

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 redescuento 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 financia 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.