

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 creo- 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.