

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.