamente con el excesivo énfasis en controlar la situación monetaria a través de la expansión secundaria.

La necesidad de replantear el esquema de regulación monetaria permitiendo una interpretación y comprensión por parte de los agentes económicos de manera más rápida y precisa es, en el fondo, el motivo principal del trabajo. Creo que se están dando pasos en ese sentido.

En relación a la inconveniencia de contrarrestar un déficit fiscal considerable con mecanismos monetarios, coincido en lo costoso que en general ha resultado tanto para el corto como para el largo plazo. La lucha central contra la inflación debe darse esencialmente a nivel del déficit fiscal, que en última instancia determinará la viabilidad de la misma política monetaria.

c) El fraccionamiento de los mercados financieros y la perturbación de la economía bancaria.

En el punto a) ya se tocó este aspecto pero conviene resaltar el grave costo que tiene para el sistema financiero una política de regulación de plazos, tasas y destinatarios del crédito e intermediación alejada de los valores de mercado. Lo más probable es que en tal caso el grueso de las operaciones se realicen fuera del sistema financiero oficial y se incurran en serios costos de sobredimensionamiento simplemente por la regulación adoptada. A las tasas de inflación tan elevadas que tiene el país parece demasiado pedirle al sistema financiero, que recaude impuestos por encima de sus valores históricos (inflacionario y spread de intermediación); quizá en tal caso deje de cumplir su misión fundamental.

COMPENSACION DE RESERVAS DE EFECTIVO MINIMO - LA CUENTA REGULACION MONETARIA, EL RESULTADO CUASI FISCAL DEL BANCO CENTRAL Y LA TRANSFORMACION DEL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO

por Julio A. Piekarz

SUMARIO

- 1 - *Introducción.*
- 2 - *Creación de la Cuenta Regulación Monetaria y funcionamiento en el período junio de 1977 - junio de 1982.*
- 3 - *La cuenta Regulación Monetaria y el sector externo.*
- 4 - *Cambios introducidos en el funcionamiento del sistema financiero a partir de julio de 1982.*
- 5 - *El crédito al sector privado.*
- 6 - *El resultado cuasi fiscal del Banco Central. Un nuevo concepto ad-hoc.*
- 7 - *Resultado cuasi fiscal del Banco Central y expansión monetaria.*
- 8 - *Cuenta Regulación Monetaria, resultado cuasi fiscal del Banco Central y el crédito al sector privado.*
- 9 - *La cuenta Regulación Monetaria y el resultado cuasi fiscal del Banco Central. Valores devengados y de caja.*
- 10 - *Factores subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria y en el déficit cuasi fiscal del Banco Central.*
- 11 - *El crédito a mediano y largo plazo y la transformación de plazos de las operaciones del sistema financiero.*
- 12 - *Efecto de medidas alternativas de política sobre el resultado cuasi fiscal del Banco Central.*
- 13 - *La supresión de la Cuenta Regulación Monetaria, el déficit cuasi fiscal del Banco Central y la transformación del sistema financiero.*
- 14 - *Síntesis de algunas conclusiones.*

SINTESES

El objetivo del trabajo es desarrollar un marco de análisis comprensivo que permita examinar el mecanismo de compensación de encajes de la Cuenta Regulación Monetaria, para aplicar el esquema obtenido a la revisión de la naturaleza y significado de esa Cuenta y a la identificación de los factores monetarios y fiscales subyacentes en la misma, todo ello a través de los distintos cambios institucionales ocurridos en el sistema financiero argentino desde el año 1977.

Complementariamente, se analizan formas alternativas que podría adoptar la eliminación de la Cuenta Regulación Monetaria y los efectos que cabría esperar en cada caso.

El trabajo persigue exclusivamente fines de clarificación técnica. En su desarrollo se considera ante todo la relación entre la expansión monetaria generada por la Cuenta Regulación Monetaria, la base monetaria y sus componentes, el valor de M_1 y los encajes legales, introduciéndose a continuación el concepto de resultado cuasi fiscal del Banco Central. Se distingue para este último entre resultado devengado y de caja, se evalúa la relevancia de la distinción, se determina el efecto de cada uno sobre la expansión monetaria y se analiza la forma en que se "financia" el déficit cuasi fiscal de caja. A partir de estos elementos resulta posible identificar los factores subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria y el resultado cuasi fiscal del Banco Central, así como establecer la relación entre estos factores y el financiamiento a los sectores público y privado, incluyendo en este último caso el efecto de los plazos de los créditos y los subsidios implícitos. Finalmente, se simula el efecto de algunas medidas de política y se desarrollan aspectos de la relación entre la eliminación de la Cuenta Regulación Monetaria y la transformación del sistema financiero a encajes fraccionarios no retribuidos.

Entre las conclusiones alcanzadas, pueden destacarse las siguientes: a) el resultado cuasi fiscal del Banco Central es un concepto económicamente más relevante que el resultado de la Cuenta Regulación Monetaria para analizar los efectos monetarios y fiscales de un mecanismo de compensación de encajes como el que ha existido en la Argentina; b) pueden identificarse tres componentes básicos en el déficit cuasi fiscal del Banco Central: i) intereses y/o ajustes por la deuda implícita del sector público con el sistema financiero, ii) subsidios al sector privado por compensación neta de los encajes técnicos y iii) subsidios al sector privado originados en tasas medias de redescuentos y otras financiaciones del Banco Central inferiores, por períodos, a las tasas medias de compensación de las reservas de efectivo mini-

mo; c) es esencialmente el déficit cuasi fiscal del Banco Central devengado —y no el de caja, que en general ha sido muy superior— el que sustrae posibilidades de hacer crecer el crédito al sector privado; d) la diferencia entre el déficit cuasi fiscal de caja y el déficit cuasi fiscal devengado ha representado básicamente una fuente de crecimiento del crédito al sector privado por acumulación de intereses y ajustes devengados; e) aparte de los subsidios implícitos en el déficit cuasi fiscal devengado, el déficit cuasi fiscal de caja ha implicado la transferencia a las entidades financieras y sus deudores de un subsidio como consecuencia de la asunción por parte del Estado (Banco Central y Cuenta Regulación Monetaria) de la transformación de plazos entre las operaciones pasivas y activas; f) para una evolución dada del crédito al sector privado, la expansión monetaria generada por el déficit cuasi fiscal sólo puede reducirse, básicamente, si se amplía el plazo medio de los depósitos y/o si se reduce el déficit cuasi fiscal devengado; g) un sistema financiero basado en encajes no retribuidos se traduce, en general, en un menor grado de rigidez en el manejo de la política monetaria y crediticia y en un mayor grado de competencia en el sistema financiero.

1 - INTRODUCCION

A partir de mediados de 1977 se encontrará dentro de los determinantes de la base monetaria, como factor de importancia variable pero en general significativa, la Cuenta Regulación Monetaria, un elemento sui generis tanto en relación con la experiencia argentina histórica como prácticamente en relación con la experiencia internacional conocida, elemento que como es sabido representa el efecto monetario neto de la compensación de las reservas de efectivo mínimo de los depósitos a plazo.

Ya desde su creación en junio de 1977 la Cuenta Regulación Monetaria concitó la atención pública, pero en particular la de los sectores más informados o más ligados directa o indirectamente a las operaciones del sistema financiero. A partir de los cambios introducidos en el sistema financiero en julio de 1982, la Cuenta Regulación Monetaria se constituyó en el factor predominante de variación de la base monetaria y de la creación total de dinero misma y, coincidiendo con ello, no se está le-

jos de la verdad si se afirma que su status, causas y efectos han pasado a ser objeto de debate público generalizado.

En el contexto de este debate se ha opinado variadamente que la expansión generada por la Cuenta Regulación Monetaria es déficit fiscal oculto, creación de dinero por el Sector Público que se agrega a la generada por el déficit fiscal, que esa expansión resta posibilidades de financiamiento al sector privado, que la Cuenta Regulación Monetaria es una fuente de subsidios a las entidades financieras, que es la responsable de la inflación vigente, y otros juicios que sería largo enumerar.

Independientemente de esta diversidad de juicios acerca de las causas y efectos de la Cuenta Regulación Monetaria se verifica una coincidencia muy extendida en la necesidad imperiosa de eliminarla o suprimirla, y en general se espera de esa supresión una solución virtualmente automática a problemas económicos muy relevantes que ocupan una posición prioritaria en la preocupación nacional.

Muchas de las aseveraciones citadas acerca de la Cuenta Regulación Monetaria han sido escasamente fundamentadas, y en un análisis detenido se revelan como parciales o, en algunos casos, directamente como incorrectas. Factores básicos subyacentes en el mecanismo de la Cuenta Regulación Monetaria han pasado, a su vez, totalmente desapercibidos. Paralelamente, en tanto algunos efectos importantes que se esperan de su eliminación son infundados, otros no han sido siquiera notados.

La responsabilidad por esta situación debe atribuirse, en primer término, a la complejidad creciente que ha rodeado el funcionamiento del sistema financiero, reflejo a su vez en gran medida de la difícil situación económica y financiera general por la que ha atravesado

la economía argentina en años recientes. En segundo término, también es esta situación en parte producto del escaso número de trabajos de difusión o investigación que ha habido sobre la Cuenta Regulación Monetaria no obstante haber funcionado ésta durante ya siete años.

El presente trabajo trata de contribuir, desde una perspectiva limitada, a superar esta última deficiencia. Como se hará evidente de su desarrollo, persigue exclusivamente objetivos de clarificación, tratando de identificar los factores subyacentes en la expansión monetaria generada por la Cuenta Regulación Monetaria y los efectos que se derivarían de su supresión.

A tal fin el trabajo pasará rápidamente de una descripción institucional de la Cuenta Regulación Monetaria a una explicación de su significado monetario y económico, primero para el período junio 1977-julio 1982 y luego para el período desde julio de 1982 hasta el presente.

El plan del trabajo es el siguiente. En la sección 2. se describen los aspectos institucionales de la Cuenta Regulación Monetaria a partir de su creación en junio de 1977 y de su funcionamiento hasta junio de 1982. En ese contexto y a partir de la condición requerida para que el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria sea nulo, se clarifican las condiciones bajo las cuales es posible operar un sistema de encaje fraccionario con encajes diferenciales y sin Cuenta Regulación Monetaria así como los factores subyacentes en la misma en ese período. También se indican cualitativamente las razones que permitieron reducir su efecto expansivo en esos años.

La sección 3. está dedicada a la relación entre la Cuenta Regulación Monetaria y el efecto monetario del sector externo, factor de variación de la base monetaria

que plantea una situación especial en relación con este tema.

En la sección 4. se describen brevemente los cambios introducidos en el funcionamiento del sistema financiero en julio de 1982, centrandó la atención en los aspectos que importan al tema de este trabajo y describiendo la forma de operar de la Cuenta Regulación Monetaria.

La sección 5. se dedica a un análisis descriptivo de los factores que determinan en el nuevo contexto iniciado en julio de 1982 la evolución del crédito al sector privado, destacando la importancia adquirida por el devengamento de intereses y ajustes.

En la sección 6. y atendiendo al nuevo contexto creado en julio de 1982 se introduce el concepto de resultado cuasi fiscal del Banco Central, que pretende ser económica y monetariamente más significativo que el centrar exclusivamente la atención en la Cuenta Regulación Monetaria. Se distingue entre resultado cuasi fiscal devengado y resultado cuasi fiscal de caja y se aplica también el concepto al período junio 1977-junio 1982.

En la sección 7. se analizan los efectos de los resultados cuasi fiscales del Banco Central devengados y de caja sobre la expansión monetaria. Se discute la relevancia de la diferencia entre ambos conceptos -devengado y caja- y se presta particular atención a la forma en que se "financian" los déficit cuasi fiscales de caja.

Las expresiones obtenidas en la sección 7. son fundamentales y permiten analizar la relación entre la Cuenta Regulación Monetaria, el resultado cuasi fiscal del Banco Central y el crédito al sector privado -lo que se efectúa en la sección 8-. Ello permite discutir la relevancia de la diferencia entre los conceptos devenga-

do y caja y la forma en que se financian los déficit de caja -sección 9-, así como identificar los factores subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria o en su concepto sustituto resultado cuasi fiscal del Banco Central -sección 10-.

La sección 11. se ocupa del tema central para el funcionamiento de la Cuenta Regulación Monetaria y del déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central de la transformación de plazos, de su origen y perspectivas.

En la sección 12., tomando ventaja de todos los desarrollos y clarificaciones alcanzados en las secciones precedentes se analiza el efecto de algunas medidas de política sobre la expansión generada por el resultado cuasi fiscal del Banco Central.

La sección 13., plantea la relación entre supresión de la Cuenta Regulación Monetaria y la transformación del sistema financiero y analiza el efecto que ello tendría sobre la expansión monetaria.

En la sección 14., finalmente, se sintetizan las principales conclusiones obtenidas.

2 - CREACION DE LA CUENTA REGULACION MONETARIA Y FUNCIONAMIENTO EN EL PERIODO JUNIO DE 1977 - JUNIO DE 1982

La creación de la Cuenta Regulación Monetaria como mecanismo de compensación de encajes en junio de 1977 fue un subproducto del diseño con que se instrumentó en esa oportunidad la conversión del sistema de nacionalización de depósitos -basado en un encaje legal de 100%-vigente desde 1973, a un sistema de encajes fraccionarios.

La opción de establecer encajes diferenciales, con un encaje muy elevado sobre los depósitos a la vista de

modo de no resignar la recolección de impuesto inflacionario, y un encaje no muy alejado del encaje técnico para los depósitos a plazo de modo de obviar la necesidad de retribuirlos arrojaba, dada la estructura vigente en junio de 1977 entre depósitos a la vista y depósitos a plazo, un encaje medio inferior al encaje implícito en el sistema, por lo que esta opción implicaba, de adoptarse, tener que ceder en el objetivo de neutralidad monetaria de la conversión. Adicionalmente, los encajes diferenciales habrían implicado rentabilidades distintas para los depósitos a la vista y a plazo -aspecto que cobraba mayor importancia al reservarse la capacidad de captar depósitos en cuenta corriente solo a los bancos comerciales- y, finalmente, también habrían implicado una mayor variabilidad del multiplicador de la base monetaria por eventuales cambios en las preferencias del público por depósitos a la vista vis a vis depósitos a plazo, aunque la importancia de este último punto es discutible.

Aun dejando de lado estos dos últimos efectos adicionales de los encajes diferenciales, dentro de esta misma opción existía el camino de imponer un encaje de 100% sobre los depósitos en cuenta corriente y resguardar el objetivo de neutralidad monetaria imponiendo el encaje legal que fuera necesario a los depósitos a plazo, el que por definición sería superior al técnico. Ese encaje legal sobre los depósitos a plazo podía, a su vez, ser o no compensado a través de algún mecanismo. El primer caso habría implicado un mecanismo semejante al de la Cuenta Regulación Monetaria, con un efecto monetario neto semejante. El 2do. caso habría implicado, en el contexto de tasas de interés determinadas por el mercado que se definió en junio de 1977, una ampliación del spread entre las tasas de interés activas y pasivas, con una mayor tasa de interés activa, una menor tasa de interés pasiva y una menor rentabilidad bruta para las entidades financieras. En otros términos, los mismos efectos cualitativos que los que sobrevendrían en caso de

optar por un encaje único uniforme para todos los depósitos y no retribuir a través de algún mecanismo el encaje de los depósitos a plazo.

Como es sabido, frente a las alternativas expuestas se optó por un encaje uniforme sobre todo tipo de depósitos, que inicialmente fue de 45%, estableciéndose simultáneamente la Cuenta Regulación Monetaria como mecanismo de compensación de las reservas de efectivo mínimo de los depósitos a plazo y como mecanismo recolector de un cargo sobre la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente.

La Cuenta Regulación Monetaria se estableció por ley como una cuenta del Tesoro administrada por el Banco Central y habilitada para pagar compensaciones por las reservas de efectivo mínimo que las entidades financieras mantuvieran por los depósitos a plazo y para establecer un cargo sobre la capacidad prestable que generaran a las entidades financieras los depósitos en cuenta corriente. Es importante retener que el titular de la Cuenta es el Tesoro y que el único ingreso significativo previsto en la ley es el cargo por la capacidad prestable de los depósitos a la vista.

La Ley establece que los saldos deudores resultantes del pago de compensaciones en exceso del cobro de cargos serán automáticamente financiados con adelantos del Banco Central al Tesoro, y que inversamente los saldos acreedores resultantes del exceso de ingresos por cargos respecto de los egresos por compensaciones no serán disponibles para el Tesoro.

Existe una gran cantidad de aspectos operativos referentes a la forma en que implícitamente se reglamentó esta ley a través de circulares del Banco Central -administrador de la Cuenta-, aspectos que a su vez fueron redefinidos en varias ocasiones desde la creación de la Cuenta, de los que solo se mencionarán a continuación

algunos por su implicancia particular sobre el tema en que se centra este trabajo.

La compensación de las reservas de efectivo mínimo se efectivizó estableciendo mensualmente tasas de compensación, que fueron diferenciales por tipo y plazo de los depósitos a interés, que primero se limitaron a los depósitos a plazos mínimos de 30 días pero luego abarcaron también a los depósitos a plazos mínimos de 7 días, que en una primera etapa eran preanunciadas por el Banco Central pero que luego se basaron ex post -a través de una fórmula general- en las tasas de interés pasivas para depósitos a 30 días determinadas por el mercado.

El ingreso de la Cuenta Regulación Monetaria por la capacidad prestable de los depósitos a la vista, a su vez, se implementó estableciendo, también mensualmente, tasas de cargo, basadas también en la fórmula general mencionada para el caso de las compensaciones y, por tanto, indirectamente en las tasas de interés pasivas determinadas en el mercado. Las tasas de cargo, a diferencia de las tasas de compensación, fue en general única. Se establecieron márgenes de capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente exentos de cargo, dirigidos a reconocer a las entidades el mayor costo operativo de esos depósitos en relación con los depósitos a plazo, el costo de administrar cuentas de los intermediarios financieros no bancarios computables para la integración del efectivo mínimo y, en general, dirigidos a reservar un instrumento para estimular a las entidades a favorecer la captación de depósitos en cuenta corriente. Téngase en cuenta que el costo que se cobraba por la capacidad prestable de éstos determinaba que su captación por las entidades implicaba recolección de impuesto inflacionario para el sector público.

Es interesante señalar que las entidades financieras devengaban durante cada mes las compensaciones y cargos por las reservas de los depósitos a plazo y la

capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente, respectivamente, y las cobraban al mes siguiente luego de hacer sus declaraciones al Banco Central a través de las correspondientes fórmulas informativas. Esto significa, para ejemplificar con casos extremos, que por ejemplo una entidad financiera no bancaria con una cartera de depósitos a 7 días y préstamos a 30 días, debía financiar parte del pago de intereses de los depósitos. En tanto que una entidad financiera con depósitos a plazos largos y préstamos a corto plazo recibía los intereses de los depósitos con anticipación. Se resaltan estos aspectos porque esta forma de pagar y cobrar de la Cuenta no favorecía la transformación de plazos, variable que cobrará importancia en este trabajo. Aunque estos elementos podían ser compensados por las entidades, en el contexto vigente de tasas de interés libres, aumentando los spreads en función del riesgo.

Nótese, finalmente, que las compensaciones también incluían los encajes técnicos.

Los pagos mensuales de compensaciones determinan, al ser atendidos con financiamiento del Banco Central, una expansión de la base monetaria, en tanto que el cobro de cargos determina una absorción. El efecto neto de la Cuenta Regulación Monetaria sobre la base monetaria fue expansivo y en general significativo durante la mayor parte del período junio 1977 - junio 1982, y es naturalmente este aspecto el que ha atraído en ese período la atención y preocupación de los analistas.

Si se desarrolla una expresión simplificada para el efecto monetario neto de la Cuenta Regulación Monetaria en este período, se podrán obtener conclusiones acerca de los factores que subyacen en el mismo y una versión analítica de los diversos elementos que se comentaron en esta sección.

$$\Delta \text{CRM} = e \sum_{i=1}^n i_{\text{co}}^i \text{DAP}^i - i_{\text{ca}} (1 - e - x) \text{DCC} \quad (1)$$

donde: CRM: Saldo de los adelantos del Banco Central al Tesoro para financiar los pagos netos de la Cuenta Regulación Monetaria.

e: tasa única de efectivo mínimo, en por uno.

i_{co}^i : tasa de compensación del depósito a plazo de tipo i.

DAP^i : volumen de depósito a plazo de tipo i.

i_{ca} : tasa de cargo.

x: margen de la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente exento de cargo.

DCC: volumen de depósitos en cuenta corriente.

Δ : indica variación.

n: número de depósitos a plazo con compensación diferenciada.

La expresión (1) se refiere al efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria en el mes t, omitiendo el subíndice de tiempo por simplicidad. También se hace abstracción del desfase entre el momento en que las compensaciones y cargos se devengan y el momento en que se pagan y cobran. Si para mayor simplicidad se supone que la tasa de compensación es única e igual a la tasa de cargo y que el margen exento x es nulo, la expresión (1) se reduce a:

$$\Delta_{CRM}: i \left[e \text{ DAP} - (1 - e) \text{ DCC} \right] \quad (2)$$

donde: i : tasa única de compensación y cargo.

DAP: volumen total de depósitos a plazo.

Es evidente de la inspección de la expresión (2) que el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria, bajo los supuestos efectuados, es expansivo, neutro o contractivo según que respectivamente las reservas de los depósitos a plazo sean mayores, iguales o menores que la expansión secundaria de los depósitos en cuenta corriente.

En particular ha sido habitual entre los analistas ilustrar las condiciones bajo las cuales el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria es neutro, llegando naturalmente a la siguiente expresión (que se obtiene a partir de (2)).

$$e = \frac{\text{DCC}}{\text{D}} \quad (3)$$

donde: D : volumen total de depósitos.

Sin embargo, a partir de (2) es conveniente profundizar la implicancia de un efecto monetario nulo por otra vía. A partir de (2) un efecto monetario nulo implica:

$$e \text{ DAP} = (1 - e) \text{ DCC} \quad (4)$$

Sumando en ambos términos de (4) la capacidad prestable de los depósitos a plazo se obtiene:

$$e \text{ DAP} + (1 - e) \text{ DAP} = (1 - e) \text{ D} \quad (5)$$

es decir:

$$DAP = (1 - e) D \quad (6)$$

Pero teniendo en cuenta que:

$$DAP = M_4 - M_1 \quad (7)$$

$$y \quad (1 - e) D = M_4 - B \quad (8)$$

donde: M_1 : medios de pago (circulante en público más depósitos en cuenta corriente).

e : encaje legal (una vez cancelados los redescuentos).

B : Base monetaria.

M_4 : cantidad total de dinero.

la sustitución de (7) y (8) en (6) arroja como resultado:

$$B = M_1 \quad (9)$$

De acuerdo a la expresión (4) el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria es expansivo, neutro o contractivo, según que, respectivamente las reservas de los depósitos a plazo sean mayores, iguales o menores que la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente. Supuesta la cancelación de las deudas de las entidades con el Banco Central por redescuentos, la expresión (9) indica que el efecto monetario de la Cuenta depende de que la base monetaria remanente sea mayor, igual o menor al volumen de medios de pago M_1 .

Si a su vez, estilizando la realidad del período se supone que los nuevos redescuentos al sistema financiero

eran de orden menor, se tiene:

$$B = SE + SP_u + CRM \quad (10)$$

donde: SE: saldo del Sector Externo en la base monetaria.

SP_u: saldo del financiamiento del Banco Central al Tesoro, excluidos los adelantos a la Cuenta Regulación Monetaria.

Sustituyendo (10) en (9) se tiene:

$$SE + SP_u + CRM = M_1 \quad (11)$$

Estas expresiones permiten sentar diversas conclusiones de interés por sí mismas y para las partes siguientes del trabajo. En primer término la expresión (11) implica que el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria es expansivo en la medida en que el financiamiento acumulado del Banco Central al Tesoro -incluyendo en el mismo al sector externo- excede el stock acumulado de M₁.

Por otra parte la expresión (6), equivalente a la (11), indica que el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria es expansivo en la medida en que los depósitos a plazo exceden la capacidad prestable de los depósitos totales, o sea la expansión secundaria total.

Un corolario de esta última proposición es que si los depósitos a plazo son iguales a la capacidad prestable de los depósitos totales -caso en que el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria es nulo- es también posible establecer un encaje de 100% sobre los depósitos en cuenta corriente y un encaje nulo sobre los depósitos a plazo, sin necesidad, naturalmente, de Cuenta Regulación Monetaria.

Dentro de este esquema simplificado surge entonces con claridad que tanto la imposibilidad en junio de 1977 de establecer encajes diferenciales sin retribución como la necesidad de establecer un mecanismo de compensación de encajes se originan en que a esa fecha el financiamiento acumulado del Banco Central al Tesoro excedía la base del impuesto inflacionario, con lo que el Tesoro se había financiado implícitamente a través del Banco Central colocando un cuasi título llamado "reservas de depósitos a plazo" y las compensaciones de la Cuenta Regulación Monetaria, por esa parte al menos, no hicieron otra cosa que implementar un mecanismo a través del cual pagar el interés de esos "cuasi títulos".

Si bien de los desarrollos anteriores se infiere que el efecto monetario expansivo de la Cuenta Regulación Monetaria representa, por una parte, intereses de una deuda pública y por tanto déficit fiscal, ello es solo parte de la verdad y debe ser calificado.

En primer término, también representaban en parte los pagos netos de la Cuenta Regulación Monetaria un subsidio a los sectores privado financiero y no financiero, al compensarse el encaje técnico de los depósitos a plazo, egreso no necesariamente compensado por el ingreso originado en el cobro de un cargo sobre el encaje técnico de los depósitos en cuenta corriente.

Segundo, la parte de los pagos netos de la Cuenta Regulación Monetaria apropiable al efecto monetario del sector externo debe ser calificada ya que representa pago de intereses por una "cuasi deuda" contraída para adquirir, a través del Banco Central, un activo rentable constituido por las reservas internacionales. El sector externo, plantea, en relación con este tema, un problema específico que se tratará por separado en la sección siguiente.

Por lo que hace a los pagos netos de la Cuenta Re-

gulación Monetaria que representa intereses de una deuda pública, el efecto monetario expansivo de la Cuenta refleja a) la evolución del déficit fiscal, b) la política seguida de financiamiento del déficit fiscal y c) la evolución de la recaudación del impuesto inflacionario.

Cuanto mayor haya sido el déficit fiscal y el efecto monetario del sector externo financiados con expansión monetaria en exceso de la base del impuesto inflacionario, mayor será el efecto monetario expansivo de la Cuenta Regulación Monetaria.

Respecto de la política de financiamiento del déficit fiscal, el financiamiento a través de esta "cuasi" deuda implicó financiarse con deuda de muy corto plazo -ya que los depósitos estuvieron durante este período a plazos comparativamente cortos- por lo que el pago de intereses se refleja inmediatamente en el déficit de caja del sector público. Si bien los pagos de la Cuenta Regulación Monetaria apropiables a este concepto no se computan formalmente dentro del déficit fiscal medido convencionalmente, representan indudablemente gasto público y deben agregarse para medir el déficit fiscal. Esta forma de financiamiento del déficit fiscal debe ser comparada, en cuanto a su eficiencia y conveniencia, con formas más convencionales tales como la emisión de títulos de la deuda pública.

Un corolario de este hecho es que, desde este punto de vista, los intereses internos computados en el déficit fiscal son sensibles al grado en que el Tesoro se financia a través del Banco Central y por períodos el déficit fiscal computado convencionalmente subestima las verdaderas magnitudes.

Con estas clarificaciones es posible sentar algunas conclusiones adicionales respecto del funcionamiento de la Cuenta Regulación Monetaria en este período. Primero, queda claro ahora que una eventual decisión de no com-

pensar los encajes, aparte de sus implicancias sobre el funcionamiento del sistema financiero y de la economía por aumento de la tasa activa y disminución de la tasa pasiva y de la rentabilidad de las entidades, habría representado de parte del Tesoro un intento de hacer recaer el costo de parte importante de la deuda pública acumulada sobre el sector privado.

Segundo, en la medida en que los pagos netos de la Cuenta Regulación Monetaria representaban intereses de una deuda pública "oculta", la política de tasas de compensación seguida para los depósitos a distintos plazos era una política de tasas de interés para la deuda pública, la que influyó sobre la composición por plazos de los depósitos y por tanto de parte de la deuda pública.

Tercero, los pagos netos de la Cuenta Regulación Monetaria por esta deuda representaban equivalentemente déficit fiscal de caja y déficit fiscal devengado, ya que más allá del desfase de 1 mes, todo lo devengado era pagado. Los pagos netos de la Cuenta Regulación Monetaria apropiables al efecto monetario del sector externo, sin embargo representaban un déficit fiscal de caja con la contrapartida de un ingreso fiscal devengado. Esta fue también una forma de transformación de plazos entre operaciones activas y pasivas, solo que las activas eran en divisas y las pasivas eran en pesos.

Cuarto, la opción de transformar el sistema financiero a un esquema de encajes fraccionarios -uniformes o diferenciales- sin Cuenta Regulación Monetaria y sin ampliación de los spreads habría requerido al momento de la conversión ampliar la base del impuesto inflacionario -M₁- hasta un valor equivalente a la base monetaria. Esto no habría sido otra cosa que monetizar la deuda implícita en el encaje de los depósitos a plazo a través de la fijación de un encaje medio legal inferior al encaje medio implícito del sistema (o complementariamente

el Estado debería haber colocado un título de la deuda pública).

A partir de la situación por la que se optó de transformación monetariamente neutra con encaje único, remuneración del encaje de los depósitos a plazo y cobro de un cargo sobre la capacidad prestable de los depósitos a la vista, la disminución y eventual eliminación del efecto monetario expansivo de la Cuenta Regulación Monetaria requería -abandonadas otras opciones ya comentadas- equilibrar el valor de la base monetaria con el de M_1 , lo que implicaba los siguientes factores complementarios: a) disminuir el financiamiento del Banco Central al Tesoro y/o b) promover un aumento de M_1 . Esto, en el diseño que se dio a la transformación, era equivalente a reducir la diferencia entre las reservas de los depósitos a plazo y la expansión secundaria de los depósitos a la vista.

El efecto monetario expansivo de la Cuenta Regulación Monetaria fue disminuido efectivamente a través del período, y ello operó básicamente a través de la disminución del financiamiento del Banco Central al Tesoro, lo que permitió reducir progresivamente el encaje único. Sin embargo, es importante notar que desde el punto de vista estrictamente fiscal la disminución relativa del financiamiento del Banco Central al Tesoro fue en parte lograda a través de un régimen crediticio para el sector público por el cual las empresas del Estado acudieron a satisfacer necesidades crediticias al mercado de crédito abastecido con la capacidad prestable de los depósitos, sustituyendo transferencias que antes recibían directamente del Tesoro.

3 - LA CUENTA REGULACION MONETARIA Y EL SECTOR EXTERNO

Como se hizo notar en el punto precedente, en la medida en que la base monetaria excede a la base del im-

puesto inflacionario, el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria es necesariamente expansivo y significa que una parte del financiamiento acumulado del Banco Central al Tesoro está implícitamente sustentado en reservas de depósitos a plazo, que son compensadas precisamente por la citada Cuenta.

Las operaciones externas del Banco Central producen variaciones de la base monetaria, y el saldo acumulado del sector externo neto en la base monetaria puede ser positivo o negativo. En el primer caso -un saldo neto acumulado positivo- el sector externo generó una expansión de la base monetaria, y el exceso de ésta respecto de la base del impuesto inflacionario -exceso que determina el efecto monetario expansivo de la Cuenta Regulación Monetaria- es en parte apropiable al sector externo.

Ello significa que el Tesoro financió la adquisición de reservas internacionales en parte con impuesto inflacionario y en parte con la "cuasi deuda" o deuda implícita constituida por las reservas de los depósitos a plazo.

Sin embargo, como las reservas internacionales constituyen en general un activo rentable -cuyos intereses no son sin embargo computados como ingresos a los efectos de la medición convencional del déficit fiscal-, la compensación por la Cuenta Regulación Monetaria de las reservas de depósitos a plazo que financiaron su compra no es claro que sea déficit fiscal. En rigor, la parte de esas reservas financiadas con impuesto inflacionario generan un superávit, ya que constituyen un activo rentable sustentado en un pasivo sin costo.

Un saldo neto acumulado positivo del sector externo en la base monetaria puede haberse generado por superávit comercial, ingreso de préstamos del exterior por el sector privado o ingreso de préstamos del exterior por

el sector público. En el caso en que haya sido generado por ingresos privados de préstamos financieros, que generalmente son a plazos más largos que los plazos característicos de los préstamos locales, el efecto monetario expansivo de la Cuenta Regulación Monetaria apropiable al sector externo no representa déficit fiscal devengado, pero sí representa un déficit fiscal de caja debido a que depósitos en pesos a corto plazo financian implícitamente préstamos en divisas a plazos más largos. Si el sector privado pagará mensualmente los intereses de los préstamos tomados en el exterior, en efecto, el efecto monetario neto de compensar las reservas de los depósitos a plazo que financiaron la compra de reservas internacionales estaría neutralizado por una absorción vía sector externo al vender el Banco Central las divisas al sector privado.

Lo mismo sucede en cuanto a transformación de plazos en el caso en que los préstamos en el exterior hayan sido tomados por el sector público con la excepción de que en este caso el pago de las reservas de los depósitos a plazo que financiaron implícitamente la adquisición de reservas constituyen déficit fiscal.

Finalmente, en el caso en que las reservas internacionales sean el resultado de un balance comercial favorable el pago de compensaciones sobre las reservas de los depósitos a plazo que financiaron su compra no constituye tampoco déficit fiscal.

Un saldo acumulado neto negativo del sector externo en la base monetaria significa que el Banco Central tomó préstamos en el exterior y que luego vendió reservas internacionales para efectuar pagos al exterior. El mero ingreso de los préstamos del exterior traídos por el Banco Central no determina en sí mismo gasto público excepto por el spread entre las tasas activas y pasivas internacionales. Si la venta de las reservas que convierte al sector externo en negativo implica disminuir

reservas de depósitos a plazo, entonces el saldo neto acumulado negativo tampoco genera déficit fiscal e implica un menor efecto expansivo de la Cuenta Regulación Monetaria. Obviamente en este caso el efecto monetario expansivo de la Cuenta Regulación Monetaria no es apropiable en absoluto al sector externo.

Existe una dificultad, en el caso de las operaciones del sector externo, relacionada con la forma en que las mismas son contabilizadas. Los ingresos que devenga el Banco Central o el Tesoro por las reservas internacionales se contabilizan al ser esas reservas vendidas. Este punto se hace explícito pero no se incorpora en el análisis precedente.

Esta breve consideración del sector externo en relación con la Cuenta Regulación Monetaria revela dos aspectos que conviene introducir en el análisis de los factores subyacentes en la misma. En primer término la necesidad de considerar, junto con el efecto monetario expansivo de los egresos netos de la Cuenta Regulación Monetaria, el ingreso de los activos del Banco Central que han dado origen al aumento de las reservas de los depósitos a plazo que la Cuenta compensa. En segundo término la conveniencia de distinguir entre valores devengados y valores de caja.

Estos dos aspectos asumirán una importancia singular en las partes siguientes de este trabajo, en particular al investigarse los factores subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria en el período que se inicia luego de los cambios introducidos en el sistema financiero a partir de julio de 1982.

El primer aspecto lleva, en efecto, a sugerir como más relevante desde el punto de vista económico y monetario considerar no a la Cuenta Regulación Monetaria, sino a un concepto que se denominará resultado cuasi fiscal del Banco Central. El segundo aspecto lleva a

distinguir entre resultado cuasi fiscal del Banco Central devengado y resultado cuasi fiscal del Banco Central de caja. Estos puntos se tratarán a partir de la sección 5., luego de analizar los cambios ocurridos en el sistema financiero a mediados de 1982.

4 - CAMBIOS INTRODUCIDOS EN EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO A PARTIR DE JULIO DE 1982

En todo el período que va desde junio de 1977 hasta junio de 1982 el sistema financiero operó bajo un esquema de encaje fraccionario único, que inicialmente fue de 45% y que descendió progresivamente hasta alcanzar 10% para luego volver a subir. En junio de 1982 el encaje único era de 13,5%. Correspondientemente, el crédito en moneda local al sector privado estaba basado esencialmente en la capacidad prestable de los depósitos y los redescuentos del Banco Central ocupaban, como fuente de crédito, un lugar limitado. Como se señalara, finalmente, la Cuenta Regulación Monetaria había vuelto a tener un efecto monetario expansivo, pero acotado, ya que compensaba el encaje reducido -13,5%- de los depósitos a plazo y cobraba un cargo por la ampliada capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente.

Estas condiciones fueron modificadas sustancialmente a partir de julio de 1982. Los cambios introducidos en el sistema financiero en ese mes, por la Comunicación "A" 144 del Banco Central, sustituyeron la capacidad prestable de los depósitos por un redescuento del Banco Central, el Préstamo Básico (luego Préstamo Consolidado) a efectos de refinanciar a largo plazo y menores tasas de interés las deudas del sector privado con el sistema financiero. Los depósitos quedaron sujetos a un encaje legal de 100% que las entidades pudieron cumplimentar con los fondos recibidos del redescuento del Banco Central y los créditos de las entidades financieras, hasta entonces basados en la capacidad prestable de los depó-

sitos, pasaron a sustentarse en el redescuento del Banco Central. Simultáneamente se dispuso que las tasas de interés, que hasta entonces eran determinadas por el mercado, serían reguladas por el Banco Central y las entidades financieras, que por la operatoria de préstamos y depósitos devengaban hasta entonces el spread entre las tasas libres activas y pasivas, pasaron a percibir como ingresos el spread regulado entre la tasa de interés activa y las tasas del redescuento y bonificaciones -de hecho "comisiones"- por la captación de depósitos.

Virtualmente todos los depósitos que hasta junio de 1982 estaban sujetos a la tasa única de efectivo mínimo -de 13,5% en ese mes-, quedaron sujetos a un encaje legal de 100% y a tasas de interés máximas fijadas por el Banco Central. Simultáneamente se implementaron otros dos subsistemas de depósitos, sin embargo, no sujetos -uno formalmente y el otro de hecho- a encaje legal. En primer término, un subsistema de depósitos a tasa de interés no regulada, a determinarse por el mercado, a plazos mínimos de 90 días, y cuyo volumen de captación se sujetó -por razones de política monetaria- a un cupo fijado mensualmente por el Banco Central. En segundo término un subsistema de depósitos ajustables por el índice de precios al consumidor, inicialmente a plazos no inferiores a 1 año y sujetos formalmente a un encaje de 100% pero en los hechos a un encaje fraccionario, ya que su captación habilitaba a las entidades financieras a utilizar en forma automática, un redescuento ajustable del Banco Central -el Límite Especial de Préstamos- que inicialmente no estuvo sujeto a límite.

Inicialmente y por un período considerable la porción ampliamente mayoritaria de los depósitos estuvo constituida por los depósitos sujetos a encaje de 100% y tasa de interés nominal máxima, llamados comúnmente depósitos "regulados". Ello fue así porque los depósitos a tasa de interés libre estuvieron siempre sujetos a un cupo limitado y porque los depósitos ajustables, si bien

tomaron importancia creciente a través del tiempo, tardaron en adquirir una significación más o menos notable. Los depósitos "regulados" a partir de julio de 1982 -que no eran sino los depósitos sujetos a encaje único de junio de ese año- retuvieron las normas sobre plazos mínimos preexistentes y, dadas las condiciones inflacionarias y de incertidumbre en que operó la economía, se mantuvieron en los plazos cortos -básicamente hasta 30 días- que los caracterizaban también en la etapa anterior.

El préstamo Básico que sustituyó la capacidad prestable de los depósitos y que a partir de entonces sustentaría los créditos que antes sustentaba aquella, se acordó con una serie de instrucciones acerca de las condiciones en que podía y/o debía refinanciarse la cartera de créditos y, en lo esencial, el cronograma de recuperación de este redescuento por el Banco Central procedería a un ritmo acorde a la recuperación de los préstamos refinanciados a los clientes por las entidades financieras. Esto último implicaba un calce, básicamente, entre el plazo de los préstamos refinanciados y el plazo de los redescuentos del Banco Central que a partir de entonces los sustentaban.

Las condiciones de refinanciación de las carteras activas de las entidades financieras incluyeron normas que diferenciaron costo y plazo según distintos atributos de los deudores, y fueron cambiantes a través del tiempo. Sería demasiado largo y ajeno al objetivo central de este trabajo describir en detalle todos los aspectos contemplados en las condiciones, por lo que sólo se mencionarán acá los de particular relevancia para el tema encarado.

En primer término, el Banco Central fijó para las entidades financieras un cronograma global mínimo de cancelaciones del Préstamo Básico, a 60 meses, con amortizaciones mínimas de capital de 2,5% durante los prime-

ros veinte meses y de 1,25% durante los 40 meses siguientes, dentro del cual las entidades podían acomodar las refinanciaciones individuales que acordaran a sus clientes.

En segundo término, el Banco Central indicó que las refinanciaciones podían acordarse bajo cualquiera de dos modalidades alternativas, no ajustable o ajustable. Bajo la modalidad no ajustable, independientemente de la amortización de las cuotas de capital original, los clientes refinanciados debían pagar mensualmente a las entidades los intereses nominales mensuales de sus saldos de deuda. Bajo la modalidad ajustable, en cambio, los clientes debían pagar mensualmente a las entidades el valor ajustado de las cuotas de capital. Dado que los créditos refinanciados estaban calzados con los redescuentos que los sustentaban, estas condiciones de refinanciación se reflejaron en condiciones sumejantes de pago de intereses y ajustes de las entidades financieras al Banco Central.

Dado el mayor alivio financiero implicado la mayoría de los deudores refinanciados optó por la modalidad ajustable, lo que implicó que el redescuento concedido por el Banco Central quedó acordado en condiciones de lenta recuperación no sólo de capitales sino también de intereses y ajustes. Las implicancias de esto sobre los determinantes de la evolución del crédito al sector privado a partir de estos cambios se examinan en la sección siguiente y serán de utilidad para establecer las tesis centrales de este trabajo en lo que se refiere a los factores subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria.

Segundo, simultáneamente con estos cambios se dispuso una modificación en el régimen crediticio del sector público, consistente básicamente en retirar a las empresas públicas de la obtención directa de fondos del mercado de crédito y pasando sus necesidades financieras a ser abastecidas a través del Tesoro.

Los préstamos acordados por entidades financieras que tenían vigentes al momento de estos cambios, a su vez, debían ser cancelados a su vencimiento, estuvieran o no imputados los mismos al Préstamo Básico del Banco Central, para lo cual se instituyó una línea especial de redescuento del Banco Central a las entidades financieras oficiales. Este cambio en el régimen crediticio determinó que todas las necesidades de financiamiento del Sector Público fueran abastecidas a través de la base monetaria, vía Tesoro o vía líneas especiales de redescuento.

Tercero, se dispuso el rescate de los títulos públicos Valores Nacionales Ajustables, lo que implicó monetizar una parte importante de la deuda pública, en otros términos, sustituir títulos de la deuda pública por financiamiento del Banco Central. Esta monetización de la deuda puede haberse convertido en medios de pagos, depósitos regulados o depósitos ajustables, siendo estos el sustituto más próximo, pero aún así lejos de ser perfecto, de aquellos títulos.

Cuarto, este cambio en el régimen crediticio del sector público y en las formas de financiamiento, que implicó profundizar el financiamiento a través de la base monetaria se dio, además, en un contexto de aumento del déficit fiscal.

Todos estos cambios implicaron entonces que tanto el sector privado como el sector público pasaron a ser financiados a través de la base monetaria, sustituyéndose a través de ese canal el financiamiento que el sector público derivaba de títulos de la deuda pública y de la capacidad prestable de los depósitos y el financiamiento que el sector privado obtenía de la expansión secundaria.

En el caso del sector privado esta sustitución de las fuentes de financiamiento, a su vez, solo profundizó

una tendencia iniciada en 1980 y se intensificó y continuó a pesar de la disminución operada en el Préstamo consolidado a través del tiempo porque el sector privado continuó recibiendo, por diversas razones, importantes flujos de financiamiento adicional a través de redescuentos o, alternativamente, financiamientos a largo plazo basados en depósitos.

El inicio, si bien muy tímido aún, de esta tendencia fue la implementación en setiembre de 1980 del redescuento para situaciones de iliquidez de mediano y largo plazo; ello fue seguido a partir de marzo de 1981 del redescuento para promover el alargamiento de los plazos de las operaciones del sistema financiero y luego, en 1981 también, del Bono Nacional de Consolidación Económica Financiera, hasta que en julio de 1982 fue refinanciada con redescuento del Banco Central toda la cartera activa, como se señalara, basada en la capacidad prestable de los depósitos.

Surgió simultáneamente a partir de 1981 y continuó después de la reforma de julio de 1982 una serie de líneas específicas de redescuentos del Banco Central para fines determinados. Finalmente, el subsistema de depósitos ajustables por precios operó formalmente con un encaje de 100% y la capacidad prestable habilitada a través de redescuentos; ello debido a las dificultades instrumentales para operar un sistema de encaje fraccionario uniforme basado en depósitos ajustables y a la necesidad de mantener estos depósitos como un canal de absorción de excesos de creación monetaria.

Por lo que se refiere a las operaciones pasivas del sistema, el subsistema a tasa de interés libre nunca representó más que una porción muy minoritaria del total hasta su discontinuación en agosto de 1983, en que de hecho fue sustituido por un nuevo régimen de aceptaciones sujetas a cero de encaje y que hasta el presente también representa -al estar sujeto a cupo- una parte

pequeña del total de activos monetarios del público. Los depósitos regulados a plazo fueron perdiendo importancia como consecuencia de tasas reales en general negativas y altas expectativas inflacionarias, en favor de los depósitos ajustables, que aparte de los indexados por precios al consumidor incorporaron a partir de abril de 1983 depósitos indexados por tipo de cambio a plazos mínimos de 90 días.

Si bien el aumento en la participación de los depósitos ajustables se orientó en el sentido de prolongar el plazo medio de las operaciones pasivas, cabe señalar que el plazo mínimo de los depósitos ajustables de mayor plazo -los indexados por precios al consumidor- fue disminuyendo progresivamente para favorecer la absorción monetaria, desde el plazo mínimo original de un año hasta 120 días. Solo recientemente comenzó a ampliarse nuevamente hasta los 180 días vigentes.

La demanda de M_1 , finalmente, se deterioró en función de las expectativas inflacionarias y de las altas tasas de interés nominales dispuestas en un intento de las autoridades de adecuarlas a las altas tasas de inflación.

Los cambios introducidos en el sistema financiero en julio de 1982 se tradujeron así en un profundo descalce de plazos entre las operaciones pasivas y activas, descalce de plazos que asumió el Tesoro a través de la Cuenta Regulación Monetaria y el Banco Central a través de los redescuentos. Ello, junto con la profundización del financiamiento del Banco Central al Tesoro, de la sustitución de la capacidad prestable de los depósitos como fuente de crédito al sector privado, de la vigencia de tasas reales negativas y del deterioro del aumento de la demanda de medios de pago, determinó que a partir de julio de 1982 el efecto monetario observable de la Cuenta Regulación Monetaria fuera mucho más expansivo y que

aparecieran nuevos factores subyacentes en el significado de la misma.

Para apreciar cabalmente estos hechos y poder darles expresión analítica es conveniente ante todo repasar como funcionó operativamente la Cuenta Regulación Monetaria a partir de julio de 1982.

Existe una serie de diferencias entre la forma operativa con que funcionó la Cuenta Regulación Monetaria hasta junio de 1982, y la forma operativa con que funcionó desde entonces, que no debe ocultar la semejanza fundamental, sin embargo, de sus aspectos macromonetarios entre ambos períodos.

En tanto hasta junio de 1982 la Cuenta Regulación Monetaria compensaba las reservas de efectivo mínimo de los depósitos a plazo y cobraba un cargo por la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente, a partir de julio de ese año la Cuenta Regulación Monetaria -dentro del mismo marco legal establecido para ella en junio de 1977- se hizo cargo de los intereses y ajustes de los depósitos sujetos a encaje -regulados y ajustables- y, cuando a partir de enero de 1983 comenzó a reducirse el encaje de los depósitos regulados, comenzó a cobrar un cargo o costo financiero por la capacidad prestable de esos depósitos. En lo esencial este nuevo procedimiento es equivalente al anterior, como puede verse en las siguientes expresiones en que por simplicidad se supone una única tasa de interés pasiva:

$$\Delta CRM_r = i_p DAP_r - i_n (1 - e) D_r \quad (10)$$

$$D_r = DCC + DAP_r \quad (11)$$

$$i_n = i_a - 0,005 = i_p + 0,005 \quad (12)$$

$$\Delta CRM_r = i_p \cdot e \cdot DAP_r - i_n (1-e) DCC - 0,005 (1-e) DAP_r \quad (13)$$

donde:

ΔCRM_r : pagos netos de la Cuenta Regulación Monetaria por depósitos regulados

i_p : tasa de interés pasiva

i_n : costo financiero impuesto a la capacidad prestable de los depósitos regulados

D_r : Depósitos regulados

DCC: Depósitos en cuenta corriente

i_a : tasa de interés activa

DAP_r: Depósitos regulados a plazo

La expresión (10) describe los pagos netos de la Cuenta Regulación Monetaria por depósitos regulados. La expresión (11) define los depósitos regulados como la suma de los depósitos en cuenta corriente y depósitos regulados a plazo. La expresión (12) describe la forma en que se define el costo financiero de la capacidad prestable de los depósitos regulados. La expresión (13) se obtiene por sustitución de (11) y (12) en (10) y reacomodamiento de términos, y muestra que el procedimiento de la Cuenta Regulación Monetaria a partir de julio de 1982 equivale esencialmente a compensar las reservas de los depósitos a plazo y cobrar un cargo por la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente (términos primero y segundo de la expresión), con excepción del tercer término que pueda concebirse como una disminución de las compensaciones de las reservas dirigida a limitar el spread de las entidades por el uso de la capacidad prestable a 0,5% mensual.

La expresión anterior concierne a los depósitos regulados. En lo que se refiere a los otros depósitos su-

jetos a encaje, al ser el encaje legal de 100% el pago de los ajustes devengados por los depósitos es directamente equivalente a compensar las reservas de efectivo mínimo.

Las otras diferencias con el funcionamiento de la Cuenta Regulación Monetaria hasta junio de 1982 que corresponde destacar son las siguientes. En primer término, que en tanto hasta junio de 1982 la Cuenta Regulación Monetaria pagaba mensualmente las compensaciones de las reservas de efectivo mínimo devengadas por las entidades financieras durante el mes precedente, a partir de julio de 1982 las paga al vencer los depósitos. Esto es debido, en el caso de los depósitos regulados, a que debido a los altos encajes vigentes, las entidades no podrían hacerse cargo por un mes del pago de los intereses de los depósitos, en tanto que en el caso de los depósitos ajustables el pago mensual de los ajustes devengados sería proveer a las entidades de un recurso adicional injustificado que podrían utilizar hasta el efectivo vencimiento del depósito.

Segundo, en tanto hasta junio de 1982 las tasas de compensación estaban basadas -a través de una fórmula general- en las tasas de interés pasivas determinadas en el mercado, pudiendo ser la tasa de compensación definida para cada tipo de depósito inferior o superior al efectivo costo financiero de ese depósito para cada entidad, a partir de julio de 1982 la tasa de compensación para cada depósito en cada entidad fue definida como el interés o ajuste efectivamente pagado, siempre que no superara la tasa de interés máxima fijada para ese tipo de depósitos por el Banco Central o la tasa de ajuste correspondiente.

Por encima de estas diferencias, como se señalara, el funcionamiento de la Cuenta Regulación Monetaria siguió en lo esencial el esquema vigente hasta junio de 1982 de compensar las reservas de los depósitos a plazo

y cobrar un cargo por la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente. Como durante todo el período las reservas legales de los depósitos sujetos a encaje fueron elevadas y a su vez los depósitos a encaje constituyeron la porción ampliamente mayoritaria del total de depósitos, el efecto monetario expansivo de la Cuenta Regulación Monetaria se intensificó sensiblemente.

Sin embargo esa intensificación del efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria es en parte real y en parte aparente. Existen elementos aparentes en la sustitución del régimen crediticio - y más en general en la forma de financiamiento del sector público, ya que parte del mayor financiamiento implícito con reservas de depósitos a plazo puede solo ser sustitución de financiamiento que antes proveían los títulos de la deuda pública que fueron rescatados o la capacidad prestable de los depósitos. Pero también existen elementos de sustancia en esto, porque parte del efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria puede representar un mayor déficit fiscal de caja y porque puede también reflejar un aumento del déficit fiscal.

Existen elementos aparentes en la intensificación del efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria originado en la sustitución de la capacidad prestable de los depósitos por los redescuentos como fuente del crédito al sector privado. Este elemento aparece, primero, porque si bien la compensación de las mayores reservas de encaje se refleja directamente en el efecto de la Cuenta Regulación Monetaria, los intereses y ajustes devengados por los redescuentos son un ingreso del Banco Central y no son computables, dentro del marco legal establecido en junio de 1977, como ingresos de la Cuenta Regulación Monetaria.

Segundo, como los redescuentos que otorgó el Banco Central fueron acordados en condiciones de lenta recupe-

ración de capital e intereses, aún considerando los intereses y ajustes devengados por esos redescuentos, el descalce de plazos entre las operaciones activas y pasivas determina que la expansión de la Cuenta Regulación Monetaria sea solo parcialmente compensada por el cobro de intereses y ajustes de los redescuentos.

Pero existen también elementos reales en la intensificación del efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria originados en el sector privado, debido a que el sustento del crédito en redescuentos permitió la concesión de subsidios a los titulares de créditos a través de tasas de redescuento inferiores en promedio a las tasas promedio pasivas pagadas por la Cuenta Regulación Monetaria.

La intensificación del efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria a partir de julio de 1982 ha generado mucha confusión acerca de los factores subyacentes y acerca de lo que puede esperarse de su supresión. Los elementos señalados sugieren que no es posible clarificar el significado y evolución de la Cuenta Regulación Monetaria si no se la considera conjuntamente con el déficit fiscal y con los ingresos y egresos del Banco Central. En este trabajo se avanzará parcialmente en esa dirección integrando la Cuenta con los ingresos y egresos del Banco Central. Ello se hará a partir de la sección 6., donde se trata el concepto de resultado cuasi fiscal del Banco Central. Previamente, sin embargo, es conveniente en la sección 5. siguiente analizar la forma en que cambió el peso de los distintos flujos adicionales de crédito al sector privado a partir de la reforma de julio de 1982.

5 - EL CREDITO AL SECTOR PRIVADO

En el período junio de 1977 a junio de 1982 las principales fuentes del crédito en pesos del sistema fi-

nanciero local al sector privado fueron la capacidad prestable de los depósitos -expansión secundaria- y el patrimonio líquido de las entidades financieras. Los depósitos se concentraron en general en plazos muy cortos y en consecuencia el plazo de los préstamos estuvo determinado por la transformación de plazos que estuvieran dispuestas o forzadas a hacer las entidades. Estas podrían verse "forzadas" a transformar plazos en el caso de titulares que, sin caer en situaciones declaradas de insolvencia, no pudieran por la situación económica y financiera prevaleciente cancelar en plazo su endeudamiento originalmente tomado a corto plazo.

Esta situación se modificó sustancialmente como consecuencia de los cambios introducidos en el sistema financiero a partir de julio de 1982, pero como se señalara ya iniciados desde 1981. En primer término, el crédito al sector privado quedó básicamente sustentado en redescuentos -de hecho entre julio y diciembre de 1982 la expansión secundaria fue ínfima-, y otras fuentes desempeñaron un rol menor: la expansión secundaria, el patrimonio líquido de las entidades y fondos ingresados del exterior -operaciones de pase- que las entidades financieras fueron habilitadas a prestar en pesos.

Si bien esta situación inicial de crédito al sector privado basado esencialmente en redescuentos reflejaba en julio de 1982 la sustitución de la capacidad prestable de los depósitos por el Préstamo Básico del Banco Central -aparte de otros redescuentos acordados durante 1981- la situación se mantuvo aun luego de la progresiva pérdida de importancia -por cancelaciones y licuación- del Préstamo Básico. Ello se debió a que, por diversas razones, los principales flujos adicionales de crédito al sector privado siguieron proviniendo de los redescuentos, sea por nuevos redescuentos (capitales originales) o por devengamientos de intereses y ajustes sobre los redescuentos ya acordados. Entre los nuevos fondos acordados por redescuentos se destaca por su importancia

el redescuento ajustable -Límite Especial de Préstamos- habilitado a base de la captación de depósitos indexados por los precios al consumidor por parte de las entidades.

Virtualmente todos los redescuentos del Banco Central que sustentaron el crédito al sector privado en este período -los acordados en 1981, el Préstamo Básico transformado luego en Préstamo consolidado, el Límite Especial de Préstamos y una serie de redescuentos específicos acordados a partir de julio de 1982- fueron asignados a las entidades financieras con dos características: a) lenta recuperación de capitales e intereses y ajustes devengados, y b) calce de vencimientos con las operaciones de préstamo a las que estaban destinados.

La característica a) se expresó a través de distintas modalidades. Algunos redescuentos se concedieron a plazos comparativamente largos y con pago de intereses y ajustes devengados junto con el vencimiento de los capitales originales, en tanto que otros, también a plazos largos, se concedieron con amortizaciones mensuales pero bajo la modalidad ajustable por la cual mensualmente se cobra el valor ajustado de la amortización correspondiente. En cualquier caso esto determinó una lenta recuperación de intereses y/o ajustes devengados para las entidades financieras y, dada la característica b) por la cual las operaciones de préstamos y las de redescuento que la sustentaban estaban calzadas en condiciones, también determinó una lenta recuperación de intereses y/o ajustes devengados por el redescuento para el Banco Central.

Como consecuencia de todos estos factores, en el período julio de 1982 en adelante una parte sustancial del crecimiento del crédito al sector privado se originó en la acumulación de intereses y ajustes devengados por los préstamos.

La concesión de grandes volúmenes de redescuentos a plazos significativamente más largos que el plazo promedio de los depósitos y en condiciones calzadas con las operaciones de préstamo de las entidades financieras, con la consecuente lenta recuperación de intereses y ajustes devengados tanto para las entidades financieras como para el Banco Central, refleja la estatización de la transformación del plazo de las operaciones financieras operada en este período.

Es conveniente desarrollar una expresión descriptiva simplificada -que será de utilidad para el desarrollo siguiente de este trabajo- del origen de las variaciones del crédito en pesos del sistema financiero local al sector privado. Ello se efectúa a continuación.

$$CSP_T = ES + RED + SW + PN_L + IADP \quad (14)$$

$$IADP = IAD^{PES} + IAD^{PR} + IAD^{PSW} + IAD^{PPNL} \quad (15)$$

$$\Delta CSP_T = \Delta ES + \Delta RED + \Delta SW + \Delta PN_L + \Delta IADP \quad (16)$$

$$\Delta IADP = DEV^P - IAPP \quad (17)$$

$$\Delta SW = \Delta PN_L = 0 \quad (18)$$

$$\Delta CSP_T = \Delta ES + \Delta RED + (DEV^P - IAPP) + (IAPP - IAP^{PES} - IAP^R) \quad (19)$$

$$IAPP = IAP^{PES} + IAP^{PR} \quad (20)$$

$$IAP^{PES} = i_n (1 - e) D_T \quad (21)$$

$$\Delta CSP_T = \Delta ES + \Delta RED + DEV^P - i_n (1 - e) D_T - IAP^R \quad (22)$$

donde:

- CSP_r : Stock de crédito en pesos del sistema financiero local al sector privado.
- ES : Expansión secundaria.
- RED : Stock vigente de redescuentos a capitales originales.
- SW : Stock vigente de operaciones de pase que genera capacidad prestable en pesos, a capitales originales.
- PN_L : Stock de patrimonio neto líquido del sistema financiero.
- IAD^P : Valor acumulado vigente de los intereses y ajustes devengados por préstamos en pesos del sistema financiero local al sector privado.
- IAD^{PES} : Valor acumulado vigente de los intereses y ajustes devengados por préstamos en pesos del sistema financiero local al sector privado basados en la expansión secundaria.
- IAD^{PR} : Idem de los préstamos basados en los redescuentos.
- IAD^{PSW} : Idem de los préstamos basados en operaciones de pase.
- IAD^{PPNL} : Idem de los préstamos basados en el patrimonio neto líquido de las entidades financieras.
- DEV^P : Devengamiento de intereses y ajustes de los préstamos en pesos del sistema finan-

ciero local al sector privado, por período unitario de tiempo.

- IAP^P : Intereses y ajustes pagados por los préstamos en pesos del sistema financiero local al sector privado, en el período considerado.
- IAP^{PES} : Idem por los préstamos basados en la expansión secundaria.
- IAP^{PR} : Idem por los préstamos basados en redescuentos.
- IAP^{PSW} : Idem por los préstamos basados en operaciones de pase.
- IAP^{PNL} : Idem por los préstamos basados en el patrimonio neto líquido de las entidades.
- IAP^{ES} : Intereses pagados por las entidades por el uso de la expansión secundaria.
- IAP^R : Intereses y ajustes por redescuentos pagados por las entidades.

La expresión (14) describe la capacidad prestable en pesos de las entidades financieras a partir de sus fuentes, que se supone íntegramente utilizada e igual, por tanto, al stock de crédito al sector privado. La expresión (15) solo desagrega los intereses y ajustes devengados acumulados vigentes por el crédito al sector privado en las distintas fuentes. Las expresiones (16) a (19) se refieren a variaciones por período discreto de tiempo y se han omitido los subíndices de tiempo -lo mismo que en el caso de los stocks- por simplicidad. La expresión (16) muestra las fuentes del aumento en cada período del crédito al sector privado. La expresión (17) será muy útil y muestra que el aumento del crédito por

intereses y ajustes devengados es igual al devengamiento de intereses y ajustes en el período neto de los intereses y ajustes cobrados. Los intereses y ajustes cobrados por las entidades son pérdida de capacidad prestable y de crédito al sector privado en el caso de los redescuentos por estar calzadas las operaciones con los vencimientos con el Banco Central, y lo son en el caso de la expansión secundaria por tener que pagar mensualmente las entidades al Banco Central el costo financiero de la capacidad prestable de los depósitos, que opera como una deducción de los pagos de la Cuenta Regulación Monetaria.

En ambos casos queda, sin embargo, como capacidad prestable adicional el spread cobrado por las entidades. Los pagos de intereses y ajustes por los préstamos basados en operaciones de pase solo detraen de la capacidad prestable al vencer las mismas, en tanto que los pagos de intereses y ajustes por los préstamos basados en el patrimonio neto líquido son vueltos a prestar; por ello ambos pagos se excluyen de la expresión (20). Por simplicidad en ningún caso se incluyó un término que represente la pérdida de capacidad prestable por los gastos operativos en que incurren las entidades y que deben pagar mensualmente.

Si se tiene en cuenta que no ingresan nuevos fondos externos para prestar en pesos y se hace abstracción por simplicidad del aumento del patrimonio líquido de las entidades como fuente de crédito, se obtiene la expresión (19) o su equivalente más explícito, la (22).

Centrándose en la expresión (19), el aumento de la expansión secundaria a partir de julio de 1982 ha sido reducido porque los encajes se han mantenido elevados y los depósitos regulados han caído en términos reales. Los nuevos fondos acordados por redescuentos también han sido limitados. Finalmente, las condiciones de lenta recuperación de capitales, intereses y ajustes con que han

sido acordados los redescuentos, como se señalara, han determinado que los intereses y ajustes pagados hayan sido de orden menor.

En estas condiciones, una gran parte del aumento del crédito al sector privado en el período ha provenido del devengamiento acumulado de intereses y ajustes. Este hecho tiene consecuencias significativas que serán destacadas más adelante para el funcionamiento del sistema financiero a partir de julio de 1982 y resulta fundamental para interpretar adecuadamente el funcionamiento de la Cuenta Regulación Monetaria en ese período y evaluar el significado de la expansión monetaria que generó.

6 - EL RESULTADO CUASI FISCAL DEL BANCO CENTRAL. UN NUEVO CONCEPTO AD HOC

El déficit fiscal medido convencionalmente, como es sabido, es la diferencia entre los ingresos y egresos totales del sector público, destacándose entre los ingresos, los tributarios y los provenientes de las ventas de las empresas del Estado (no tributarios), y entre los egresos, la bien conocida clasificación de gastos en personal, en bienes y servicios corrientes, en transferencias al sector privado y en bienes de capital.

Sin embargo, por razón de metodologías convencionales de aceptabilidad generalizada, el déficit fiscal no considera algunos ingresos y egresos que, en Argentina y en el presente, son de gran entidad. En lo esencial y en términos generales, no considera dentro de los ingresos los intereses y ajustes o actualizaciones que obtiene el Banco Central por todos sus activos, entre los que se destacan los activos internacionales y los redescuentos al sistema financiero, y no considera dentro de los gastos los egresos netos de la Cuenta Regulación Monetaria por la compensación de las reservas de efectivo mínimo de los depósitos a interés.

Por ello, se ha considerado conveniente acuñar un nuevo concepto ad hoc, el de "resultado cuasi fiscal del Banco Central", definido como la diferencia entre esos ingresos y egresos que no han sido considerados en el déficit fiscal, es decir básicamente como la diferencia entre los ingresos del Banco Central por sus activos internacionales e internos y los egresos netos de la Cuenta Regulación Monetaria por la compensación de las reservas de efectivo mínimo de los depósitos a interés.

El resultado cuasi fiscal del Banco Central es básicamente, entonces, la diferencia entre los ingresos (netos) del Banco Central por sus activos y pasivos internacionales y por sus activos internos -principalmente redescuentos al sistema financiero, ya que por los préstamos y adelantos al Gobierno los ingresos son virtualmente nulos- y los egresos netos de la Cuenta Regulación Monetaria.

Los activos internos del Banco Central incluyen principalmente -dentro de la clasificación simplificada del análisis monetario agregado- los préstamos y adelantos al Tesoro, los títulos públicos y los préstamos y redescuentos al sistema financiero. Dado que los ingresos del Banco Central por los préstamos y adelantos al Tesoro son virtualmente nulos, los ingresos del Banco Central por sus activos internos consisten básicamente de los intereses y ajustes devengados por los títulos públicos y de los devengados por los préstamos y redescuentos al sistema financiero.

En lo que concierne a este concepto de resultado cuasi fiscal del Banco Central, es necesario distinguir entre lo que puede llamarse, por una parte, resultado cuasi fiscal devengado y, por otra, lo que cabe denominar resultado cuasi fiscal de caja.

El resultado cuasi fiscal del Banco Central devengado es la diferencia entre los intereses y ajustes que

el Banco Central devenga por sus activos -sin importar cuándo los cobre efectivamente- y los egresos devengados por la Cuenta Regulación Monetaria -con independencia de cuándo se paguen-.

El resultado cuasi fiscal del Banco Central de caja, en cambio, es la diferencia entre los intereses y ajustes efectivamente cobrados por el Banco Central por sus activos rentables y los egresos efectivamente pagados por la Cuenta Regulación Monetaria.

Es conveniente desarrollar expresiones analíticas descriptivas de los conceptos resultado cuasi fiscal devengado y de caja, que serán de utilidad en las secciones siguientes. Ello se efectúa a continuación.

Para mostrar analíticamente los elementos básicos subyacentes en el resultado cuasi fiscal del Banco Central en un período dado se harán dos supuestos simplificadores. Se supondrá que el saldo acumulado del sector externo en el balance del Banco Central es nulo y se supondrá también que hasta el período considerado el resultado cuasi fiscal acumulado del Banco Central ha sido nulo. Bajo estos supuestos, es posible utilizar las expresiones siguientes para analizar, en primer término, el resultado cuasi fiscal devengado:

$$RCFBC^{DEV} = \bar{i}_r \cdot (RED + IAD^R) - \left[\bar{i}_p (DAP + IAD^D) - i_n (1 - e) D_r \right] \quad (23)$$

$$\bar{i}_r - \bar{i}_p = s^{BC} \quad (24)$$

$$i_n = i_r \quad (25)$$

$$RED = B - SP_u - CRM \quad (26)$$

$$DAP = M_4 - M_1 \quad (27)$$

$$M_4 = B + (1 - e) D_r \quad (28)$$

donde:

$RCFBC^{DEV}$: resultado cuasi fiscal del Banco Central devengado.

\bar{i}_r : tasa de interés o ajuste promedio de los redescuentos del Banco Central.

\bar{i}_p : tasa de interés o ajuste promedio de los depósitos a plazo.

s^{BC} : spread devengado por el Banco Central.

IAD^R : valor acumulado vigente de los intereses y ajustes devengados por redescuentos.

IAD^D : valor acumulado vigente de los intereses y ajustes devengados por depósitos.

La expresión (23) define el resultado cuasi fiscal devengado del Banco Central. Es importante hacer notar que los intereses y ajustes devengados en cada período sobre los redescuentos se devengan sobre el valor ajustado (es decir incluyendo devengamientos) de los mismos, y que del mismo modo los intereses y ajustes devengados contra la Cuenta Regulación Monetaria por los depósitos a plazo son devengados por el valor también ajustado (es decir incluyendo devengamientos) de los depósitos. Esto es recogido en la expresión (23) al incluir los términos IAD^R IAD^D .

La expresión (24) define el spread del Banco Central s^{BC} como la diferencia entre la tasa media de redescuentos y la tasa media pasiva, y este concepto de

spread debe entenderse en el contexto del resultado cuasi fiscal del Banco Central, que implícitamente consolida los balances del Banco Central y de la Cuenta Regulación Monetaria. Por simplicidad la expresión (25) supone que el costo financiero i_n impuesto por la Cuenta Regulación Monetaria a la capacidad prestable de los depósitos es igual a la tasa media de redescuento; nada esencial se pierde con este supuesto. Las expresiones (26) a (28) son evidentes.

Sustituyendo las expresiones (24) a (28) en (23) y reacomodando convenientemente los términos se obtiene:

$$\begin{aligned} \text{RCFBC}^{\text{DEV}} = \bar{i}_p (M_1 - \text{SP}_u - \text{CRM}) + s^{\text{BC}} (\text{RED} + \text{IAD}^{\text{R}} + \text{ES}) + \\ + \bar{i}_p (\text{IAD}^{\text{R}} - \text{IAD}^{\text{D}}) \end{aligned} \quad (29)$$

Para el comentario de esta expresión es conveniente tener presente que el primer miembro del término de la derecha también se puede expresar en la forma equivalente:

$$\bar{i}_p (M_1 - \text{SP}_u - \text{CRM}) = \bar{i}_p M_1 - (\text{B} - \text{RED}) \quad (30)$$

La expresión (29) indica que el resultado cuasi fiscal devengado del Banco Central depende de tres componentes. En primer término de la comparación entre M_1 -medios de pago, base del impuesto inflacionario o pasivo sin costo del sistema monetario- y el financiamiento del Banco Central al Tesoro por el que aquel no percibe virtualmente intereses. Si el financiamiento acumulado del Banco Central al Tesoro es superior a M_1 el término $\bar{i}_p (M_1 - \text{SP}_u - \text{CRM})$ es negativo y expresa el costo de la

deuda implícita del Tesoro, ya que implica que parte del financiamiento que recibió del Banco Central se financió automáticamente con la creación de depósitos a plazo cuyas reservas son remuneradas por la Cuenta Regulación Monetaria.

Segundo, de si el spread del Banco Central es positivo o negativo. Si el spread s^{BC} es negativo significa que a través del sistema financiero el Banco Central está subsidiando al sector privado no financiero, ya que los spreads que devengan las entidades por los redescuentos utilizados están regulados.

El tercer componente será incorporado en la expresión más completa del resultado cuasi fiscal devengado a que se arribará en la sección próxima.

En lo que concierne al resultado cuasi fiscal del Banco Central de caja, la expresión correspondiente es:

$$RCFBC^C = IAP^R - \left[IAP^D - i_n (1 - e) D_r \right] \quad (31)$$

donde:

$RCFBC^C$: resultado cuasi fiscal del Banco Central de caja.

IAP^D : intereses y ajustes pagados por los depósitos en el período considerado.

No es productivo desarrollar esta expresión para identificar los factores subyacentes, ya que su diferencia con la expresión (1) referente al resultado devengado no tiene otro significado económico que el que refleja, aparte de los factores ya identificados, los plazos de vencimiento de los intereses y ajustes por redescuen-

tos y por depósitos. Es ilustrativo analizar la diferencia entre ambos resultados:

$$\begin{aligned}
 RCFBC^C - RCFBC^{DEV} &= \left\{ IAP^R - \left[IAP^D - i_n (1 - e) D_r \right] \right\} - \left\{ DEV^R - \left[DEV^D - i_n (1 - e) D_r \right] \right\} \\
 &= (DEV^D - IAP^D) - (DEV^R - IAP^R) \quad (32)
 \end{aligned}$$

donde: DEV^D y DEV^R representan intereses y ajustes devengados por depósitos y redescuentos.

Por lo tanto, el resultado cuasi fiscal de caja puede expresarse del siguiente modo:

$$RCFBC^C = RCFBC^D + \Delta IAD^D - \Delta IAD^R \quad (33)$$

En términos generales, debido al largo plazo que caracteriza los redescuentos y al plazo comparativamente más corto de los depósitos, ΔIAD^D es menor que ΔIAD^R y por tanto el resultado de caja es menor que el devengado, menos positivo si el devengado es superavitario y más negativo si el devengado es deficitario.

Conviene ahora comparar las expresiones obtenidas para los resultados cuasi fiscales devengados y de caja con las expresiones devengada y de caja de la Cuenta Regulación Monetaria:

$$\Delta CRM^{DEV} = \bar{i}_p (DAP + IAD^D) - i_n (1 - e) D_r \quad (34)$$

$$\Delta CRM^C = IAP^D - i_n (1 - e) D_r \quad (35)$$

donde: Δ_{CRM}^{DEV} y Δ_{CRM}^C representan egresos netos devengados y pagados por la Cuenta Regulación Monetaria en el período, respectivamente.

Ante todo, en comparación, respectivamente, con las expresiones (23) y (33) resulta evidente que las expresiones (34) y (35) dejan de computar los ingresos devengados o cobrados por el Banco Central por los redescuentos.

Luego, si se desarrolla la expresión (34) se obtiene:

$$\Delta_{CRM}^{DEV} = \bar{i}_p (B + IAD^D - M_1) - s^{BC} (1 - e) D_r \quad (36)$$

Esta expresión es semejante a la obtenida en la sección 2. pero no refleja cabalmente, ahora, los factores subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria.

En síntesis, es posible establecer los siguientes puntos:

- 1^o) En las condiciones vigentes entre junio de 1977 y junio de 1982, en que los redescuentos tuvieron un rol muy secundario como fuente de crédito al sector privado, el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria representaba básicamente deuda implícita del Tesoro, asumida para financiar en parte déficit operativo y en parte la adquisición del activo rentable representado por las reservas internacionales.
- 2^o) En las condiciones vigentes entre junio de 1977 y junio de 1982, en que la transformación de plazos estuvo en lo esencial, por las operaciones en pesos, a cargo de las entidades financieras y fue, por tanto limitada, también fue limitada la diferencia entre el déficit cuasi fiscal del Banco Central deven-

gado y el de caja, excepto por la parte de las reservas internacionales adquiridas financiadas con reservas de depósitos a plazo.

- 3º) En las condiciones vigentes a partir de julio de 1982 la sustitución de la capacidad prestable de los depósitos por redescuentos de largo plazo como principal fuente del crédito al sector privado añadió un nuevo elemento de intensificación del efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria: la elevación consecuente de las reservas de encaje que fue necesario compensar. La concesión de subsidios al sector privado no financiero implícitos en las tasas de interés de los redescuentos del Banco Central añadió una fuente de déficit cuasi fiscal y el descalce de plazos entre redescuentos y depósitos generó una gran diferencia entre valores de caja y valores devengados.

Estos factores hacen necesario cambiar el concepto de Cuenta Regulación Monetaria por el más significativo de resultado cuasi fiscal del Banco Central y tornan imperioso para un análisis más adecuado distinguir entre valores devengados y valores de caja.

- 4º) A los factores señalados en el punto 3º) se añadió, para intensificar el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria, una profundización del financiamiento del Sector Público por la base monetaria (redescuentos, rescate de títulos, etc. y aumento del déficit fiscal). Esto no plantea una disociación entre valores devengados y de caja pero sí implica que en comparación con otras formas de financiamiento el Sector público se financió con deuda de corto plazo, que tiene un efecto caja más intenso en el corto plazo que otras alternativas.

Quizá sea conveniente ilustrar brevemente en qué medida y bajo qué forma operó la parte del resultado cuasi fiscal del Banco Central constituida por los sub-

sidios a través del sistema financiero al sector privado no financiero. Como se observa en la expresión correspondiente ello operó a través de tasas medias de redescuento inferiores a las tasas medias pasivas. Las tasas medias de redescuento han estado subsidiadas por tres razones básicas. En primer término, existen redescuentos que por distintas razones no son cobrados, en cuyo caso la tasa de redescuento efectivamente devengada es directamente nula. Segundo, han existido redescuentos cuyo costo es acordado explícitamente con un componente de subsidio. Tercero, durante un tiempo considerable el Banco Central mantuvo en stock redescuentos basados en la tasa de interés activa regulada pero implícitamente fondeados en depósitos ajustables por precios o por tipo de cambio, con lo que en todos los períodos en que la tasa regulada fue negativa en términos reales ello se tradujo en un subsidio al sector privado no financiero.

Finalmente, es claro que estos subsidios al sector privado no financiero pueden considerarse como gasto público y por tanto déficit fiscal, pero el punto en que debe insistirse es que los destinatarios han sido los deudores del sistema financiero. Esta situación fue en gran medida limitada y recientemente eliminada al privilegiar el Banco Central en su política de crédito más reciente la canalización de redescuentos ajustables como fuente de fondos para el sector privado.

También puede considerarse, en última instancia, gasto público y por tanto déficit fiscal, el subsidio al sector privado financiero derivado de que la Cuenta Regulación Monetaria compensa el encaje técnico de los depósitos a plazo. Hay razones para suponer que este subsidio aumentó a partir de julio de 1982 como consecuencia de que al ser muy reducida la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente las entidades financieras no pagaron cargo por el encaje técnico de los mismos.

7 - RESULTADO CUASI FISCAL DEL BANCO CENTRAL Y EXPANSION MONETARIA

Si bien los factores subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria han requerido un análisis dirigido a clarificarlos, el efecto monetario de esa Cuenta a través de la base monetaria es conocido, y es el que en rigor ha concitado la atención pública. En la sección 6. se desarrolló el significado del resultado cuasi fiscal del Banco Central y ahora en esta sección se ubicará su efecto monetario. El mismo se analizará por separado para el resultado cuasi fiscal del Banco Central devengado y para el correspondiente concepto en términos de caja.

Para el concepto devengado se utilizarán las expresiones siguientes:

$$\Delta M_4^{c/a} = \Delta B + \Delta ES + \Delta IAD^D \quad (37)$$

$$\Delta B = \Delta SE + \Delta SP_u + \Delta CRM + \Delta RED - IAP^R \quad (38)$$

$$\Delta CRM = IAP^D - i_n (1 - e) D_r \quad (39)$$

$$DEV^D = IAP^D + \Delta IAD^D \quad (40)$$

$$\Delta CSP_r = \Delta RED + \Delta ES + DEV^P - i_n (1-e)D_r - IAP^R \quad (41)$$

$$DEV^P = \bar{i}_a CSP_r \quad (42)$$

$$CSP_r = CSP_r^R + ES \quad (43)$$

$$CSP_r^R = RED + IAD^R + (IAD^{PR} - IAD^R) \quad (44)$$

$$IAP^{PR} = IAP^R + (IAP^{PR} - IAP^R) \quad (45)$$

$$\bar{i}_a - \bar{i}_r = s_R^{EF} \quad (46)$$

$$\bar{i}_a - i_n = s_{ES}^{EF} \quad (47)$$

donde, el significado de los símbolos no definidos es:

\bar{i}_a : tasa de interés activa media.

$M_4^{c/a}$: agregado monetario amplio incluyendo intereses y ajustes devengados por depósitos.

s_R^{EF} : spread devengado por las entidades financieras por los préstamos sustentados con redes-cuentos.

s_{ES}^{EF} : spread devengado por las entidades financieras por los préstamos imputados a la capacidad prestable de los depósitos regulados.

s^{BC} : spread devengado por el resultado cuasi fiscal del Banco Central.

ES : expansión secundaria.

Sustituyendo (38) a (41) y (45) en (37) se obtiene, reordenando convenientemente:

$$\Delta M_4^{c/a} = \Delta SE + \Delta SP_U + \Delta CSP_R - \left[DEV^P - DEV^D \right] \quad (48)$$

Sustituyendo a su vez (43) a (47) en (42), se obtiene:

$$\begin{aligned}
 DEV^P = \bar{i}_R & \left[RED + IAD^R + (IAD^{PR} - IAD^R) \right] + s_R^{EF} \left[RED + \right. \\
 & \left. + IAD^R + (IAD^{PR} - IAD^R) \right] + i_n ES + s_{ES}^{EF} ES \quad (49)
 \end{aligned}$$

Sustituyendo (49) en (48) se obtiene, a su vez:

$$\begin{aligned}
 \Delta M_4^{c/a} = \Delta SE + \Delta SP_u + \Delta CSP_T - & \left\{ \bar{i}_R \left[RED + IAD^R + \right. \right. \\
 & \left. + (IAD^{PR} - IAD^R) \right] + s_R^{EF} \left[RED + IAD^R + (IAD^{PR} - \right. \\
 & \left. - IAD^R) \right] + i_n ES + s_{ES}^{EF} ES - DEV^D \left. \right\} \quad (50)
 \end{aligned}$$

Teniendo en cuenta que el resultado cuasi fiscal devengado del Banco Central es:

$$RCFBC^D = \bar{i}_R (RED + IAD^R) + i_n ES - DEV^D \quad (51)$$

la sustitución de (51) en (50) arroja:

$$\begin{aligned}
 \Delta M_4^{c/a} = \Delta SE + \Delta SP_u + \Delta CSP_T - RCFBC^D - \bar{i}_T (IAD^{PR} - \\
 - IAD^R) - s_R^{EF} \left[RED + IAD^R + (IAD^{PR} - IAD^R) \right] - \\
 - s_{ES}^{EF} ES \quad (52)
 \end{aligned}$$

Conviene reordenar (52) del siguiente modo:

$$\Delta M_4^{c/a} = \Delta SE + \Delta SP_U - RCFBC^D + \left\{ \Delta CSP_r - \bar{i}_a (IAD^{PR} - IAD^R) - s_R^{EF} (RED + IAD^R) - s_{ES}^{EF} ES \right\} \quad (53)$$

La expresión (53) es fundamental y muestra que los factores de expansión del agregado monetario amplio M_4 incluyendo intereses y ajustes devengados son: a) el efecto monetario del sector externo; b) el efecto monetario del financiamiento del déficit fiscal, c) el resultado cuasi fiscal del Banco Central y d) la parte del aumento del crédito al sector privado no financiada con recursos propios de las entidades.

La parte del aumento del crédito al sector privado financiada con recursos propios de las entidades es -bajo los supuestos efectuados- la tasa activa devengada por el spread devengado acumulado sobre préstamos sustentados en redescuentos, el spread devengado por préstamos basados en redescuentos y el spread devengado por préstamos basados en la expansión secundaria.

El resultado cuasi fiscal del Banco Central desempeña un rol de absorción monetaria si es superavitario y de expansión monetaria si es deficitario. Si por simplicidad se hace abstracción de los términos menores en (53) queda:

$$\Delta M_4^{c/a} = \Delta SE + \Delta SP_U - RCFBC^D + \Delta CSP_r \quad (54)$$

Por analogía con la expresión (54) que se refiere a flujos, resulta:

$$M_4^{c/a} = SE + SP_u - \sum_{-\infty}^{\infty} RCFBC^D + CSP_r \quad (55)$$

La expresión (55) permite precisar más allá de lo alcanzado en la sección 6. los factores subyacentes en el resultado cuasi fiscal del Banco Central. En efecto, al hacer abstracción de los spreads, resulta:

$$CSP_r = RED + IAD^R + ES \quad (56)$$

Por lo tanto, queda, sustituyendo (56) en (55):

$$M_4^{c/a} = SE + SP_u - \sum_{-\infty}^{\infty} RCFBC + RED + IAD^R + ES \quad (57)$$

De (57) surge que:

$$RED + IAD^R + ES = M_4^{c/a} - SE - SP_u + \sum_{-\infty}^{\infty} RCFBC^D \quad (58)$$

Por otra parte:

$$DEV^D = \bar{i}_p DAP^{c/a} = \bar{i}_p (M_4^{c/a} - M_1) \quad (59)$$

Sustituyendo (58) y (59) en (51), se obtiene:

$$\begin{aligned}
 RCFBC^D = \bar{i}_r \left[M_4^{C/a} - (SE + SP_u - \sum_{-\infty} RCFBC^D) \right] - \bar{i}_p \left[M_4^{C/a} - \right. \\
 \left. - M_1 \right] = \bar{i}_p \left[M_1 - (SE + SP_u - \sum_{-\infty} RCFBC^D) \right] - \\
 - s^{BC} \left[RED + IAD^R + ES \right] \quad (60)
 \end{aligned}$$

El análisis desarrollado en esta sección hace más preciso el que se desarrolló en la sección 6. Al mostrar que el resultado cuasi fiscal devengado del Banco Central se traduce en cada período en una variación equivalente de M_4 con ajustes muestra que ese resultado, en caso de ser deficitario, es equivalente a un financiamiento del Banco Central al Sector Público y su efecto acumulado a su vez determina que en cada período el resultado cuasi fiscal devengado sea mayor o menor.

Corresponde pasar ahora al resultado cuasi fiscal de caja, definido del siguiente modo:

$$RCFBC^C = IAP^R + i_n (1 - e) D_r - IAP^D \quad (61)$$

Los tres componentes implican cambios en la base monetaria y dejan de considerar los devengamientos, ya que estos no producen coetáneamente variaciones de base monetaria. Si se asigna importancia a este concepto solo puede ser porque se desea analizar la expansión de agregado monetario sin devengamientos M_4 :

$$\Delta M_4 = \Delta B + \Delta ES \quad (62)$$

Sustituyendo (38) y (39) en (62) se obtiene:

$$\begin{aligned} \Delta M_4 &= \Delta SE + \Delta SP_U + IAP^D - i_n (1-e) D_r + \Delta RED - \\ &- IAP^R + \Delta ES = \Delta SE + \Delta SP_U - RCFEC^C + \Delta RED + \\ &+ \Delta ES \end{aligned} \quad (63)$$

Nótese que no tiene sentido desarrollar una expresión analítica más completa para el resultado cuasi fiscal de caja, ya que el mismo depende de los perfiles comparados de vencimientos de préstamos y depósitos.

Es importante notar que la diferencia entre las variaciones de M_4 con ajustes y sin ajustes - ΔIAD^D - en general es pequeña y en ocasiones incluso negativa. Este punto es de la mayor importancia para esclarecer en qué medida resulta relevante preocuparse por el efecto caja de la Cuenta Regulación Monetaria o incluso del resultado cuasi fiscal del Banco Central.

8 - CUENTA REGULACION MONETARIA, RESULTADO CUASI FISCAL DEL BANCO CENTRAL Y EL CREDITO AL SECTOR PRIVADO

En la sección precedente 7. se obtuvo una expresión analítica para la variación del agregado monetario amplio M_4 con devengamientos que permite ubicar la participación del resultado cuasi fiscal devengado del Banco Central y permitirá ahora obtener conclusiones respecto de la relación entre la expansión monetaria y el crédito al sector privado.

En efecto, la expresión (53) -o su versión simplificada (54)- muestra que lo que se monetiza en M_4 con ajustes es el resultado cuasi fiscal devengado del Banco Central. Contrariamente a lo que se supone, por tanto, no es la expansión de la Cuenta Regulación Monetaria la que, para una expansión monetaria dada quita posibilida-

des de expansión del crédito al sector privado, sino el resultado cuasi fiscal devengado del Banco Central.

El resultado cuasi fiscal devengado del Banco Central es en general mucho menor que la expansión de la Cuenta Regulación Monetaria. Este análisis muestra, por tanto, el error de aquellas posiciones que al tener en cuenta que los pagos de la Cuenta Regulación Monetaria corren formalmente por cuenta del Tesoro se deslizan hacia la posición de que por un monto equivalente a esos pagos disminuye, para una expansión monetaria dada, la posibilidad de aumentar el crédito al sector privado.

Para ejemplificar con un caso extremo, aun si el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria es muy grande, el resultado cuasi fiscal del Banco Central puede ser nulo -ni superavitario ni deficitario-, en cuyo caso la posibilidad de expandir el crédito al sector privado no es afectada ni por los pagos de la Cuenta Regulación Monetaria ni por ese resultado.

Una conclusión semejante se obtiene si se analiza la participación en la expansión monetaria del resultado cuasi fiscal de caja del Banco Central.

Puede avanzarse en la comprensión de este punto central si se comparan en primer término, las expresiones siguientes:

$$\begin{aligned} \Delta M_4^{c/a} = & \Delta SE + \Delta SP_U + \Delta CRM + \Delta RED - IAP^R + \Delta ES + \\ & + \Delta IAD^D \end{aligned} \quad (64)$$

La expresión (64) surge de sustituir la expresión (38) en la (37).

$$\Delta M_4^{c/a} = \Delta SE + \Delta SP_u - RCFBC^D + \left\{ \begin{array}{l} \Delta CSP_R - \bar{i}_a (IAD^{PR} - \\ - IAD^R) - s_R^{EF} (RED + IAD^R) - s_{ES}^{EF} ES \end{array} \right\} \quad (53)$$

La expresión (53) fue obtenida en la sección 7. y se reproduce acá para comodidad del lector.

De la comparación de ambas expresiones se obtiene:

$$\left. \begin{array}{l} - RCFBC^D + \left\{ \begin{array}{l} CSP_R - \bar{i}_a (IAD^{PR} - IAD^R) - s_R^{EF} (RED + IAD^R) - \\ - s_{ES}^{EF} ES \end{array} \right\} \\ - s_{ES}^{EF} ES \end{array} \right\} = \Delta CRM + \Delta RED - IAP^R + \Delta ES + \Delta IAD^D \quad (65)$$

Sustituyendo ahora (39) en (65) y además pasando términos, se obtiene:

$$\begin{aligned} & - RCFBC^D + \left\{ \begin{array}{l} \Delta CSP_R - \Delta RED - \Delta ES + i_n (1-e) D_r + IAP^R \end{array} \right\} - \\ & - \bar{i}_a (IAD^{PR} - IAD^R) - s_R^{EF} (RED + IAD^R) - s_{ES}^{EF} ES = \\ & = IAP^D + \Delta IAD^D \quad (66) \end{aligned}$$

Pero por (22) resulta:

$$\Delta CSP_R - \Delta RED - \Delta ES + i_n (1-e) D_r + IAP^R = DEV^P \quad (67)$$

Sustituyendo (67) en (66) se obtiene:

$$\begin{aligned}
 & - RCFBC^D + DEV^P - i_a (IAD^{PR} - IAD^R) - s_R^{EF} (RED + IAD^R) - \\
 & - s_{ES}^{EF} \quad ES = IAP^D + \Delta IAD^D \quad (68), \text{ y} \\
 & - RCFBC^D + \left\{ \left[DEV^P - i_n (1 - e) D_r \right] - \bar{i}_a (IAD^{PR} - IAD^R) - \right. \\
 & \left. - s_R^{EF} (RED + IAD^R) - s_{ES}^{EF} ES \right\} = IAP^D - i_n (1 - e) D_r + \\
 & \Delta IAD^D = \Delta CRM + \Delta IAD^D = DEV^D - i_n (1 - e) D_r \quad (69)
 \end{aligned}$$

En la expresión (69) el término entre llaves es el crecimiento del crédito al sector privado por devengamientos no sustentados en el crecimiento por devengamientos de los recursos propios que las entidades prestaron.

La expresión (69) muestra que los pagos netos de la Cuenta Regulación Monetaria más el crecimiento de los intereses y ajustes devengados por los depósitos financieros o sustentan: a) el resultado cuasi fiscal del Banco Central en caso de ser deficitario y b) el crecimiento del crédito al sector privado por devengamientos que no está financiado por patrimonio neto de las entidades.

Siendo así, mal podría afirmarse que los pagos de la Cuenta Regulación Monetaria restan, para una expansión monetaria dada, posibilidad de crédito al sector privado. Por el contrario, sustentan el crecimiento del mismo por devengamientos.

Es conveniente detenerse en esta conclusión alcanzada analíticamente para explorar más acabadamente su significado. El crecimiento del crédito al sector privado por devengamientos, significa, a nivel microeconómico, es decir a nivel de entidad financiera, que las en-

tidades no cobran mensualmente los intereses y ajustes de los créditos que, precisamente al capitalizarse, determinan el aumento del crédito por devengamientos.

En la medida en que las entidades no cobran mensualmente los intereses y ajustes de los préstamos no cuentan, a igualdad de otras circunstancias, con la fuente natural de recursos para pagar los intereses y ajustes de los depósitos. Si los depósitos son a plazos largos, esos intereses y ajustes también se capitalizan, no planteando a las entidades problemas de caja por desfases entre ingresos y egresos. Pero si los depósitos están a corto plazo y los intereses y ajustes deben pagarse con mayor frecuencia que el cobro de intereses y ajustes por los préstamos, las entidades confrontarían dificultades de caja.

En un sistema de encajes fraccionarios técnicos, esas dificultades de caja serían encaradas por las entidades tratando de captar depósitos adicionales con los cuales pagar los intereses de los depósitos a plazo y sustentar entre tanto la acumulación de intereses y ajustes devengados por sus préstamos. En su defecto o complementariamente, las entidades tratarían de disminuir el plazo medio de los préstamos calzándolo con el de los depósitos. El aumento de los depósitos, a su vez, provendría de la expansión monetaria generada por los factores tradicionales de base monetaria y el efecto multiplicador, y cada entidad sería más o menos exitosa en su intento de captar los depósitos adicionales necesarios para pagar intereses sobre los depósitos.

En el sistema financiero actual los problemas de caja que podrían presentarse están resueltos en forma virtualmente completa debido a que los préstamos de las entidades al sector privado están sustentados en fuentes de recursos distintas a los depósitos -principalmente los redescuentos-, y los plazos de los préstamos están calzados, en cuanto al pago del principal, intereses y

ajustes, con el plazo de las fuentes. Simultáneamente, el devengamiento y pago de los intereses y ajustes de los depósitos está a cargo de la Cuenta Regulación Monetaria.

Dado que los depósitos están a corto plazo, la mayor parte de los intereses y ajustes devengados por los mismos se paga periódicamente, y en el sistema financiero actual el problema de caja originado en el descalce de plazos entre préstamos y depósitos ha sido transferido desde las entidades financieras al Banco Central. Esa es la razón por la cual, además, el resultado cuasi fiscal de caja es muy superior al devengado.

La expresión (69) también se puede escribir del siguiente modo:

$$\begin{aligned}
 & - RCFBC^D + \left\{ \left[DEV^P - i_n (1-e) D_T \right] - \bar{i}_a (IAP^{PR} - IAP^R) - \right. \\
 & \left. - s_R^{EF} (RED + IAD^R) - s_{ES}^{EF} ES \right\} - \Delta IAD^D = IAP^D - i_n (1-e) D_T = \\
 & = \Delta CRM \qquad \qquad \qquad (70)
 \end{aligned}$$

La expresión (70) muestra que el efecto monetario de la Cuenta Regulación Monetaria sustenta o financia el resultado cuasi fiscal del Banco Central más el crecimiento por devengamientos del crédito al sector privado no financiado con patrimonio de las entidades o con crecimiento por devengamiento de los depósitos.

Al hacerse cargo la Cuenta Regulación Monetaria de los pagos de intereses y ajustes por los depósitos ello produce dos resultados adicionales que deben hacerse resaltar. Primero, genera automáticamente la expansión monetaria para que las entidades paguen los intereses y ajustes de los depósitos. Segundo genera a cada entidad

los intereses y ajustes exactamente requeridos, no impulsando a las entidades por tanto a competir por la captación de depósitos que les permitan pagar los intereses y ajustes de los depósitos en tanto los préstamos acumulan devengamientos.

9 - LA CUENTA REGULACION MONETARIA Y EL RESULTADO CUASI FISCAL DEL BANCO CENTRAL. VALORES DEVENGADOS Y DE CAJA

Los resultados alcanzados en las secciones precedentes ofrecen los elementos necesarios para evaluar la discusión generada alrededor de la diferencia entre valores devengados y valores de caja, tanto para la Cuenta Regulación Monetaria como para el resultado cuasi fiscal del Banco Central. Este último, dado que durante la mayor parte del tiempo fue deficitario, será referido directamente como déficit cuasi fiscal del Banco Central.

Es conveniente, en primer término recordar las expresiones que definen la expansión monetaria originada en la Cuenta Regulación Monetaria y el déficit cuasi fiscal del Banco Central, tanto en términos de caja como de devengamientos:

$$\Delta CRM^C = IAP^D - i_n (1 - e) D_R \quad (71)$$

$$\begin{aligned} \Delta CRM^{DEV} &= \bar{i}_p (DAP + IAD^D) - i_n (1 - e) D_R = DEV^D - \\ &- i_n (1 - e) D_R = IAP^D + \Delta IAD^D - i_n (1 - e) D_R \quad (72) \end{aligned}$$

$$DCFBC^C = \left[IAP^D - i_n (1 - e) D_R \right] - IAP^R \quad (73)$$

$$\begin{aligned} DCFBC^D &= \bar{i}_p (DAP + IAD^D) - i_n (1 - e) D_R - \bar{i}_R (RED + IAD^R) = \\ &= DEV^D - i_n (1 - e) D_R - DEV^R \quad (74) \end{aligned}$$

La expansión de la Cuenta Regulación Monetaria en términos de caja es comparativamente elevada porque los depósitos están concentrados en plazos cortos y sus intereses y ajustes deben pagarse con alta frecuencia, aparte del hecho, naturalmente, de que al ser elevados los encajes legales es reducido lo que se cobra por costo financiero de la expansión secundaria.

Por esa misma razón es elevado el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central, dado que son reducidos los intereses y ajustes cobrados mensualmente por los redescuentos.

La Cuenta Regulación Monetaria en términos devengados puede ser mayor o menor que en términos de caja, dependiendo de que sean mayores o menores los intereses y ajustes que los depósitos devengan en relación con los intereses y ajustes de los depósitos que se pagan. En general los intereses y ajustes devengados superan a los pagados.

El déficit cuasi fiscal devengado del Banco Central es mucho menor que el de caja y mucho menor también que la expansión de caja de la Cuenta Regulación Monetaria.

Esta jerarquía de magnitudes ha llevado a una gran preocupación por la expansión de caja de la Cuenta Regulación Monetaria o, en todo caso, del déficit cuasi fiscal del Banco Central, que no es muy distinto de aquella, afirmándose que la Cuenta Regulación Monetaria a nivel caja genera una gran expansión monetaria, que trae posibilidades de crédito al sector privado y que añade presión inflacionaria en la economía.

En primer término debe señalarse que para el agregado monetario M_4 con devengamientos la expansión monetaria generada por la Cuenta Regulación Monetaria no es, tomando un período de tiempo no demasiado corto, muy distinta de la generada por la Cuenta Regulación Moneta-

ria a nivel devengado o por el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central.

La afirmación mencionada debe referirse, por tanto, al agregado monetario M_4 sin devengamientos -o cualquier agregado monetario menos amplio, siempre sin devengamientos-, para el cual sí es correcto aseverar que es la Cuenta Regulación Monetaria a nivel caja la que genera expansión, o en todo caso el déficit cuasi fiscal del Banco Central de caja, expansión que será tanto mayor cuanto mayor sea el pago periódico de intereses y ajustes sobre los depósitos a diferencia de la acumulación de intereses y ajustes devengados.

Pero concentrarse en la expansión de los agregados monetarios con exclusión de los intereses y ajustes devengados acumulados por depósitos, implica suponer que estos devengamientos son de menor liquidez que la de esos agregados monetarios. Esto es muy relativo en la historia financiera argentina más reciente, ya que los depósitos de mayor plazo cuyos intereses y/o ajustes paga la Cuenta Regulación Monetaria han llegado a estar, en cualquier caso, a un plazo tan corto como 90 días. Esto significa que los intereses y ajustes devengados incluían, en ese caso, fondos con un vencimiento máximo a 90 días pero también, naturalmente, fondos con vencimiento a 1 día, la semana, etc. En rigor todos los meses se acumulan intereses y ajustes devengados con vencimientos que cubren todos los plazos y parte de los cuales son asimilables por su liquidez a los agregados monetarios de los que se los excluye en este punto de vista.

Estas consideraciones solo pretenden relativizar el valor de la diferencia entre la expansión de la Cuenta Regulación Monetaria a nivel caja y a nivel devengado, dado el corto plazo en que se concentran los depósitos. Esa diferencia sí sería importante en el caso en que los depósitos se hicieran a plazos mayores y crecientes a

través del tiempo. En tal caso la acumulación de intereses y ajustes por depósitos representaría una reinversión automática de los mismos en depósitos a plazo y un menor peligro a corto y mediano plazo de que esos intereses y ajustes, al recuperarse junto con los capitales originales, se dirijan a desestabilizar los precios en otros mercados.

La gran expansión a nivel caja de la Cuenta Regulación Monetaria, así como la cuestionable validez de diferenciarla del efecto devengado, responden a la misma razón, el plazo corto en que se concentran los depósitos. Esto lleva a preguntarse si no podría ser menor la expansión caja del déficit cuasi fiscal del Banco Central, la que actualmente es elevada porque es alta la expansión caja de la Cuenta Regulación Monetaria y porque son bajos los intereses y ajustes que se cobran por los redescuentos.

Los intereses y ajustes que se cobran por los redescuentos son bajos porque fueron acordados en condiciones de lenta recuperación de capitales, ajustes e intereses. Pero si los intereses y ajustes que se cobrarán fueran mayores, sería menor el crecimiento del crédito, ya que ello representaría pérdida de capacidad prestable para las entidades. Si ese menor crecimiento del crédito no fuera deseado, la absorción determinada por el mayor cobro de intereses y ajustes de redescuentos debería compensarse con expansión a través de otro canal de crédito al sector privado, expansión compensatoria que también podría dirigirse a presionar sobre los precios de otros mercados, para condiciones semejantes de funcionamiento de la economía.

Esta última consideración lleva a un punto más general. Supóngase que el sistema financiero operase con encajes fraccionarios bajos y no retribuidos, que los préstamos -basados en la expansión secundaria- hayan sido concedidos a largo plazo y que los depósitos estén

concentrados a corto plazo. La única forma en que las entidades podrían en esas condiciones sustentar el crecimiento por intereses y ajustes devengados de sus carteras activas sin cobrar los intereses y ajustes, sería captando nuevos depósitos con los que pagar los intereses y ajustes de los depósitos que vencen antes de los préstamos. Pero el conjunto de entidades solo podría lograr esa captación si hubiera un aumento neto suficiente de depósitos en el sistema, lo que implica un aumento de la cantidad de dinero. Este aumento de la cantidad de dinero es el equivalente de la expansión de caja de la Cuenta Regulación Monetaria, y podría también derivar, si las condiciones así lo determinan, en la misma presión sobre los precios en otros mercados.

Puede plantearse, para ilustración, un caso aún más extremo. Supóngase las mismas condiciones del ejemplo anterior con la única diferencia que los préstamos están concedidos a plazos cortos semejantes al plazo de los depósitos. En tal caso en cada período las entidades cobrarían los intereses de los préstamos y con ellos pagarían los intereses de los depósitos. Pero si la cantidad total de dinero no crece el volumen de depósitos permanecería aproximadamente constante y también el volumen de crédito, lo que dependiendo de los objetivos de las autoridades no sería una situación sostenible excepto en circunstancias muy específicas. Si para que crezca el crédito en términos nominales aumentase la cantidad de dinero, este aumento, nuevamente, podría ejercer la misma presión sobre los precios en otros mercados.

Para una meta dada de crecimiento del crédito al sector privado, los tres casos analizados -sistema financiero actual con Cuenta Regulación Monetaria, sistema financiero con encajes no retribuidos y préstamos a largo plazo y sistema financiero con encajes no retribuidos y préstamos a corto plazo- muestran que si los depósitos son a corto plazo es necesaria una cierta expansión monetaria que a través del aumento de depósitos sostenga

el aumento del crédito, y en los tres casos la posibilidad de que esa expansión derive, si la demanda de dinero se comporta negativamente, en presiones sobre los precios en otros mercados es semejante.

La posibilidad de reducir la expansión caja de la Cuenta Regulación Monetaria o el déficit cuasi fiscal de caja sin afectar el crecimiento del crédito al sector privado, tiene que descansar, básicamente, en disminuir el déficit cuasi fiscal devengado -disminuyendo el financiamiento del Banco Central al Gobierno y reduciendo los subsidios implícitos al sector privado no financiero- y promoviendo un plazo creciente a través del tiempo para los depósitos a plazo.

En cualquier caso, la posibilidad de que la expansión requerida se traduzca en una presión sobre otros mercados depende del comportamiento de la demanda de dinero. Si ésta se mantiene en términos reales, el aumento de la demanda nominal de depósitos a plazo sería $\pi \cdot DAP$. Supóngase que la tasa media pasiva i_p es igual a la tasa de inflación y que la Cuenta Regulación Monetaria paga justo los intereses y ajustes devengados $i_p \cdot DAP$, despreciando el costo de la capacidad prestable de los depósitos regulados por simplicidad. En tal supuesto la creación de dinero de la Cuenta Regulación Monetaria es absorbida por el aumento nominal de la demanda de depósitos a plazo y supuestamente el aumento de dinero generado por los otros factores de creación de base es absorbido por el aumento nominal de la demanda de M_1 .

El ejemplo puesto cobra plausibilidad por el hecho de que la tasa pasiva se supuso neutral, aunque podría haber otros factores que hicieran caer la demanda real de dinero, como por ejemplo expectativas, etc. Por otra parte si la tasa real es negativa, el pago de intereses por la Cuenta Regulación Monetaria es menor pero la demanda real de depósitos a plazo probablemente caiga. La relación entre el aumento de oferta de dinero por pagos

de la Cuenta y el aumento de la demanda nominal teniendo en cuenta la caída real depende de las elasticidades implicadas. Son concebibles, sin embargo, situaciones en que los pagos de la Cuenta no son absorbidos por la demanda de depósitos a plazo, debido a caídas en la demanda real de éstos.

Los desarrollos anteriores llevan a sugerir que la expansión caja de la Cuenta Regulación Monetaria -excepto por la parte en que representa pago de intereses por el déficit cuasi fiscal del Banco Central- sustenta el crecimiento del crédito al sector privado, está determinada por el corto plazo en que se concentran los depósitos, sería sustituida por expansión de otra fuente si no hubiera Cuenta Regulación Monetaria y en condiciones normales de funcionamiento de la economía debería ser absorbida por el crecimiento de la demanda nominal de depósitos a plazo.

Pero de los argumentos desarrollados hasta acá no debe concluirse que el hecho de que la expansión monetaria que sustenta el crecimiento del crédito al sector privado se origina en la Cuenta Regulación Monetaria no sea motivo de preocupación o que produzca los mismos efectos en todo sentido que la expansión que sustenta ese crecimiento cuando el sistema financiero se basa en encajes fraccionarios no remunerados. Solo que esos efectos y esas diferencias no se refieren al peligro de un desequilibrio monetario a corto plazo sino a otros factores, sobre los que ha habido escasa atención al presente.

Primero, para el caso en que la autoridad efectivamente optara por reducir la expansión monetaria restringiendo el crédito al sector privado, un sistema financiero con encajes remunerados como el actual ofrece menos posibilidades que un sistema de encajes fraccionarios no retribuidos. En este último la autoridad monetaria puede decidir una expansión monetaria limitada, con

lo que las entidades no podrán captar todos los depósitos requeridos para aumentar el crédito al sector privado. Si el crédito está a largo plazo, las entidades incurrirán en deficiencias de efectivo mínimo y tratarán de acelerar las recuperaciones de préstamos en los casos posibles. Si el crédito está a corto plazo, las entidades simplemente concederán menos préstamos. En este último caso, y en el límite, el crédito al sector privado podría no aumentar en absoluto en términos nominales.

Pero en el sistema actual la Cuenta Regulación Monetaria automáticamente expande por un monto equivalente en promedio a los intereses devengados por los depósitos a plazo, lo que automáticamente sustenta un cierto crecimiento del crédito por devengamientos.

Segundo, el sistema actual introduce una cierta varianza sobre la expansión monetaria a nivel caja en el sentido de que la misma es durante algunos meses baja -los meses en que no vencen tantos depósitos- y en algunos meses alta -cuando se acumulan muchos devengamientos que vencen simultáneamente-.

Tercero, el sistema actual no solo paga automáticamente la mayor parte de los intereses y ajustes de los depósitos, sino que además lo hace a nivel de cada entidad. En el sistema de encajes fraccionarios no retribuidos y aun cuando globalmente se genere la misma expansión de depósitos, las entidades están forzadas a competir entre sí -si los créditos que han dado están a plazos largos- para captar los depósitos con que pagar los intereses pasivos. El sistema actual no exige ese esfuerzo de parte de las entidades y en consecuencia se resiente la productividad del sistema financiero, permitiendo a nivel de entidad una evolución disociada de los préstamos y depósitos.

Cuarto, el sistema vigente promueve la persistencia del descalce de plazos entre operaciones activas y pasi-

vas. En la medida en que los pagos de intereses pasivos son esencialmente atendidos por la Cuenta Regulación Monetaria y el cobro de los intereses activos está calzado en plazos con el pago de los redescuentos al Banco Central, las entidades han incurrido en una transformación de plazos muy superior a la que habrían efectuado de tener que asumir ese descalce por sí mismas.

Esto naturalmente no es otra cosa que el reflejo de la estatización operada a partir de 1982 en la actividad de transformación de plazos, pero también ha operado en los nuevos flujos de crédito basados en redescuentos que se acordaron luego de julio de 1982.

Esta estatización de la transformación de plazos ha representado un subsidio del Estado al sector privado no financiero y al sector privado financiero.

Esta estatización de la transformación de plazos y la profunda transformación de plazos efectivamente llevada a cabo es uno de los obstáculos -no el único pero sí uno de los principales- para reconvertir el sistema financiero a encajes fraccionarios no retribuidos.

10- FACTORES SUBYACENTES EN LA CUENTA REGULACION MONETARIA Y EN EL DEFICIT CUASI FISCAL DEL BANCO CENTRAL

Los análisis desarrollados en las secciones precedentes ofrecen elementos que permiten ahora intentar una sistematización de los distintos factores subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria y en el déficit cuasi fiscal del Banco Central.

Se intentará, en primer término, identificar los factores subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria y en el déficit cuasi fiscal a nivel devengado para los períodos junio 1977 - junio 1982 y junio 1982 en adelan-

te, tratando de evaluar la importancia de distinguir en cada período entre ambos conceptos y de hacer notar las diferencias entre ambos períodos.

Luego se indicará, también para cada uno de los períodos mencionados, el grado en que los valores devengados han diferido o difieren de los valores de caja, y las razones intervinientes.

Finalmente cabe señalar que se identificarán los factores subyacentes en forma estática, y los cambios ocurridos a través del tiempo dentro de cada período solo serán mencionados brevemente. Sí se tratará, respecto de los factores involucrados, de señalar en qué medida son meramente formales y en qué medida responden a cuestiones de sustancia.

PERIODO JUNIO DE 1977 - JUNIO DE 1982

El supuesto estilizador que se hace para este período es que en lo esencial no hubo creación de base monetaria a través de los redescuentos. Ello es básicamente cierto por lo que concierne a la habilitación de redescuentos para canalizar créditos al sector privado, ya que la principal fuente en tal sentido fue la expansión secundaria, en particular en el subperíodo 1977/80.

Con este supuesto es posible afirmar que en este período -pero principalmente en el sub-período 1977/80- los devengamientos netos de la Cuenta Regulación Monetaria representaron en gran medida devengamientos de intereses por la deuda pública implícita en el hecho de que el financiamiento acumulado del Banco Central al Tesoro para cubrir sus necesidades de financiamiento y para adquirir reservas internacionales excedía el volumen de medios de pago M_1 y se sustentaba, por tanto, implícitamente, en depósitos a plazo cuyas reservas compensaba la Cuenta Regulación Monetaria.

Los devengamientos netos de la Cuenta Regulación Monetaria también representaron un subsidio al sector privado -financiero y no financiero- originado en la compensación de los encajes técnicos de los depósitos a plazo, que en rigor son un insumo de la actividad de intermediación y que dado el contexto de tasas de interés determinadas en el mercado las entidades financieras podrían haber transmitido, dependiendo de las elasticidades, al spread entre tasas activas y pasivas. Solo a partir del momento en que los encajes legales se ubican por debajo de los encajes técnicos de los depósitos en cuenta corriente fue este subsidio neutralizado -en una medida que debería cuantificarse- por el cobro implícito de un cargo sobre parte del encaje técnico de las cuentas a la vista.

Finalmente, a partir de 1980 en particular, los devengamientos netos de intereses de la Cuenta Regulación Monetaria también recibieron la influencia de la creación de base a través de los redescuentos que se mencionaron en el punto 4.

Manteniendo el análisis a nivel de devengamientos, la diferencia entre los devengamientos netos contra la Cuenta Regulación Monetaria y el déficit cuasi fiscal devengado del Banco Central se origina esencialmente en los ingresos devengados por este último por los activos internacionales netos, y en menor medida y sobre todo a partir de 1980, por los redescuentos que comienza a otorgar.

Desde ya que esta diferencia entre los devengamientos de la Cuenta Regulación Monetaria y el déficit cuasi fiscal devengado -menor- indica que tomar toda la Cuenta Regulación Monetaria como déficit del Sector Público sería un error. Un concepto más aproximado en tal sentido es el déficit cuasi fiscal del Banco Central devengado.

Pasando ahora a la diferencia entre valores deven-

gados y valores de caja de la Cuenta Regulación Monetaria, como se señalara en otra parte de este trabajo, las compensaciones y cargos devengados a favor y en contra, respectivamente, de las entidades financieras en cada mes t , eran pagadas y cobradas por las entidades en el mes $t + 1$.

En lo esencial, por tanto, los valores devengados y de caja no diferían, en lo que concierne a la Cuenta Regulación Monetaria. El efecto para las entidades dependía del plazo medio de sus depósitos. Si el plazo medio de sus depósitos era inferior al mes, ello implicaba que debían pagar la parte de los intereses de los mismos implícitamente a cargo de la Cuenta Regulación Monetaria antes de percibir de ésta las compensaciones, con lo que debían neutralizar este efecto acortando el plazo medio de sus préstamos. Si en cambio el plazo medio de sus depósitos era superior al mes, la percepción por anticipado de las compensaciones de la Cuenta Regulación Monetaria les permitía alargar el plazo medio de los préstamos.

Es dudoso, sin embargo, que pueda haber operado a través de este efecto una importante transformación de plazos. Por lo que hace a los préstamos en pesos, ésta fue más importante, en cambio, cuando a partir de fines de 1980 las compensaciones netas de la Cuenta Regulación Monetaria también pasaron a estar determinadas por los redescuentos con fines de regulación monetaria y para fines específicos, concedidos a plazos más largos que los depósitos. Esta transformación de plazos para las operaciones en pesos fue el preanuncio de la cuasi completa estatización que operó a partir de julio de 1982.

El déficit cuasi fiscal del Banco Central a nivel caja fue en este período superior al devengado principalmente porque se devengaron sin generar absorción monetaria los intereses y ajustes de los activos internacionales y luego también, a partir de 1980, se devenga-

ron cobrándose a plazos más largos, los intereses y ajustes de los redescuentos que comenzaron a acordarse.

La expansión de base originada en el sector externo obedeció en parte a ingresos de préstamos del exterior a mediano y largo plazo. Esa expansión originó pagos de la Cuenta Regulación Monetaria y déficit cuasi fiscal del Banco Central de caja superior al devengado. Ello implicó que parte de la expansión monetaria originada en la Cuenta Regulación Monetaria a nivel caja representó una transformación de plazos por la cual el Tesoro se endeudó internamente a corto plazo para mantener préstamos externos a mediano y largo plazo para los sectores público y privado.

Los anteriores son los principales factores que han estado subyacentes en la Cuenta Regulación Monetaria y en el déficit cuasi fiscal del Banco Central, a nivel caja y nivel devengado, en el período junio 1977 - junio 1982. Alguno de los factores mencionados operaron en todo el período con igual intensidad, otros con intensidad variable y otros operaron solo en algún subperíodo.

Es de presumir que por lo menos hasta 1980 la tendencia del déficit cuasi fiscal devengado fue decreciente. Ello se debió principalmente a la desaceleración en el financiamiento del Banco Central al Tesoro y al hecho de que a partir de cierto momento comenzó a cobrarse implícitamente un cargo sobre el encaje técnico de los depósitos en cuenta corriente. La cuantificación de en qué medida el menor financiamiento del Banco Central al Tesoro obedeció a cambios en las necesidades totales de financiamiento y en qué medida a cambios en las formas de financiamiento trasciende el objetivo de este trabajo.

Esta tendencia al decrecimiento del déficit cuasi fiscal devengado es probable que haya comenzado a desa-

celerarse a partir de 1980 como consecuencia de los subsidios implícitos en los redescuentos que comenzaron a otorgarse.

El déficit cuasi fiscal de caja recibió por una parte la tendencia al decrecimiento originada en la disminución del déficit cuasi fiscal devengado y luego de 1980 la tendencia en el mismo sentido originada en el comportamiento contractivo del sector externo, pero también a partir de 1980 recibió la influencia en dirección opuesta originada en la concesión de redescuentos a plazos superiores al plazo de los depósitos. La Cuenta Regulación Monetaria a nivel caja debe haber verificado un comportamiento semejante al del déficit cuasi fiscal de caja.

PERIODO INICIADO EN JUNIO DE 1982

En este período se verifica un intenso aumento del déficit cuasi fiscal devengado como consecuencia del aumento del financiamiento del Banco Central al Sector Público y de la intensificación en los subsidios del Banco Central al sector privado a través de tasas medias de redescuento inferiores a las tasas medias de depósitos pagadas por la Cuenta Regulación Monetaria. También se intensificó el subsidio implícito en la compensación de hecho de los encajes técnicos de los depósitos a plazo, debido a la desaparición del cobro de cargo sobre el encaje técnico de los depósitos en cuenta corriente ocasionada por la elevación de encajes.

El aumento del financiamiento del Banco Central al Sector Público se verificó tanto a través de adelantos al Tesoro como a través de líneas de redescuento a la banca oficial para canalizar a las empresas del Estado que tenían que cancelar préstamos tomados en las entidades financieras. El aumento total en el financiamiento, aparte de lo que pueda haber estado influido por un cam-

bio en las necesidades globales de financiamiento del Tesoro, estuvo también grandemente determinado por un cambio en las formas de financiamiento, retirando a las empresas del sector público del mercado y rescatando los títulos públicos Valores Nacionales Ajustables.

El origen de los mayores subsidios implícitos en los redescuentos estuvo facilitado por la sustitución de la capacidad prestable de los depósitos por el Préstamo Básico del Banco Central y luego por la canalización de crédito al sector privado a través de otros redescuentos.

El déficit cuasi fiscal de caja reflejó este aumento del déficit cuasi fiscal devengado pero también, adicionalmente, el hecho de que la parte mayoritaria del crédito al sector privado y del crédito remanente a las empresas del Estado pasó a basarse en redescuentos concedidos en general en condiciones de lenta recuperación de capitales, ajustes e intereses, a plazos muy superiores al plazo medio de los depósitos, con lo que en tanto la Cuenta Regulación Monetaria debe pagar periódicamente el interés y ajuste de los depósitos, el Banco Central devenga virtualmente sin cobrar los intereses y ajustes de los redescuentos.

Esto determinó que en este período el déficit cuasi fiscal de caja fuera muy alto y muy superior al déficit cuasi fiscal devengado. Y otro tanto sucedió con la expansión caja de la Cuenta Regulación Monetaria, que dados los reducidos intereses y ajustes cobrados por los redescuentos, difiere muy marginalmente del déficit cuasi fiscal de caja.

Este aumento del déficit cuasi fiscal de caja y su fuerte distanciamiento respecto del déficit cuasi fiscal devengado aparecen como un elemento característico de este período. En el período precedente el déficit cuasi fiscal de caja también había sido superior al devengado,

pero principalmente debido al efecto del sector externo, como se explicara. En este período, en cambio, el principal origen de la diferencia es el efecto de los redescuentos y además, probablemente, el distanciamiento entre ambos déficit es sensiblemente mayor.

Este elemento nuevo refleja, como se explicara, el hecho de que en este período se verificó un profundo descalce entre los plazos de las operaciones de préstamos y depósitos, descalce que fue asumido conjuntamente por el Banco Central y la Tesorería a través de la Cuenta Regulación Monetaria, proveyendo esta última la parte mayor de los fondos que requieren las entidades para pagar los intereses pasivos en tanto no cobran los intereses y ajustes que devengan por sus préstamos al sector privado, los que crecen en consecuencia por un mecanismo equivalente a la refinanciación automática de intereses y ajustes.

En otros términos, el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central tiene dos componentes: a) el déficit cuasi fiscal devengado del Banco Central y b) el crecimiento de los intereses y ajustes devengados por redescuentos no cubierto por el crecimiento de los intereses y ajustes devengados por los depósitos. Esta última parte refleja básicamente el crecimiento de los préstamos por refinanciación automática de intereses y ajustes, que está implícitamente sustentado en el pago de intereses de depósitos por parte de la Cuenta Regulación Monetaria.

11 - EL CREDITO A MEDIANO Y LARGO PLAZO Y LA TRANSFORMACION DE PLAZOS DE LAS OPERACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

Es de presumir que en el período de funcionamiento del sistema financiero sobre la base de encajes fraccionarios iniciado en junio de 1977 la principal fuente de

financiamiento a mediano y largo plazo fue el crédito en moneda extranjera originado en el ingreso de préstamos financieros externos y en la captación de depósitos en moneda extranjera por parte del sistema financiero local, y que en cambio fue limitado el volumen de crédito en pesos con tal carácter. Los conceptos de mediano y largo plazo deben ser entendidos, naturalmente, en el contexto del cortoplacismo que caracteriza al sistema financiero argentino desde hace varios años y que se traduce en operaciones que difícilmente trascienden, en promedio, el mes.

El crédito a mediano y largo plazo originado en el ingreso de préstamos financieros externos no fue, esencialmente, el producto de una transformación de plazos efectuada por las entidades financieras locales, sino en todo caso y parcialmente, el producto de una transformación de plazos asumida conjuntamente por el Banco Central y la Cuenta Regulación Monetaria. En efecto, en la medida en que la expansión de la base monetaria provocada a través del sector externo por el ingreso de esos fondos se tradujo en aumentos de las reservas de depósitos a interés compensables por la Cuenta Regulación Monetaria, de hecho el Tesoro se endeudó en pesos a corto plazo -dado el corto plazo de los depósitos en pesos- facilitando al sector privado y a las empresas públicas el endeudamiento en divisas a mediano y largo plazo.

En el caso de las operaciones en pesos, dado que durante este período los depósitos se concentraron en plazos cortos, la aparición de un volumen sensible de crédito a mediano y largo plazo descansaba sobre la transformación de plazos que estuvieran dispuestas a hacer las entidades. En tal sentido, la vigencia de tasas de interés determinadas por el mercado y de una garantía de depósitos elevada y subsidiada por el Banco Central tendió a favorecer esa transformación por parte de las entidades financieras. Ello es así porque en el sistema de encajes fraccionarios vigente en esos años la trans-

formación de plazos habría requerido que las entidades pagaran periódicamente los intereses pasivos no cubiertos por las compensaciones de la Cuenta Regulación Monetaria con la captación de nuevos depósitos, posibilidad que aparte del crecimiento del volumen global de depósitos, que era un dato dadas la metas monetarias de la autoridad, se facilitaba si podían ofrecer tasas de interés diferenciales para aumentar la captación. Este elemento reducía el riesgo de que la transformación de plazos dejara eventualmente a las entidades en situación de deficiencia de efectivo mínimo, es decir el riesgo de descalce de plazos.

El otro riesgo implícito en la transformación de plazos, el riesgo de descalce de tasas de interés por fondear préstamos a largo plazo con préstamos a corto plazo, se intentó limitarlo a través de la posibilidad de efectuar financiamientos a tasa de interés variable.

No obstante estas condiciones, existe la impresión de que la oferta de crédito en pesos a mediano y largo plazo en ese período fue limitada, lo que implicaría que fue limitada la transformación de plazos encarada por las entidades, excepto probablemente en los préstamos a empresas públicas.

Es de suponer que operó en contra de la transformación de plazos una cierta resistencia de las entidades a conceder créditos a mediano y largo plazo en el contexto de una economía cuya evolución y efecto sobre las distintas empresas eran difíciles de predecir, en particular a partir de los primeros signos de crisis financiera y dificultades económicas percibidos desde comienzos de 1980. La crisis financiera de ese año, por supuesto, elevó notablemente el riesgo de descalce de plazos al aumentar la posibilidad de corridas de depósitos y disminuir la demanda real de ahorro financiero.

El costo comparativamente elevado del crédito por

períodos y las dificultades económicas crecientes generaron, sin embargo, lo que puede conceptuarse como una transformación "forzosa" de plazos. En efecto, la resistencia o dificultades de las empresas para cancelar sus deudas con el sistema financiero a su vencimiento, forzaron a las entidades a refinanciar periódicamente los intereses a través de su capitalización, con lo que de hecho pasaron a sustentar créditos a plazos superiores al plazo medio de los depósitos. Esta transformación "forzosa" de plazos, que reflejaba la pesadez de las carteras activas, comenzó a hacerse evidente en 1979 - 1980.

Cualquiera haya sido el volumen de crédito en pesos a mediano y largo plazo en este período, el mismo fue principalmente producto de la transformación de plazos efectuada por las entidades, fuera la misma "voluntaria" o "forzosa".

A partir de 1980 comienzan a aparecer mecanismos que pretenden impulsar la transformación de plazos, en parte promoviendo esa transformación por parte de las entidades y en parte asumiéndola el Banco Central y la Cuenta Regulación Monetaria. En este último caso el mecanismo fue el acuerdo de redescuentos como canal de crédito al sector privado y este proceso culminó, como se adelantara, con la profunda transformación de plazos y estatización de esa actividad llevadas a cabo con la reforma financiera de julio de 1982.

A fines de 1980 se implementa el "Régimen de préstamos a las entidades financieras con fines de regulación de los recursos monetarios" (Comunicación R.F. 1251). Este régimen, habilitado por la imposibilidad de crear dinero reduciendo el encaje legal debido a la proximidad de éste con el encaje técnico, acordó a las entidades financieras préstamos del Banco Central a 360 días, con recuperación de los capitales ajustados al vencimiento, para canalizar en créditos. Es evidente que

las entidades podían utilizar esos recursos provistos por el Banco Central para dar créditos a plazos superiores al plazo habitual en el mercado y sin incurrir en riesgo de descalce, ya que el mismo era asumido por el Banco Central.

También a fines de 1980, el Banco Central amplió el régimen de redescuento de iliquidez (Circular R.F. 1284) incorporando un margen para cubrir las necesidades financieras provenientes de desajustes entre los plazos de las operaciones activas y pasivas de las entidades. El efecto de hecho de este régimen era promover la actividad de transformación de plazos de las entidades, reduciendo el riesgo de descalce de plazos al ofrecer una asistencia, bien que limitada, del Banco Central para tales situaciones.

En abril de 1981, por Comunicación "A" 22 el Banco Central habilitó fondos ya con el propósito expreso de contribuir al alargamiento de plazos de operaciones de crédito de empresas del sector privado. Los préstamos se concedieron a un plazo de 4 años a amortizarse en dos cuotas del 50% cada una y debían ser empleados para refinanciar obligaciones vigentes de empresas privadas a plazos mínimos de 2 años. En este caso la transformación de plazos fue asumida conjuntamente por el Banco Central y la Cuenta Regulación Monetaria.

A fines de 1981, en virtud de la Ley 22.510 y de la Comunicación "A" 69 del Banco Central, se implementó un mecanismo por el cual las entidades que refinanciaran, dentro de las condiciones establecidas, a sus deudores a un plazo de 7 años recibirían un spread adicional por esos préstamos derivado de la inversión de un préstamo del Banco Central en el Bono Nacional de Consolidación Económica - Financiera. Este mecanismo buscó implícitamente promover la transformación de plazos por parte de las entidades, ya que los préstamos refinanciados no quedaban calzados con un redescuento del Banco Central

sino con depósitos a corto plazo en las entidades financieras.

Finalmente, la reforma de julio de 1982, como se explicara en la sección 5, sustituyó la capacidad prestable de los depósitos por el Préstamo Básico del Banco Central, préstamo a largo plazo que sustentó la refinanciación a largo plazo de los préstamos del sector privado. El Banco Central y la Cuenta Regulación Monetaria asumieron conjuntamente esta sustancial transformación de plazos.

No debe dejar de mencionarse también que a partir de 1981 se concedieron redescuentos específicos para fines determinados a plazos superiores a los de los depósitos y que también implicaron una transformación de plazos de parte del Estado.

Un rasgo notable de este proceso de creciente volumen de crédito a mediano y largo plazo, originado en una creciente transformación de plazos -en parte inducida en las entidades y en parte mayor estatizada- hasta su culminación total en julio de 1982, es que la misma no estuvo motivada directa o principalmente en el intento de generar fondos para inversión, sino que su motivación directa fue en la mayor parte de los casos procurar un alivio financiero a las empresas a través de la refinanciación de sus deudas preexistentes. Esta refinanciación aparece como una prolongación de la transformación "forzosa" de plazos que debieron encarar las entidades al manifestarse las dificultades en el funcionamiento de la economía.

La transformación "forzosa" de plazos fue sustituida y ampliada por una transformación de plazos asumida por el Estado, y en tal sentido la intensa expansión de caja de la Cuenta Regulación Monetaria, en particular a partir de julio de 1982, aparece como un subproducto de la "pesadez" que comenzó a manifestarse en las carteras

activas de las entidades en 1980. El pago de intereses y ajustes por los deudores fue asumido transitoriamente por el Estado, profundizando su déficit total de caja vía un aumento en el déficit de caja cuasi fiscal. En otros términos, al aumentar el encaje el Estado se endeudó con los ahorristas y al sustituir ese encaje con redescuentos transfirió de hecho la deuda de las empresas con las entidades a una deuda de las empresas con el Estado. La expansión caja de la Cuenta Regulación Monetaria refleja en gran medida el hecho de que la deuda que asumió el Estado con los ahorristas es de corto plazo, en tanto que la deuda que asumieron las empresas con el Estado es de largo plazo.

A partir de julio de 1982 y de la sustitución de la capacidad prestable de los depósitos por el Préstamo Básico del Banco Central, los flujos adicionales de crédito al sector privado -a diferencia del crecimiento de este por acumulación de intereses y ajustes devengados- se basaron en nuevos redescuentos del Banco Central y, en menor medida, en el aumento de la expansión secundaria del sistema.

La expansión secundaria se constituyó con la capacidad prestable de los depósitos a tasa de interés libre a plazos mínimos de 90 días dentro del subsistema de ese tipo iniciado en julio de 1982 y hasta su discontinuación con la mini-reforma financiera de agosto - setiembre de 1983, con la capacidad prestable de los depósitos a tasa regulada originada en las disminuciones del encaje legal iniciadas en enero de 1983 y con la capacidad prestable del nuevo sistema de aceptaciones derivado del cambio de normas producido en setiembre de 1983.

Cualquier volumen de crédito a mediano y largo plazo o, en general, a plazos superiores a los habituales en el mercado cuando los recursos se originan en depósitos, ha estado, por lo que concierne a esta expansión secundaria, calzado con los depósitos o ha sido producto

de la transformación de plazos asumida por las entidades. Esta transformación de plazos, a su vez, al ser asumida por las entidades, no incide sobre la expansión caja de la Cuenta Regulación Monetaria o sobre el déficit cuasi fiscal de caja.

Respecto del plazo de los depósitos, los únicos que ofrecieron posibilidades de calzar préstamos a plazos superiores a los habituales fueron los depósitos a tasa de interés libre a plazos mínimos de 90 días. Los depósitos regulados y luego las aceptaciones fueron colocaciones que se mantuvieron en los plazos cortos característicos.

La transformación de plazos de los recursos originados en la expansión secundaria, por su parte, estuvo limitada por una serie de razones. En el caso de las aceptaciones, en primer término, por definición los plazos de las operaciones activas y pasivas están esencialmente calzados. En el caso de los depósitos a tasa de interés libre la transformación de plazos estuvo limitada porque este sistema operaba, por razones de control monetario, con cupos periódicamente fijados por el Banco Central, lo que aumentaba en las entidades el riesgo de descalce de plazos al no tener seguridad de poder contar con los fondos para pagar a su vencimiento los intereses pasivos antes de cobrar los intereses activos; ello aparte del usual riesgo de descalce de tasas de interés. Finalmente, en el caso de los depósitos regulados, generaba una resistencia a la transformación de plazos el aumento del riesgo de descalce de plazos originado en que en un contexto de tasas de interés reguladas es más difícil competir por la captación de depósitos ante situaciones de iliquidez, en la disminución de la demanda real de estos depósitos producida por el desequilibrio en que se mantuvieron por períodos las tasas reguladas y en la profunda redistribución de estos depósitos entre entidades operada a partir de julio de 1982 en que las tasas de interés comenzaron a ser reguladas.

Dadas estas condiciones, de hecho la provisión de fondos adicionales de financiamiento en pesos al sector privado a mediano y largo plazo se originó en nuevos redescuentos del Banco Central. A pesar de la pérdida de importancia relativa del Préstamo Básico -luego Préstamo Consolidado- en el total de crédito, esto tendió a mantener en altos niveles la expansión caja de la Cuenta Regulación Monetaria o el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central, debido a la transformación implícita de plazos asumida nuevamente por el Banco Central y la Cuenta Regulación Monetaria.

Sin embargo, dentro de los nuevos redescuentos acordados por el Banco Central es conveniente distinguir entre un gran número de líneas acordadas para fines específicos, generalmente para créditos a tasa de interés regulada, y el redescuento ajustable del Banco Central - Límite Especial de préstamos -.

Este último es habilitado por el Banco Central a las entidades financieras en función de la captación de depósitos indexados por precios. Esto implica que estos depósitos, formalmente sujetos a un encaje legal de 100%, están de hecho sujetos a encaje fraccionario. Esta forma sui generis de implementar un encaje fraccionario obedece a las dificultades que origina un encaje legal uniforme sobre depósitos indexados, ya que en tal caso las entidades financieras tratarían de calzar depósitos y préstamos a fin de no incurrir en excedentes costosos, lo que resentiría la captación de estos depósitos en condiciones en que la economía necesitaba esta fuente de absorción de la creación de dinero.

Estos depósitos fueron implementados originalmente a 1 año de plazo mínimo y luego, por consideraciones de control monetario, el plazo descendió hasta 120 días, siendo actualmente de 180 días. Los redescuentos habilitados a base de los mismos pueden canalizarse a plazos mayores y en caso de descalce efectivo las entidades fi-

nancieras deben abonar un cargo de 0,25% mensual al Banco Central por la diferencia negativa entre depósitos y préstamos.

Estos depósitos, al instrumentarse como redescuentos por las razones indicadas, también han determinado un aumento de la expansión caja de la Cuenta Regulación Monetaria, y al estar implícitamente prestados a plazos quizá más largos, también han aumentado el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central e implican una transformación de plazos asumida por el Estado.

Sin embargo, como junto con los depósitos ajustables por cláusula dólar, tienen una participación en el total de depósitos que largamente excede la verificada en los años precedentes, ello lleva a preguntarse si ambos no proveen la base, inexistente antes, para la aparición de una oferta de crédito a mediano y largo plazo asumida por las propias entidades y sustentada en estos depósitos, aun cuando las entidades no estén dispuestas a asumir una transformación de plazos tan intensa como la vigente actualmente.

Si bien no es posible descartar que algo de ello pueda esperarse, no debe pasarse por alto el hecho de que la elevada participación que alcanzaron estos depósitos ajustables en los años recientes se debe a un conjunto particular de circunstancias. Estas incluyen la inexistencia de una oferta de títulos públicos ajustables por precios, la incertidumbre y expectativas inflacionarias del público, el valor real negativo en que durante períodos se mantuvo el rendimiento de las colocaciones más líquidas y la cobertura del eventual descalce de plazos entre depósitos y préstamos por el Banco Central al haber instrumentado este sistema como un redescuento.

De no mantenerse enteramente estas condiciones o de revertirse algunas de ellas, es de presumir que los de-

pósitos ajustables perderán participación en el total de activos del público respecto de la alcanzada, limitando entonces la posibilidad de convertirse en una fuente suficiente de crédito a mediano y largo plazo.

En estas condiciones, la aparición de una oferta significativa de crédito a mediano y largo plazo que sustituya la que actualmente se basa en la transformación de plazos llevada a cabo por el Estado a través de los redescuentos y en el peso inusual alcanzado por los depósitos ajustables, volverá a depender en gran medida de la promoción de todo tipo de formas de ahorro financiero a mayor plazo y de la transformación de plazos que estén dispuestas a asumir las entidades por su propia cuenta.

12 - EFECTO DE MEDIDAS ALTERNATIVAS DE POLITICA SOBRE EL RESULTADO CUASI FISCAL DEL BANCO CENTRAL

En esta sección se analiza el efecto de algunas medidas de política sobre el resultado cuasi fiscal del Banco Central, centrando la atención sobre el concepto en términos devengados, pero sugiriendo también en algunos casos el efecto sobre el concepto en términos de caja.

Para ello se utilizarán las expresiones simplificadas (57), (60) y (61) con el único cambio de que en vez de expresar el concepto como resultado (ingresos menos egresos), se expresará directamente como déficit (egresos menos ingresos), con lo que queda:

$$M_4^{c/a} = SE + SP_u + \sum_{-\infty}^{\infty} DCFBC^D + RED + IADR + ES \quad (75)$$

$$DCFBC^D = \bar{i}_p \left[(SE + SP_u + \sum_{-\infty}^{\infty} DCFBC^D) - M_1 \right] + (\bar{i}_p - \bar{i}_r) (RED + IADR + ES) \quad (76)$$

$$DCFBC^C = IAP^D - i_n (1 - e)D_r - IAP^R \quad (77)$$

donde $DCFBC^C$ = déficit cuasi fiscal del Banco Central.

No se pretende efectuar un análisis completo sino solamente sugerir líneas de análisis. Dado que el déficit cuasi fiscal del Banco Central definido por las expresiones (76) y (77) está influido por la cantidad de dinero, el análisis se efectuará suponiendo que la misma permanece constante y despreciando, por simplicidad, la interacción que existe entre los cambios en el déficit cuasi fiscal y la cantidad total de dinero.

La expresión (76) está influida por a) la distribución de los factores determinantes de la cantidad de dinero entre aquellos que no generan renta ($SE + SP_u + \sum_{-\infty} DCFBC^D$) y aquellos que la generan ($RED + IAD^R + ES$);

b) la distribución de la cantidad total de dinero entre medios de pago (M_1 y depósitos a plazo) y c) las tasas medias pasivas y de redescuento. Los elementos a) y b) afectan el déficit cuasi fiscal devengado a través de la composición de cantidades, en tanto que el elemento c) lo afecta a través de niveles y relaciones entre tasas de interés.

Para simplificar la exposición se utilizarán las siguientes expresiones:

$$SE + SP_u + \sum_{-\infty} DCFBC^D = x \quad (78)$$

$$RED + IAD^R + ES = y \quad (79)$$

Por (75) todo cambio en x debe ser acompañado, para una cantidad de dinero constante, por un cambio simultáneo y en dirección opuesta en y . El efecto de un cambio en la composición de los factores determinantes de dinero sobre el déficit cuasi fiscal devengado será, por tanto:

$$d \text{DCFBC}^D = \bar{i}_r dx \quad (80)$$

$$d \text{DCFBC}^D = -\bar{i}_r dy \quad (81)$$

Es decir que cualquier aumento unitario en los factores determinantes que no generan renta aumenta el déficit cuasi fiscal devengado en un valor equivalente a la tasa media de redescuento o, si se quisiera ser más preciso, en un valor equivalente a la tasa del redescuento que disminuye. Cualquier aumento unitario, a su vez, en los factores determinantes que generan renta, disminuye el déficit cuasi fiscal devengado en un valor equivalente a la tasa media -o marginal, más precisamente- de redescuento.

En este análisis, en consecuencia, el efecto del cambio en la composición de los factores determinantes de dinero está dado por la tasa media o marginal de redescuento y es independiente de la relación entre ésta y la tasa media pasiva.

Es conveniente describir, sin embargo, los factores conceptuales intervinientes en estos cambios en la composición de los factores determinantes de dinero, para lo cual es suficiente con un caso. Cuando aumentan los factores determinantes que no generan renta (ver expresión (78)), aumenta la deuda pública implícita y aumenta por tanto el déficit cuasi fiscal devengado en la tasa de interés i_p que devenga ese aumento de deuda. Simultáneamente disminuyen los factores que generan renta, por los que el Banco Central devenga ($\bar{i}_r - \bar{i}_p$). Si $\bar{i}_r > \bar{i}_p$, esto implica un aumento del déficit cuasi fiscal por pérdida del spread ($\bar{i}_r - \bar{i}_p$); si $\bar{i}_r < \bar{i}_p$ esto implica una disminución del déficit cuasi fiscal por disminución del subsidio implícito ($i_p - \bar{i}_r$).

En el caso en que lo que cambia es la composición

de la cantidad de dinero, aumentando o disminuyendo M_1 en contra o a favor, respectivamente, de los depósitos a plazo, el efecto sobre el déficit cuasi fiscal devengado está dado por

$$d \text{DCFBC}^D = -\bar{i}_p dM_1 \quad (82)$$

Es decir que un aumento (disminución) unitario en M_1 genera una disminución (aumento) en la deuda implícita del Sector Público, y el déficit cuasi fiscal devengado disminuye (aumenta) en un valor equivalente a la tasa de interés media pasiva o, más precisamente, a la tasa de interés del depósito a plazo que es desplazado (favorecido) por el cambio en las preferencias del público. En este caso todo el efecto sobre el déficit cuasi fiscal devengado se verifica exclusivamente a través del cambio en el volumen de deuda pública implícita del Sector Público.

El breve análisis precedente permite aseverar nuevamente que, en lo que concierne a los cambios de composición de los factores determinantes de dinero y de la cantidad de dinero, la disminución del déficit cuasi fiscal devengado pasa, naturalmente, por disminuir la participación del financiamiento al sector público -tanto por déficit operativo como por déficit cuasi fiscal- en la creación de dinero y por promover la demanda de medios de pago.

Respecto del déficit cuasi fiscal de caja, las conclusiones acerca del efecto de estos cambios de composición de cantidades requieren introducir elementos adicionales, los que serán sugeridos a continuación.

El cambio en la participación de los factores determinantes de la cantidad de dinero que no generan renta no afecta los intereses y ajustes que deben pagarse por los depósitos y solo afecta el déficit cuasi fiscal de caja a través del plazo de recuperación de los inte-

reses y ajustes del canal de crédito al sector privado que disminuye o aumenta en compensación (ver expresión (77)).

El cambio en la participación de los medios de pago, en cambio, afecta directamente el déficit cuasi fiscal de caja a través de los intereses y ajustes pagados por los depósitos. Ello es así porque es de suponer que los cambios en M_1 sustituyen depósitos a plazo de corto plazo o alta liquidez, por lo que cuando aumenta (disminuye) M_1 disminuyen (aumentan) rápidamente los intereses y ajustes a pagar por los depósitos y el déficit cuasi fiscal de caja.

Lo anteriormente expuesto se refiere al efecto de cambios de cantidades y corresponde ahora analizar el efecto de cambios en las tasas de interés pasivas y de redescuento. Este análisis es algo más complicado porque previamente es necesario reconocer que tanto los depósitos a plazo como los factores determinantes de la cantidad de dinero que generan renta tienen dos componentes, uno a tasa regulada -que es la que fija el Banco Central- y otro a tasa ajustable, que por simplicidad se supondrá única e igual a la tasa de inflación, que a su vez se supondrá, a los efectos de este análisis, exógena o predeterminada.

Siendo así, es necesario entonces tener en cuenta que si bien la autoridad monetaria puede fijar las tasas de interés de redescuento -que en el análisis de esta sección es igual a la tasa activa regulada porque por simplicidad se hace abstracción de los spreads- y de los depósitos regulados -que por simplicidad se supondrá única-, no puede fijar directamente las tasas medias de redescuento y de depósitos de la expresión (76), ya que éstas dependen de la composición regulada-ajustable de la demanda de crédito del sector privado y de la demanda de depósitos a plazo del público. En consecuencia el análisis del efecto de cambios en las tasas de interés

sobre el déficit cuasi fiscal debe necesariamente referirse al efecto de cambios en las tasas de interés reguladas.

A los efectos de sugerir las líneas de ese análisis es conveniente efectuarlo en base a una expresión más directa del déficit cuasi fiscal devengado. A partir de (23), es posible plantear:

$$DCFBC^D = \bar{i}_p DAP^{c/a} - \bar{i}_r CSP_r \quad (83)$$

A su vez, es conveniente desagregar:

$$CSP_r = CSP_r^f + CSP_r^a \quad (84)$$

$$DAP^{c/a} = DAP_r + DAP_a \quad (85)$$

donde:

CSP_r^f : crédito al sector privado a tasa de interés regulada.

CSP_r^a : crédito al sector privado a tasa ajustable, incluyendo ajustes.

DAP_r : depósitos a plazo a tasa de interés regulada.

$DAP_a^{c/a}$: depósitos a plazo ajustables incluyendo ajustes.

Utilizando (84) y (85) y suponiendo por simplicidad que la tasa regulada de redescuento es igual a la tasa regulada de depósitos, es posible plantear:

$$DCFBC^D = i_r (DAP_r - CSP_r^f) + (DAP_c^{c/a} - CSP_r^a) \quad (86)$$

donde: i_r = tasa de redescuento (o activa o pasiva) regulada.

Π = tasa de inflación.

El análisis del efecto de un cambio en la tasa de interés regulada sobre el déficit cuasi fiscal devengado se hará ahora en términos de la expresión (86). Es conveniente señalar que en esa expresión la deuda implícita del sector público es la suma algebraica de los dos paréntesis del término de la derecha.

El paréntesis $(DAP_r - CSP_r^f)$ indica la deuda implícita a tasa de interés regulada y el paréntesis $(DAP_a - CSP_r)$ indica la deuda implícita a tasa ajustable. El análisis se efectuará haciendo abstracción de la interacción entre el déficit cuasi fiscal devengado y la cantidad de dinero y suponiendo constante la cantidad total de dinero.

$$d DCFBC^D = di_r (DAP_r - CSP_r^f) + (i_r + di_r)(dDAP_r - dCSP_r^f) + (dDAP_a^c/a - dCSP_a^c/a) \quad (87)$$

Antes de analizar la expresión (87) para alcanzar alguna conclusión acerca del efecto de un cambio en la tasa de interés regulada sobre el déficit cuasi fiscal devengado, es conveniente detenerse en la expresión (86). Para una tasa de interés i_r dada y una tasa de inflación exógena Π , el público decide su composición regulado-ajustable preferida de depósitos a plazo. Por otra parte, la composición regulado-ajustable del crédito al sector privado es, en el sistema financiero vigente en el país desde julio de 1982, en gran medida deci-

dida por la autoridad monetaria. En tales condiciones tiene relevancia preguntarse cuál será la política de composición regulado-ajustable de crédito al sector privado que seguiría o conviene seguir a la autoridad monetaria si su objetivo es minimizar el déficit cuasi fiscal devengado en el corto plazo.

Dado que atendiendo al distinto grado de liquidez de ambos tipos de depósitos, la tasa de interés i_r de los depósitos regulados tenderá a fijarse por debajo de la tasa de inflación esperada, el déficit cuasi fiscal devengado será tanto menor cuanto mayor sea la parte de la deuda implícita del sector público a tasa regulada. Esto implica perseguir la regla de que exista un volumen de crédito ajustable al sector privado de la misma magnitud que el volumen de depósitos ajustables. Esta regla, al mismo tiempo, elimina el riesgo de que una tasa de inflación superior a la esperada se traduzca en un aumento imprevisto del déficit cuasi fiscal devengado.

Naturalmente que esta regla también implica que si la inflación registrada es inferior a la prevista y se ubica por debajo de la tasa de interés regulada, el déficit cuasi fiscal devengado sería mayor que el que hubiera sido de estar la deuda implícita del sector público a tasa ajustable. Por otra parte, también podría concluirse de la expresión (86) y del supuesto de $i_r < \pi$ la conveniencia de que parte del crédito ajustable al sector privado se sustentara en depósitos regulados a plazo, pero en este caso se correría el riesgo de que una tasa de inflación menor que la prevista derivase en un déficit cuasi fiscal devengado mayor.

La regla de calzar en montos los depósitos ajustables con los créditos ajustables al sector privado tiende a minimizar a largo plazo el costo de la deuda implícita del sector público y a reducir el riesgo de desviaciones imprevistas en el déficit cuasi fiscal devengado.

Pasando ahora a la expresión (87), considérase el efecto de un aumento en la tasa de interés regulada, llevada a cabo por evaluarse que la misma se encontraba en un nivel muy bajo respecto de la inflación esperada, y llevándola a un nivel algo menor que ésta a efectos de estimular la demanda de depósitos regulados.

Si la autoridad siguió la regla analizada previamente, la deuda implícita del sector público será a tasa regulada y el aumento de ésta se traducirá en un aumento del déficit cuasi fiscal devengado. Este efecto está medido por el primer término $di_r (DAP_r - CSP_r^r)$.

Respecto de los otros dos términos, supóngase primero que la composición regulado-ajustable del crédito al sector privado es fija, en cuyo caso $dCSP_r^r = dCSP_r^a = 0$. En tal caso (87) se convierte en:

$$dDCFBC^D = di_r (DAP_r - CSP_r^r) + (ir + di_r) dDAP_r + \pi dDAP_a^{c/a} \quad (88)$$

La expectativa es que el aumento de la tasa de interés regulada provoque un aumento en los depósitos regulados a plazo y una disminución en los depósitos ajustables. La disminución de los depósitos ajustables obedecería a un efecto sustitución en favor de los depósitos regulados a plazo provocada por el cambio en los rendimientos relativos.

Esta sustitución, al ser la tasa de inflación superior a la tasa de interés regulada, tiende a disminuir el déficit cuasi fiscal devengado. Pero la expectativa es que los depósitos regulados a plazo aumenten no solo a expensas de los depósitos ajustables -lo que disminuye

el déficit- sino también a expensas de los medios de pago M_1 -lo que aumenta el déficit-.

De modo que en este análisis el efecto de un aumento en la tasa de interés regulada sobre el déficit cuasi fiscal devengado se produce a través de distintos canales que operan en direcciones opuestas. Bajo los supuestos efectuados el déficit devengado tiende a aumentar por a) el aumento en el costo de la deuda implícita del sector público y b) la sustitución de medios de pago en favor de los depósitos regulados a plazo, y tiende a disminuir por c) la sustitución de los depósitos ajustables en favor de los depósitos regulados a plazo de menor costo. Es evidente que el efecto neto de estos cambios depende de las magnitudes y elasticidades de sustitución implicadas.

Si se levanta el supuesto de rigidez en la composición regulado-ajustable del crédito al sector privado y se supone que al disminuir los depósitos ajustables la autoridad disminuye en igual monto el volumen de crédito ajustable al sector privado, (87) se transforma en

$$dDCFBC^D = di_r (DAP_r - CSP_r^F) + (i_r + di_r) (dDAP_r - dCSP_r^F)$$

(89)

Bajo este nuevo supuesto, el déficit cuasi fiscal devengado aumenta, en primer término por el mayor costo de la deuda implícita del sector público y en segundo término por el costo de la mayor deuda implícita a tasa regulada originada en la sustitución de medios de pago M_1 , en favor de depósitos regulados a plazo.

Considerando ahora el déficit cuasi fiscal del Banco Central de caja, el aumento de la tasa regulada se traduce virtualmente en un aumento considerable e inme-

diato del mismo, debido a que los depósitos a plazo a tasa regulada se concentran en plazos cortos en tanto que el crédito a tasa regulada basado en redescuentos es de lenta recuperación de intereses y a corto plazo solo aumentaría el cobro del costo financiero de la expansión secundaria, que es una parte minoritaria del crédito total.

13 - LA SUPRESION DE LA CUENTA REGULACION MONETARIA, EL DEFICIT CUASI FISCAL DEL BANCO CENTRAL Y LA TRANSFORMACION DEL SISTEMA FINANCIERO

La eliminación total, en los stocks y en los flujos, de la Cuenta Regulación Monetaria, implica transformar el sistema financiero en un sistema de encajes fraccionarios no retribuidos. Operativamente esta transformación consistiría, bajo la restricción usual de que fuera puntualmente neutra en términos monetarios, en requerir de las entidades financieras la cancelación de todas sus deudas por redescuentos con el Banco Central, liberando en promedio para el conjunto de entidades un monto equivalente de reservas de efectivo mínimo a través de la correspondiente disminución de los encajes legales. Los créditos, que actualmente las entidades sustentan mayoritariamente con préstamos y redescuentos del Banco Central, pasarían a estar enteramente sustentados en la expansión secundaria, es decir directamente en los depósitos de las entidades.

Una transformación de esta naturaleza ofrece varias alternativas de diseño. No obstante, todas ellas requieren previamente, la eliminación del déficit cuasi fiscal devengado del Banco Central. De otro modo, si el déficit cuasi fiscal devengado no es previamente eliminado, la supresión de la Cuenta Regulación Monetaria requiere ampliar el spread entre tasa activa y pasiva para financiar el déficit cuasi fiscal devengado remanente, o aban

donar la restricción de que la transformación sea neutra en términos monetarios.

En lo esencial, la eliminación del déficit cuasi fiscal devengado implica la eliminación de la deuda implícita del sector público y la eliminación de los subsidios implícitos al sector privado no financiero. En particular cabe señalar, al solo efecto ilustrativo, que la eliminación de la deuda implícita del sector público puede operar tanto vía la disminución del déficit fiscal como vía un cambio en la forma de financiamiento que sustituya el bono implícito en el encaje con otras fuentes de crédito.

La eliminación del déficit cuasi fiscal devengado, desde otro punto de vista, supone arribar a una situación en que el encaje medio implícito del sistema -entendido como el encaje resultante luego de deducir de las reservas de efectivo mínimo las deudas de las entidades por redescuentos- sea igual a la participación de los depósitos en cuenta corriente en el total de depósitos. Ello es precisamente lo que permite pasar a un sistema de encajes fraccionarios no retribuidos, estableciendo encajes legales diferenciales, de 100% para los depósitos en cuenta corriente y nulo o apenas superior al técnico para los depósitos a plazo. Cabe señalar que si se deseara establecer un sistema de encajes fraccionarios no retribuidos basado en un encaje único, ello plantearía requerimientos más exigentes, consistentes en un superávit cuasi fiscal devengado, lo que involucra una meta más ambiciosa.

La eliminación del déficit cuasi fiscal devengado posibilita pasar a un sistema de encajes legales diferenciales no retribuidos debido a que tal eliminación implica la desaparición de la deuda implícita del sector público y de los subsidios implícitos al sector privado. En otros términos -suponiendo que estos subsidios son eliminados a través de alineamientos en las tasas de in-

terés y en la composición del crédito-, la eliminación del déficit cuasi fiscal devengado implica que para el sistema financiero en su conjunto el volumen de depósitos a plazo es aproximadamente equivalente al volumen de préstamos acordados por las entidades financieras.

Pero aunque se verifique esta situación a nivel del sistema financiero globalmente considerado, se plantean situaciones diferenciales entre las entidades debido a diferencias en las relaciones préstamos/depósitos a plazo heredadas y típicas de los períodos en que gran parte de los préstamos se basan en redescuentos. En consecuencia la transformación dejaría en situación de subexpansión, equilibrio o sobreexpansión a las entidades con relaciones préstamos/depósitos a plazo aproximadamente inferiores, iguales o superiores a 1, respectivamente. Estas situaciones han sido habitualmente encaradas acordando redescuentos remanentes a entidades sobreexpandidas y congelando transitoriamente la capacidad prestable excedente de las entidades subexpandidas. Las entidades equilibradas no plantean, naturalmente, ninguna dificultad respecto de esta variable.

Pero ahora es necesario tener en cuenta, en función de lo desarrollado en secciones anteriores, que la eliminación del déficit cuasi fiscal devengado de ningún modo implica la simultánea eliminación del déficit cuasi fiscal de caja, que es muy superior a aquél y refleja factores adicionales a los que determinan el déficit cuasi fiscal devengado. Esas razones adicionales son, esencialmente, las condiciones de lenta recuperación de intereses y ajustes con que fueron acordados los redescuentos que antes de la transformación del sistema sustentan la parte mayoritaria del crédito de las entidades -y los préstamos basados en ellos- y el corto plazo en que se concentran los depósitos.

Dados estos factores adicionales, la eliminación del déficit cuasi fiscal devengado dejará subsistente,

en consecuencia, un elevado déficit cuasi fiscal de caja. Pero si el déficit cuasi fiscal devengado desaparece, el déficit de caja subsistente solo reflejará el efecto de la disociación entre el largo plazo de cobro de los intereses y ajustes de los redescuentos -o de los préstamos basados en ellos- y el corto plazo al cual deben pagarse los intereses y ajustes de los depósitos. Esto significa que el déficit cuasi fiscal de caja subsistente sólo representará expansión monetaria dirigida a sustentar el crecimiento del crédito de las entidades por devengamiento de intereses y ajustes, permitiendo a las entidades atender el pago de los intereses y ajustes pasivos en tanto no cobran los intereses y ajustes activos.

La transformación del sistema financiero a encajes fraccionarios no retribuidos, posibilitada por la eliminación previa del déficit cuasi fiscal devengado en condiciones en que aún subsiste un considerable déficit cuasi fiscal de caja, genera automáticamente, sin embargo, la eliminación inmediata y total de ese déficit de caja. Ello se produce transfiriendo ese déficit cuasi fiscal de caja a las entidades financieras, lo que implica que éstas deben asumir la transformación del plazo de las operaciones financieras.

Esta eliminación del déficit cuasi fiscal de caja a través de su transferencia a las entidades financieras tiene, aparte de otros efectos, dos consecuencias que se desea remarcar.

En primer término, una transformación total del sistema financiero a encajes fraccionarios implica que todos los préstamos de las entidades antes sustentados en redescuentos pasarían a sustentarse en la expansión secundaria o capacidad prestable de los depósitos. Como el plazo medio de recuperación de los préstamos y de sus intereses y ajustes excede sensiblemente el plazo medio de vencimiento de los depósitos, y los intereses y ajus-

tes de estos no serán más atendidos por la Cuenta Regulación Monetaria, las entidades incurrirán periódicamente en desequilibrios de caja. Este es operativamente el significado de que el déficit cuasi fiscal de caja es transferido a las entidades.

Para cubrir esos desequilibrios de caja sin incurrir en deficiencias de efectivo mínimo las entidades buscarán acudir a otros recursos, principalmente captación de nuevos depósitos, por los que deberán competir entre sí a partir de la oferta de nuevos depósitos que se genere periódicamente en el contexto de las metas monetarias de la autoridad. Ello sin considerar la posibilidad de que como consecuencia de redistribuciones de depósitos entre entidades, algunas pierdan depósitos en términos nominales, con lo que inevitablemente deberían encarar políticas de redimensionamiento de sus carteras activas; esto está implícito, naturalmente, en todo sistema de encajes fraccionarios no retribuidos, e incluso en sistemas con encajes fraccionarios retribuidos, si los encajes no son elevados.

En segundo término, la aparición de esa necesidad de parte de las entidades de captar nuevos depósitos para cubrir sus desequilibrios de caja es producida por la transferencia a las entidades de lo que hasta la transformación era el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central. La transferencia de éste a las entidades implica la desaparición de una importante fuente automática de expansión monetaria.

Este daría la impresión de que la supresión de la Cuenta Regulación Monetaria transformando el sistema financiero a encajes fraccionarios no retribuidos permitiría de inmediato reducir la expansión monetaria. Esta idea, en rigor, ha sido sustentada por algunos analistas y es aceptada por parte del público.

Sin embargo, es necesario insistir en que esa idea

es equivocada, y que la supresión de la Cuenta Regulación Monetaria solo permitiría durante un plazo considerable, en lo esencial y a igualdad de otras circunstancias, reducir la expansión monetaria a costa de un menor crecimiento del crédito al sector privado, y aun así esta posibilidad es limitada.

Ello es así porque al transformarse el sistema, dado que ello implica que el déficit cuasi fiscal devengado se eliminó, el déficit cuasi fiscal de caja subsistente solo representa la disociación entre el plazo de recuperación de los intereses y ajustes activos y el plazo de pago de los intereses y ajustes pasivos. En otros términos, previa a la transformación, ese déficit cuasi fiscal de caja representa expansión monetaria dirigida a pagar intereses y ajustes de depósitos para permitir el crecimiento de los préstamos a más largo plazo por acumulación de intereses y ajustes devengados. Aun en otros términos, ese déficit cuasi fiscal de caja sustenta el crecimiento del crédito por acumulación de devengamientos.

La transferencia de ese déficit cuasi fiscal de caja a las entidades y la desaparición de esta fuente de expansión monetaria no altera este hecho, y las entidades deberán buscar otros recursos para sustentar ese en gran medida inevitable crecimiento del crédito por devengamientos. Para el conjunto de entidades tomado globalmente, si la expansión monetaria que generaba automáticamente el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central no es sustituida por una expansión monetaria equivalente, no quedará otra alternativa que intentar recuperar sus créditos más rápidamente o alternativamente incurrir en deficiencias de encaje, ello dejando de lado la posibilidad de apelar a otras fuentes de recursos menores.

La posibilidad de recuperar más rápidamente los intereses y ajustes de créditos originalmente pactados en

condiciones de lenta recuperación, es relativa y depende de una serie de condiciones referentes a cláusulas de reserva en los contratos, que no se analizarán acá. El punto es que en el grado, por limitado que sea, en que las entidades tengan éxito en tal intento, el ahorro en expansión monetaria derivado de suprimir la Cuenta Regulación Monetaria sería el originado en un menor crecimiento, a igualdad de otras circunstancias, del crédito al sector privado.

En la medida en que las entidades no tengan éxito, en cambio, y la expansión monetaria que generaba el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central no sea sustituida por una expansión monetaria equivalente, está se producirá automáticamente a través de deficiencias de encaje de las entidades.

La posibilidad de que la supresión de la Cuenta Regulación Monetaria posibilite una reducción significativa de la expansión monetaria requiere en rigor que el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central o que el desequilibrio de caja de las entidades una vez transferido a éstas, disminuya sensiblemente, y aún así, el ahorro en expansión monetaria implicará en gran medida una limitación al crecimiento del crédito al sector privado, lo que ya dependería de las metas monetarias coyunturales de la autoridad.

Lo que la supresión de la Cuenta Regulación Monetaria, juntamente con la transformación del sistema y la transferencia del déficit cuasi fiscal de caja a las entidades permiten, es modificar el canal de expansión monetaria -sustituyendo básicamente los pagos de la Cuenta Regulación Monetaria por expansión secundaria- y la forma en que las entidades obtienen los recursos, necesarios para pagar los intereses pasivos en tanto refinancian los activos, pasando de un sistema automático a un sistema basado en la competencia. Estos cambios son de

gran importancia, pero no deben confundirse con un cambio en la creación total de dinero.

Sin embargo, aun en el contexto general utilizado, no puede dejar de mencionarse que al transferirse los desequilibrios de caja a las entidades y tener que competir estas por nuevos depósitos, también apelarían a otros mecanismos de ajuste que podrían implicar capitalizar las entidades y tratar de promover el alargamiento de plazo de los depósitos, efectos de por sí favorables y que sí se traducirían en una posibilidad de disminuir la expansión monetaria de caja.

Por otra parte, los efectos favorables que en general se obtendrían de la supresión de la Cuenta Regulación Monetaria ya han sido clarificados en la sección 9.

14-SINTESIS DE ALGUNAS CONCLUSIONES

En las secciones anteriores han sido tratados con algún detalle una diversidad de aspectos relativos a la Cuenta Regulación Monetaria, y solo es posible acá sintetizar algunas de las conclusiones más generales:

1. Si la base monetaria es mayor que el volumen de medios de pago M_1 -que por simplicidad se supone es la base del impuesto inflacionario-, el encaje medio del sistema es superior a la participación de los depósitos en cuenta corriente en el total de depósitos, y un mecanismo de compensación de encajes como el de la Cuenta Regulación Monetaria devengará periódicamente un resultado deficitario que se traduce, a su vez, en una expansión periódica de la cantidad total de dinero.

2. Sería prematuro concluir que ese resultado negativo constituye un gasto cuasi fiscal que debe ser íntegramente computado como déficit del sector público, la base monetaria puede exceder a M_1 en parte por haber ad-

quirido el Banco Central activos rentables -principalmente activos internacionales y redescuentos- por los que devenga un ingreso cuasi fiscal que debe ser deducido del gasto cuasi fiscal del mecanismo de compensación de encajes. Esta consideración da origen al concepto de "déficit cuasi fiscal del Banco Central", para el que es relevante distinguir entre valores devengados y valores de caja.

3. Se han encontrado tres componentes básicos en el déficit cuasi fiscal devengado del Banco Central: a) intereses y/o ajustes por la deuda implícita del sector público con el sistema financiero consistente en haber recibido financiamiento del Banco Central en exceso de la base del impuesto inflacionario M_1 ; b) un subsidio al sector privado derivado de compensar el encaje técnico de los depósitos a plazo sin necesariamente percibir un ingreso equivalente por cobrar, por períodos, un cargo sobre el encaje técnico de los depósitos en cuenta corriente, y c) subsidios al sector privado no financiero implícitos, por períodos, en tasas medias de redescuentos inferiores a las tasas medias de compensación de las reservas o de los depósitos. La deuda implícita mencionada en a) debe concebirse neta del financiamiento neto recibido por el sector público para adquirir reservas internacionales, activo por el que puede conceptuarse que el Estado devenga un ingreso.

4. La evolución del déficit cuasi fiscal devengado ha acusado el impacto de los cambios ocurridos en las formas de financiamiento del sector público. Los subsidios al sector privado a través de los redescuentos comenzaron a cobrar importancia en los años 1980/1981.

5. El déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central ha diferido en general del déficit cuasi fiscal devengado, debido principalmente a que los ingresos o egresos por los activos o pasivos internacionales netos y los ingresos por los redescuentos se devengan sin rea-

lizarse durante períodos que exceden el plazo medio de los depósitos a plazo -concentrados en períodos muy cortos- cuyas reservas compensa la Cuenta Regulación Monetaria.

6. En particular a partir de la reforma financiera de julio de 1982 se produce un gran distanciamiento del déficit cuasi fiscal de caja por encima del déficit cuasi fiscal devengado, debido a que la parte mayoritaria del crédito de las entidades financieras queda sustentado en redescuentos del Banco Central acordados en condiciones de lenta recuperación de capitales, intereses y ajustes, en tanto que los depósitos a plazo cuyas reservas compensa la Cuenta Regulación Monetaria se mantienen concentrados en plazos significativamente más cortos en términos comparativos.

7. Se ha encontrado, sin embargo, que para una expansión monetaria dada, es esencialmente el déficit cuasi fiscal devengado y no el déficit cuasi fiscal de caja el que representa una fuente adicional de financiamiento al sector público que detrae posibilidades de hacer crecer el crédito al sector privado. Como el déficit cuasi fiscal devengado es mucho menor que el de caja, esto muestra el error de las posiciones que sustentan que es la expansión de la Cuenta Regulación Monetaria (que no es muy distinta del déficit cuasi fiscal de caja dado el escaso monto de intereses y ajustes por redescuentos que se cobran) la que expulsa financiamiento al sector privado.

8. Correlativamente, se ha encontrado que la diferencia entre el déficit cuasi fiscal de caja y el déficit cuasi fiscal devengado, esencialmente representa una fuente de crecimiento de crédito al sector privado por acumulación de intereses y ajustes devengados. Ello es así porque el déficit de caja o la expansión de la Cuenta Regulación Monetaria proveen a las entidades financieras de los recursos para pagar una parte sustancial

-dados los elevados encajes- de los intereses y ajustes pasivos en tanto refinancian los intereses y ajustes activos sin cobrarlos por los préstamos a largo plazo.

9. Consecuentemente, para una misma expansión del crédito al sector privado, la parte del déficit cuasi fiscal de caja que sustenta el crecimiento del mismo debería, en un sistema de encajes fraccionarios no retribuidos, ser sustituida por una expansión monetaria equivalente a través de la expansión secundaria. En cualquier caso el efecto de esta expansión sobre el equilibrio monetario depende del comportamiento de la demanda de dinero, y específicamente en el sistema con Cuenta Regulación Monetaria del grado en que los pagos de la misma se reinviertan en depósitos a plazo.

10. Sin afectar el crecimiento del crédito al sector privado, el déficit cuasi fiscal de caja y la expansión monetaria que genera solo pueden reducirse si se amplía significativamente el plazo medio de los depósitos o si se reduce el déficit cuasi fiscal devengado. Como un sistema de encajes fraccionarios no retribuidos implica, para su implementación, que el déficit cuasi fiscal devengado ha sido eliminado (haciendo abstracción del sector externo) y que para el mismo crecimiento del crédito al sector privado el déficit cuasi fiscal de caja debe ser sustituido por una expansión monetaria equivalente, ello implica que la supresión de la Cuenta Regulación Monetaria no se traduce automáticamente en la posibilidad de una menor creación de dinero.

11. Un sistema financiero basado en encajes fraccionarios no retribuidos implica, sin embargo, las siguientes diferencias. En primer término, sustituye la expansión automática producida por el déficit cuasi fiscal de caja (o la Cuenta Regulación Monetaria) por una expansión secundaria decidida por las autoridades. Segundo, en vez de recibir directamente de la Cuenta Regulación Monetaria los intereses y ajustes de los depósi-

tos con que pagar a los ahorristas, las entidades deberán calzar los plazos de préstamos y depósitos y/o competir por nuevos depósitos para sustentar el crecimiento de sus carteras activas por devengamientos. Independientemente de otros aspectos de un sistema de encaje fraccionario, se entiende que estos implican una menor rigidez en el manejo de la política monetaria y un mayor grado de competencia en el sistema financiero.

COMENTARIO DE DOMINGO I. STAMATI

AL TRABAJO DE JULIO A. PIEKARZ

El trabajo del Lic. Piekarz tiene como objetivo exponer los efectos monetarios de la Cuenta de Regulación Monetaria y examinar las consecuencias de su supresión en caso de reimplantación del sistema de encajes fraccionarios.

Respecto de los efectos monetarios de la Cuenta de Regulación Monetaria el análisis concluye, a partir de un detallado desarrollo, que la expansión monetaria de la citada cuenta tiene como contrapartida la financiación del déficit cuasi fiscal del Banco Central y la financiación del crecimiento del crédito al sector privado. El déficit cuasi fiscal del Banco Central, a su vez, comprende la remuneración de los efectivos mínimos de los depósitos a plazo y eventualmente el diferencial negativo entre las tasas de redescuento y las tasas de depósito. Estas conclusiones se aplican a un agregado monetario que incluye intereses y ajustes devengados. De este modo, en el trabajo se rechazan afirmaciones que atribuyen a la Cuenta de Regulación Monetaria un efecto expansivo excesivo y una reducción del crédito al sector privado, aclarándose que en realidad la expansión es el medio para financiar los intereses y ajustes que ese crédito devenga. Con pocas simplificaciones podría concluirse que el sistema financiero actual no difiere -en cuanto a la expansión monetaria- de un sistema financie-

ro convencional de efectivo mínimo remunerado. La confusión contable que caracteriza al sistema financiero actual y la insuficiencia del esquema de análisis creación primaria-creación secundaria para interpretar el efecto de la cuenta de Regulación Monetaria son sin duda causa de esas opiniones equivocadas. Para desentrañar el significado de las cuentas, el Lic. Piekarz se vió obligado a crear nuevos conceptos de análisis, como lo es el déficit cuasi fiscal del Banco Central, devengado y de Caja, que por su complejidad permiten suponer que las dificultades de interpretación a nivel público pueden continuar. Estas dificultades persistirán además en la medida en que no se informe sobre el valor cuantitativo de las variables utilizadas.

Constituye sin duda una derivación importante del estudio la definición de los pagos de la Cuenta de Regulación Monetaria como una forma oculta de remuneración de lo que debè considerarse como deuda pública, es decir las exigencias de efectivo mínimo originadas en anteriores financiaciones del déficit fiscal. Puede en ese sentido relativizarse el cuestionamiento que se hace -sección 3- de la inclusión de la remuneración de la Base Monetaria creada en períodos anteriores como consecuencia de los excedentes del sector externo, ya que la esterilización de esa expansión también debè realizarse a través de la colocación de títulos de deuda pública si se quieren eludir efectos distorsionantes sobre el sistema financiero. Independientemente de su origen, la deuda pública debè ser remunerada y sólo queda por analizar si es conveniente que lo sea en forma explícita, como ocurre con la deuda convencional, o en forma oculta como ocurre con el régimen de la Cuenta de Regulación Monetaria.

Naturalmente que la emisión a través de la cuenta de Regulación Monetaria para financiar el pago de estos intereses es la forma de recaudación utilizada para su pago, por lo que no resulta entendible la afirmación

-sección 2- acerca de que la no implementación de este sistema en 1977 hubiese significado "de parte del Tesoro un intento de hacer recaer el costo de parte importante de la deuda pública acumulada sobre el sector privado" a través del aumento del diferencial entre tasas activas y pasivas que era su consecuencia. Sólo se ha modificado la forma en que el sector privado soporta el pago de intereses de esa deuda pública.

También resulta difícil aceptar que la política de compensación de encajes es una política de tasas de interés para la deuda pública si se pretende con esta expresión adjudicar a la remuneración de encajes el carácter de instrumento de política de tasas. La deuda oculta en el efectivo mínimo es una deuda pública compulsiva y los escasos intentos de actuar sobre las tasas de interés a través de la remuneración de los encajes fracasaron, por lo que debió seguirse una política pasiva de remuneración de encajes que se aplicó hasta junio de 1982, momento en que comienza la regulación de tasas.

Otro aporte de la metodología de análisis seguida por el Lic. Piekarz es la identificación de un déficit fiscal bajo la forma de un diferencial negativo entre tasas de redescuento y tasas de depósito derivado de la política deliberada de favorecer a determinados deudores con tasas de interés preferenciales. Este subsidio no es inherente al mecanismo de la Cuenta Regulación Monetaria sino que es propio de la utilización que se hizo de la misma desde mediados de 1982. Estos subsidios también se financian mediante impuesto inflacionario según puede verse en la expresión (55).

Un punto que merece más examen es la definición de M_1 como base del impuesto inflacionario. En realidad en la actualidad el impuesto inflacionario se recauda sobre M_1 y una modificación significativa que introdujo la Cuenta de Regulación Monetaria fue la ampliación a M_1 de la base del impuesto inflacionario que normalmente

incide sobre la Base Monetaria. Sin embargo, el aspecto que merece examinarse es si esto no fue sino una consecuencia secundaria de la decisión de eliminar la diferencia entre el costo de captación de depósitos en cuenta corriente -sólo autorizados a los bancos comerciales- y los depósitos a plazos, que hubiese determinado distinto costo financiero a las diferentes entidades. En otros términos, no queda claro si la idea del autor es que M_1 debè considerarse una base imponible permanente -lo que no parece haber sido el enfoque original de creación de la Cuenta Regulación Monetaria conforme a la Ley que la creó- sino una derivación del mecanismo establecido. La definición es importante por cuanto el impuesto inflacionario sobre las cuentas corrientes sólo es generado si no se permite remunerarlas. El tema debè examinarse, teniendo en cuenta el costo que sobre el sistema de pagos de la economía implica el impuesto inflacionario sobre las cuentas corrientes, y evaluando la conveniencia de distribuir centralizadamente el producido de este impuesto en la remuneración de los encajes de los bancos, en lugar de permitir que cada entidad intente obtener la combinación de remuneración por depósitos en cuenta corriente y el volumen consiguiente de los mismos adecuado para adoptar su costo financiero. En un retorno a un régimen de efectivo mínimo fraccionario la discusión se plantearía en términos de la opción entre la exigencia de encaje de 100% -para continuar absorbiendo el impuesto inflacionario con las consecuencias mencionadas- o un encaje igual al promedio con la posibilidad para las entidades de remunerar los saldos de estas cuentas o alternativamente cubrir con recursos financieros de costo cero los gastos operativos, o, como es obvio, una mezcla de ambas posibilidades.

Una vez eliminadas las confusiones acerca del efecto monetario de la cuenta Regulación Monetaria el trabajo permite diferenciar: a) los atributos propios de su creación original -que serían la remuneración de la deuda pública y la creación de un recurso específico para

ese fin, el impuesto sobre las cuentas corrientes los que deberían examinarse críticamente para evaluar si en caso de retorno a un sistema de encaje fraccionario sería aconsejable sustituirla por la colocación de títulos de deuda, por un monto equivalente al encaje de depósitos a plazo -excluido el encaje técnico- con la posibilidad de remunerar los depósitos en cuenta corriente; y b) los rasgos que la caracterizan en una segunda etapa, luego de 1982, en los que debè computarse: i) la ausencia de una modificación legal para incluir los intereses de los redescuentos dentro de los recursos de la cuenta de Regulación Monetaria; ii) la utilización del mecanismo para otorgar subsidios al sector privado, decisión sin duda impropia del Banco Central; iii) la utilización del mecanismo para que el Estado sea acreedor de hecho de las empresas y tomador de depósitos, lo que le permite además apropiarse de un spread. Para ambas etapas de la cuenta de Regulación Monetaria han existido considerables problemas de control monetario -como se explica en el trabajo en la sección 9- que debèn ser tenidos en cuenta en una evaluación de la conveniencia de mantener esta cuenta, aún en caso de retorno al régimen de encaje fraccionario. En la segunda etapa se agregaron además problemas de falta de estímulo a la eficiencia bancaria, que también debèn ser evaluados en caso de estudiarse ese retorno.

En un examen crítico del sistema financiero actual, los puntos mencionados arribà -i, ii, iii- así como los problemas monetarios y de estímulo a la eficiencia harían virtualmente imposible rechazar un retorno al régimen de encaje fraccionario, a menos que por una decisión legislativa se pasara francamente a un régimen financiero diferente, que aceptaría esos rasgos en virtud de otras consideraciones no exclusivamente económicas.

Dentro del examen de las consecuencias de un retorno al régimen de encaje fraccionario, el trabajo se detiene en numerosas oportunidades en los problemas de

transformación de plazos, es decir en la posibilidad de que las entidades financieras concedan créditos a mediano y largo plazo con recursos provenientes de depósitos de corto plazo. El autor parece suponer que las entidades han tenido poca inclinación a realizar transformación de plazos -en la sección 10- en el período previo a la reforma de 1982, así como luego de esta reforma -sección 11-. Pero luego refuerza esas presunciones -que lamentablemente no pueden cotejarse con estadísticas- con un supuesto acerca del riesgo de realizar esta transformación de plazos -sección 13-. Puede considerarse contradictorio este conjunto de afirmaciones, ya que los bancos son excesivamente prudentes, y no conceden créditos a mediano y largo plazo, o son excesivamente inclinados al riesgo al punto de crearse problemas de caja. La realidad parece estar en medio de esos extremos, o quizás más cercana a la asunción de cierto grado de riesgo de liquidez de hecho, ya que los préstamos, aunque están pactados a corto plazo, son en la práctica renovados, al menos en el capital. Por otra parte los riesgos que plantea Piekarz acerca de los problemas de caja de las entidades parecen sobreestimados. En la práctica los intereses de los depósitos son pagados y nuevamente son depositados, a menos que se trate de un cambio en la demanda de dinero. Pero aún así, en un sistema de encaje fraccionario y con alguna manifestación de libertad de tasas, la demanda de depósitos se vería aumentada a su nivel original por el aumento de tasas libres. Este proceso no ocasionaría riesgo de tasas si los préstamos contemplan la remuneración de acuerdo con las condiciones del mercado de captación. La posible transferencia de depósitos entre entidades tampoco crea problemas en la medida en que funcione fluidamente un mercado interfinanciero. Es decir que las entidades no tendrán ningún inconveniente en capitalizar intereses de depósitos para financiar devengamientos de sus créditos (de parte de la cartera, debè aclararse).

La experiencia de fines de 1980, cuando la Cuenta de Regulación Monetaria se constituyó en un factor de absorción monetaria, induce a pensar que la transformación de plazos no necesariamente crea problemas de insuficiencia de liquidez a las entidades. En aquellos momentos una parte significativa de la cartera de bancos de cierta dimensión estaba colocada a largo plazo, aún cuando fuera para financiar el sector público, como afirma el Lic. Piekarz en su trabajo. Es decir que las entidades debían afrontar el pago de intereses con la capitalización de depósitos, o con nuevos depósitos, o mediante fondos tomados en el mercado interempresario.

De todos modos las diversas distorsiones que exhibe el mercado financiero argentino, derivadas fundamentalmente de la alta e inestable tasa de inflación impone límites a la transformación de plazos. Si se quiere aislar a los deudores de todo tipo de problema de liquidez o de oscilación de tasas de interés entonces resultarán inevitables mecanismos de compensación y de estatización de las deudas. Naturalmente que estas políticas -que son en sí mismas subsidios de los riesgos de la economía- deben justificarse, así como puede cuestionarse su prioridad frente a un mayor esfuerzo en eliminar distorsiones creadas por la propia acción del Estado. Pero debe señalarse especialmente que ante una profunda crisis monetaria por caída abrupta de la demanda de dinero, tampoco el Estado podría respetar su transformación de plazos.

En la sección que analiza la reforma del sistema mediante el retorno a un régimen de encajes fraccionarios, se advierte que el esquema desarrollado por el Lic. Piekarz, quizá imprescindible para analizar eficazmente los problemas monetarios del sistema actual, resulta confuso cuando se aplica al análisis del retorno a un sistema de encaje fraccionario. Las conclusiones que se exponen, en cuanto a los problemas que crearía la desaparición de la expansión correspondiente al déficit

cuasi fiscal de caja del Banco Central, por inexistencia de otras fuentes de financiación de las exigencias de encaje, dependen de haber supuesto que se elimina la Cuenta de Regulación Monetaria y como consecuencia no se remuneran los encajes. Es totalmente válido plantear que la transformación a encajes fraccionarios contemple alguna forma de retribución de efectivos mínimos, en cuyo caso es confusa la afirmación acerca de la necesidad de que el déficit cuasi fiscal de caja del Banco Central -que se reduciría en un retorno al régimen de encaje fraccionario- debería ser sustituido en su valor original por una "Expansión Monetaria Equivalente". Como queda dicho en el trabajo más adelante, esta expansión monetaria equivalente se refiere a expansión secundaria, por lo que la expansión necesaria de origen primario es mucho menor. Lo que se requiere -con algunos supuestos simplificadorios- es que la Base Monetaria crezca a un ritmo similar a la tasa de interés. Ya sea que los encajes se retribuyan o no, una expansión monetaria de origen primario equivalente al déficit cuasi fiscal de caja antes de la transformación, ocasionaría un exceso de oferta de dinero. En la actualidad, ese déficit expande la Base Monetaria por el monto que exige el elevado nivel de encajes, que es muy superior al que sería necesario luego de retornar al sistema de encaje fraccionario.

En la práctica, con encajes remunerados, debería continuar monetizándose (o devengándose) la parte del déficit cuasi fiscal del Banco Central equivalente a los intereses sobre el encaje menos el costo financiero de la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente (a menos que se cambie el criterio de gravar estas cuentas). Si se sustituye el mecanismo de la Cuenta de Regulación Monetaria por la colocación de títulos de deuda, los intereses pagados o devengados por estos títulos podrían sustentar la mayor parte de la demanda de efectivo mínimo necesaria para financiar el encaje requerido por el crecimiento de los depósitos. Esto sin contar el probable efecto expansivo del financiamiento

del déficit fiscal u otras formas de expansión de la Base Monetaria.

Volviendo a la experiencia de fines de 1980, puede considerarse que la colocación de fondos a mediano y largo plazo es equivalente en cuanto a la administración financiera de una entidad, a la colocación de los recursos de efectivo mínimo en títulos que satisfagan los intereses en parte mediante su devengamiento y en parte mediante su pago.

Continuar con este razonamiento, y ante la evidencia de que la administración financiera de las entidades no tropezó con inconvenientes en esa oportunidad, llevaría a preguntar cuál es la justificación del mecanismo de la Cuenta de Regulación Monetaria frente a su alternativa de remuneración de encajes mediante un título público y, de juzgarse aceptable el impuesto sobre las cuentas corrientes, de la imposición de reservas de 100% sobre estos depósitos.

REPLICA DE JULIO A. PIEKARZ

AL COMENTARIO DE DOMINGO I. STAMATI

Agradezco a Domingo Stamati el comentario que ofrece a mi largo trabajo. El trabajo resultó largo debido en parte a la complejidad del tema, pero también seguramente a mi incapacidad personal de síntesis. A continuación me referiré a los puntos más relevantes planteados por el comentarista.

1. Stamati señala que "... el análisis concluye, ..., que la expansión monetaria de la citada cuenta (Cuenta Regulación Monetaria, J.P.) tiene como contrapartida la financiación del déficit cuasi fiscal del Banco Central y la financiación del crédito al sector privado".

Creo necesario precisar que de acuerdo con mi trabajo la expansión monetaria referida tiene como contrapartida: a) el déficit cuasi fiscal devengado del Banco Central y b) el crecimiento del crédito (nominal) al sector privado por devengamiento de intereses y ajustes no cubierto con el aumento del valor acumulado de los devengamientos de intereses y ajustes de los depósitos.

Insisto en la precisión en este caso debido a que considero que la importancia de distinguir entre déficit cuasi fiscal del Banco Central devengado y de caja y el punto b) anterior son dos de las proposiciones analíticas básicas del trabajo.

2. Stamati continúa formulando proposiciones que infiere del trabajo y señala: "El déficit cuasi fiscal del Banco Central,..., comprende la remuneración de los efectivos mínimos de los depósitos a plazo y eventualmente el diferencial negativo entre las tasas de descuento y las tasas de depósito".

Esta proposición es impropia debido a que Stamati no distingue entre déficit cuasi fiscal del Banco Central devengado y de caja. La remuneración (neta en rigor del cargo o costo financiero aplicado a la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente) de los efectivos mínimos de los depósitos a plazo sólo corresponde ser tenida en cuenta sin más para el déficit cuasi fiscal de caja; en el caso del déficit cuasi fiscal devengado, en cambio, sólo es relevante la remuneración imputable a la parte de los encajes de los depósitos a plazo que tiene como contrapartida financiamiento al sector público.

3. Stamati escribe: "... en el trabajo se rechazan afirmaciones que atribuyen a la Cuenta Regulación Monetaria un efecto expansivo excesivo y una reducción del crédito al sector privado,...".

Debo disentir. El objetivo del trabajo ha sido exclusivamente el de clarificar analíticamente los factores monetarios y fiscales subyacentes en el mecanismo de compensación de encajes de la Cuenta Regulación Monetaria, identificando los mismos pero sin juzgarlos. Por otra parte, el trabajo es explícito en señalar: a) que la expansión monetaria generada por la Cuenta Regulación Monetaria puede reducirse si se elimina (se entiende que en forma no cosmética) el déficit cuasi fiscal devengado y b) que el déficit cuasi fiscal devengado -a diferencia del de caja- es el que sustrae posibilidades de aumentar, a igualdad de otras circunstancias, el crédito al sector privado.

4. Stamati sigue: "... Con pocas simplificaciones podría concluirse que el sistema financiero actual no difiere -en cuanto a la expansión monetaria- de un sistema convencional de efectivo mínimo no remunerado..."

No participo de este juicio ni respecto del volumen de la expansión monetaria ni respecto de su origen. Sólo para ejemplificar, el volumen sería distinto cuando menos por que en el sistema de efectivos mínimos no remunerados no se compensarían los encajes técnicos ni podría haber otras fuentes significativas de déficit cuasi fiscal devengado. En cuanto al origen, dado que los encajes no serían remunerados sus niveles no podrían, para los depósitos a interés, ser muy superiores a los técnicos, con lo que la fuerte expansión monetaria de base a que ha dado lugar el déficit cuasi fiscal de caja daría paso a una importante participación de la expansión secundaria en la expansión total.

Todo lo anterior sin mencionar, en cambio y como sí surge del trabajo, que sería distinto el grado de flexibilidad de la política monetaria, el grado de competencia en el sistema financiero y el grado de eficiencia de las entidades financieras.

Como se aprecia, las "pocas simplificaciones" a que se refiere Stamati resultan ser del tipo esencial, es decir no aceptables. En rigor, Stamati infiere incorrectamente la proposición que comento, de una proposición distinta y menos ambiciosa que surge analíticamente de mi trabajo, y es la que se refiere a que para una tasa dada de aumento de crédito al sector privado y a igualdad de otras circunstancias, la expansión primaria originada en la parte del déficit cuasi fiscal de caja que financía el crecimiento del crédito al sector privado por devengamiento de intereses y ajustes deberá en un sistema de encajes no remunerados ser sustituida por una expansión secundaria equivalente.

5. La compensación neta de los encajes es el principal rubro del lado de los egresos en la definición del déficit cuasi fiscal del Banco Central de caja, y a los efectos de éste cabe computar tanto el encaje de los depósitos a plazo que tiene contrapartida en el financiamiento al sector público para cubrir su déficit operativo, como el que lo tiene en el financiamiento al sector público para adquirir divisas y como el que lo tiene en el financiamiento al sector privado a través de redescuentos. Ello es así debido a que todo el déficit cuasi fiscal de caja refleja el endeudamiento de corto plazo con los ahorristas en que incurrió el Estado a través de los altos encajes.

Sin embargo, en el caso de los redescuentos ese endeudamiento de corto plazo se incurrió para adquirir un activo rentable, por lo que el déficit cuasi fiscal devengado implícito es mucho menor al que sugiere el de caja. El trabajo pretendió sugerir que algo semejante podría ocurrir en el caso en que el endeudamiento representado por el encaje tuviera como contrapartida financiamiento al sector público para adquirir el activo rentable representado por las divisas, tratando de alertar que quizá también en este caso el déficit devengado implícito podría ser muy inferior al que sugiere el de caja.

6. No sólo la "deuda oculta en el efectivo mínimo es una deuda pública compulsiva...", como propone Stamati, sino que toda la deuda explícita representada por los encajes legales lo es. Sin embargo, cuando en el trabajo se sugiere que la política de compensación de encajes ha sido implícitamente una política de tasas de interés para la deuda pública se ha tenido en cuenta que la estructura -por tipo de depósitos a interés y por plazo- de esa deuda la decide el público a través de sus preferencias, y no se puede descartar que las tasas de interés fijadas hayan influenciado en alguna medida la estructura elegida en cada período.

7. Debo insistir en que no puede descartarse que el componente del déficit quasi fiscal devengado originado en tasas medias de redescuento inferiores, por períodos, a las tasas medias de compensación de los encajes por la Cuenta Regulación Monetaria, no se haya derivado exclusivamente de políticas deliberadas de favorecer a determinados sectores, sino también probablemente de subsidios indiscriminados determinados por cambios en la estructura de los depósitos a través del tiempo no acompañados por cambios paralelos en la estructura de los redescuentos. Sólo un análisis cuantitativo preciso permitirá determinar el peso de uno y otro tipo de subsidios en este componente del déficit devengado.

8. Con respecto a la relación entre el agregado monetario M_1 y la base del impuesto inflacionario, nuevamente debo insistir que el trabajo sólo ha perseguido fines limitados, por lo que no ha incursionado en el tema de cuál es la base óptima del impuesto inflacionario, tema considerablemente complejo que entiendo sólo puede analizarse cabalmente en el contexto de un esquema fiscal comprensivo. En el trabajo sólo se señala, en lo esencial, que la posibilidad de pasar a un sistema de encajes no remunerados con una conversión puntualmente neutra desde el punto de vista monetario es tanto más factible cuanto mayor sea el encaje que se esté dispuesto a establecer por los depósitos en cuenta corriente. Y ello depende del grado en que la situación fiscal global posibilite al Gobierno prescindir del impuesto inflacionario sobre las cuentas corrientes, y de la voluntad de aquél de sustituirlo por otra fuente de ingresos.

9. Cuando Stamati sintetiza los principales puntos que de acuerdo con el trabajo caracterizaron el funcionamiento de la Cuenta Regulación Monetaria en los diversos períodos, creo que debería enfatizar más, tal como se hace en el trabajo, el que se refiere a que crecientemente a partir de 1980 el Estado -a través del Banco Central y la Cuenta Regulación Monetaria- comenzó a asu-

mir el descalce de plazos entre las operaciones pasivas, concentradas en plazos cortos, y las operaciones activas, refinanciadas a plazos largos. Es precisamente esta estatización creciente de la actividad de transformación de plazos la que generó el intenso déficit cuasi fiscal de caja -con la consecuente intensa expansión primaria-, la que permitió la disociación entre la evolución de préstamos y depósitos a nivel de entidad, la que quitó estímulos a la captación de depósitos y afectó negativamente la eficiencia del sistema, resultando uno de los principales fundamentos para la transformación del sistema en una evaluación crítica del mismo.

10. Respecto de la transformación de plazos dentro del sistema financiero, el trabajo ha insistido, ante todo, en señalar que ha sido principalmente la estatización de esa actividad -con el resultado señalado sobre la expansión primaria- la que ha permitido la existencia de un volumen creciente de crédito a mediano y largo plazo a partir de 1980 -y sobre todo a partir de 1982- no obstante la concentración en plazos mucho más cortos en que han estado los depósitos. Y luego se formula la presunción de que en un sistema convertido a encajes no remunerados y transformación de plazos a cargo de las entidades, la oferta de crédito a mediano y largo plazo originada en esta última fuente será probablemente menor que la heredada y deberá probablemente ser complementada con la que pueda resultar de un aumento en el plazo medio de los depósitos. Esto indudablemente requiere disminuir la tasa de inflación.

11. Respecto de la última parte del comentario de Stamati, sólo creo necesario repetir que el trabajo plantea que, para un dado crecimiento del crédito al sector privado y a igualdad de otras circunstancias, la expansión primaria que generaba la parte del déficit cuasi fiscal de caja que financiaba el devengamiento de intereses y ajustes activos en exceso del aumento de los devengamientos acumulados pasivos, deberá en lo esencial

ser sustituido en un sistema de encajes no remunerados por una expansión secundaria de un orden semejante de magnitud.

Adicionalmente, a diferencia del planteo de Stamati, esa expansión no es requerida para que las entidades puedan cubrir los requerimientos de encaje -que en el caso de los depósitos a interés serían virtualmente los técnicos-, sino para asegurar que las entidades puedan captar nuevos depósitos con los que atender los intereses de las colocaciones de corto plazo en tanto devengan sin cobrar sus carteras activas, caracterizadas por plazos muy superiores. Es precisamente la imperiosa necesidad de aumentar la captación de depósitos en un sistema convertido uno de los factores que estimularía la competencia entre entidades y la eficiencia del sistema.

Estudios

Revista trimestral que difunde los trabajos de investigación sobre política económica elaborados por el IEERAL (Instituto de Estudios Económicos sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana)

octubre-noviembre 1984

Artículos

POSIBLES SALIDAS A LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y SUS CONSECUENCIAS PARA ARGENTINA, por Aldo A. Dádone y Enrique M. Pescarmona

EMPRESAS PUBLICAS Y GRANDES EMPRESAS PRIVADAS: SU COMPORTAMIENTO DURANTE EL PERIODO DE APERTURA DE LA ECONOMIA, por A. Humberto Petrei y José A. Delfino

El precio de la suscripción anual y de los números sueltos es el siguiente:

<u>Suscripción anual</u>	<u>Precio por ejemplar</u>
\$a 4.000	\$a 1.000
u\$s 20	u\$s 5
Recargo por envío al extranjero:	
u\$s 12	u\$s 3

Los interesados pueden solicitar su suscripción enviando sus datos y el cheque o giro a:
Fundación Mediterránea - Casilla de Correo 1311
5000 Córdoba - ARGENTINA

INTEGRACION LATINOAMERICANA
REVISTA MENSUAL INTAL

Año 9, Nº 95

Octubre 1984

EDITORIAL

IMPORTANCIA DE LA EXPERIENCIA INTEGRACIONISTA EUROPEA

ESTUDIOS ECONOMICOS

LA EXPERIENCIA DE LA UNION ADUANERA DE LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA, por
Martín Arocena

EXPERIENCIA DE LA UNION EUROPEA DE PAGOS Y SU POSIBLE APLICABILIDAD A AME-
RICA LATINA, por Arthur I. Bloonfield

DERECHO DE LA INTEGRACION

ESTUDIOS

RELACIONES DE LA COMUNIDAD DEL CARIBE CON LA CEE, por Edwin Carpington

INFORMACION LEGAL

NOTAS BIBLIOGRAFICAS

NOTAS Y COMENTARIOS

Información latinoamericana - información internacional - documentación y estadísticas - actividades del Intal - bibliografía - BIEL (Boletín sobre inversiones y empresas latinoamericanas)

Precio de la suscripción anual (11 números): Instituciones: \$a 2.450.- (u\$s 30.-).- Particulares: \$a 1630.- (u\$s 20.-).- Estudiantes: \$a 980.- (u\$s 12.-).- Número suelto: \$a 250.- (u\$s 3.-).-

Los interesados deberán remitir cheque o giro (libre de comisiones y gastos bancarios) a la orden del Instituto para la Integración de América Latina. Casilla de Correo 39, Sucursal 1, 1401 Buenos Aires, Argentina. Las tarifas incluyen los gastos de envío por correo aéreo.

ECONOMICA

LA PLATA

REPUBLICA ARGENTINA

AÑO XXX

Enero - Abril 1984

Nº 1

SUMARIO

ARTICULOS

- NEFFA, Julio C. : Enfoques alternativos para el análisis del empleo en los países en vías de desarrollo.
- NUÑEZ MIRANA, Horacio y PORTO, Alberto : Redistribución territorial a través de las finanzas públicas. El caso de los partidos del gran Buenos Aires.
- SALAMA, Elías : El multiplicador de la base monetaria y los modelos macroeconómicos usuales.
- SCHULTHEISS, Walter E. : Incidencia de los tributos nacionales por jurisdicciones políticas en la República Argentina.
- SESSA, Carmen : Sobre la versión stock de la teoría de la producción

PRECIOS 1984

	Suscripción anual		Por número	
	Vía superf.	Vía aérea	Vía superf.	Vía aérea
Argentina	₡a 540		₡a 200.-	
Países limítrofes	U\$S 22.-	U\$S 26.-	U\$S 9.-	U\$S 11.-
Resto de América	U\$S 25.-	U\$S 30.-	U\$S 10.-	U\$S 12.-
Asia, Africa, Europa y Oceanía	U\$S 25.-	U\$S 31.-	U\$S 11.-	U\$S 13.-

Enviar cheque o giro a la orden de: Facultad de Ciencias Económicas, Calle 48 Nº 555, 5º piso, 1900 La Plata, Argentina.

Para suscripciones, dirigirse a:

Banco Central de la República Argentina
Departamento de Secretaría General
Reconquista 266,
1003 CAPITAL FEDERAL - Argentina

ESTA PUBLICACION FIGURA INSCRIPTA EN LA DIRECCION NACIONAL DEL DERECHO DE
AUTOR BAJO EL N° 260.201. EXCEPTO EN LOS CASOS EN QUE SE HAGA EXPRESA RE-
SERVA DE DERECHOS, SE PERMITE LA REPRODUCCION DE LOS ARTICULOS SIEMPRE
QUE SE CITEN SU AUTOR, EL NOMBRE DE LA REVISTA Y EL DE LA INSTITUCION

Impreso en el
BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA
Reconquista 266 - Buenos Aires
República Argentina



BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA