

## COMENTARIO DE GUILLERMO ROZENWURCEL AL TRABAJO "INFLACION, INDEXACION E INTERMEDIACION" DE JUAN M. ARRANZ Y CARLOS G. RIVAS

### I. INTRODUCCION

El trabajo de Juan Arranz y Carlos Rivas (en adelante JA y CR) está organizado en tres secciones. La última está exclusivamente orientada a describir la evolución de ciertos aspectos de la economía argentina durante la última década, con el propósito de ilustrar empíricamente -según los propios autores- "el escaso efecto que sobre la inversión (en particular privada) tuvo la liberalización del sistema financiero" (p. 53). Como hoy en día esa afirmación es, a mi juicio, indisputable, no creo necesario abundar en comentarios sobre dicha sección.

La parte sustantiva del trabajo, desde el punto de vista analítico y explicativo, se concentra básicamente en las otras dos secciones. La primera encuentra las causas del fracaso de la reciente experiencia de liberalización financiera en elevar la tasa de acumulación, en

el predominio del efecto sustitución sobre el efecto creación de activos durante el proceso de liberalización. La segunda analiza los efectos que, sobre el sistema financiero, ocasiona la presencia de inflación elevada y crónica, en particular desde el punto de vista de la reducción del crédito disponible, del acortamiento de la estructura de plazos del sistema y de la aparición de activos indexados.

Sin embargo, el tratamiento que JA y CR dan a las dos grandes cuestiones que analizan es, en verdad independiente uno del otro. En realidad, cada una de las dos secciones que nos ocupan es, en mi opinión, un trabajo diferente.

De acuerdo con esta perspectiva y por razones de espacio y preferencias personales, mi comentario se concentrará casi exclusivamente sobre la primera sección, donde se aborda el tema de la liberalización financiera, y sólo incluirá una escueta reflexión sobre una alternativa posible para vincular ambas secciones.

## II. REPRESION FINANCIERA

La sección define represión financiera como una situación en la cual existe oferta racionada de fondos prestables debido a la fijación de una tasa nominal de interés inferior a la de equilibrio. Cierta literatura sobre países en vías de desarrollo (citada por JA y CR) enfatizó los efectos negativos que la represión financiera ejerce sobre la inversión total y sobre la productividad media del capital de la economía. En dicha literatura, el aumento de la tasa de acumulación y, por tanto, el desarrollo se asocian a la expansión del sistema financiero y ésta al aumento o liberación de las tasas de interés reguladas por el gobierno.

JA y CR, por su parte, señalan correctamente que "el optimismo de los teóricos de la 'desrepresión' no está

garantizado cuando, como es habitual en los países en vías de desarrollo, coexisten "un sistema financiero institucionalizado" donde rige el control de las tasas de interés e importantes requerimientos de reservas legales..., con un segmento 'no institucionalizado', donde las tasas se pactan libremente y a través del cual se canalizan los excesos de demanda y oferta" (p.8). en una situación semejante, la liberalización del segmento institucionalizado o el aumento de las tasas reguladas ocasionarían una reasignación del portafolio de los ahorristas, transfiriendo recursos del sector informal al institucionalizado (efecto sustitución), sin necesariamente aumentar la disponibilidad de fondos para inversión (efecto creación).

Para demostrar formalmente el punto, los autores construyen un modelo tobiniano que en su opinión presenta "de forma estilizada las características de un país en vías de desarrollo" (p.10). En dicho modelo las familias ahorran en circulante, depósitos a plazo en el sistema institucionalizado y depósitos libres, las empresas demandan crédito para financiar sus inversiones, la oferta de crédito está compuesta por el total de los depósitos libres (que no tienen encaje) y por la fracción de los depósitos en los bancos disponible después que éstos integran el efectivo mínimo legal y, finalmente, el gobierno financia su déficit mediante el circulante en poder de las familias y las reservas constituidas por los bancos. La determinación del ingreso agregado real, que completa el modelo, es keynesiana: el nivel de actividad depende del gasto agregado.

En el corto plazo, de acuerdo con el funcionamiento del modelo y bajo las hipótesis privilegiadas por los autores 1/, aumentos en la tasa de interés regulada o en el coeficiente de efectivo mínimo elevan la tasa de interés libre y reducen el nivel de actividad. La reducción de la tasa de inflación, que los autores asocian con la reducción del crecimiento de la base monetaria,

es también recesiva. Bajo ciertas condiciones, los mismos resultados son válidos para el caso que los autores identifican con el largo plazo, en el cual se explicita una regla de creación de base monetaria y se asume que todas las variables nominales crecen a la misma tasa.

En mi opinión el modelo es eficaz, en un plano formal, principalmente como refutación de la asociación simplista que los teóricos de la represión financiera plantean entre liberalización financiera y aumento de la inversión. La operación clave para el cumplimiento de dicho cometido (que dicho sea de paso merecería ser más claramente explicitada por parte de los autores) es el empleo de un criterio de agregación diferente al utilizado por los "desrepresores": mientras éstos asumen implícitamente la existencia de sustitución perfecta entre todos los activos financieros diferentes de  $M_1$ , lo que les permite tratarlos como un único activo, JA y CR distinguen dos activos -en su modelo depositar en el segmento institucionalizado y en el no-institucionalizado- que son imperfectos sustitutos en el portafolio de las familias y que, por lo tanto, no pueden agregarse en un único activo. La consideración explícita de al menos dos activos como fuente de fondos prestables para la inversión hace aparecer el efecto sustitución, excluido ab-initio en los modelos con un solo activo, así como posibilidad de que éste neutralice el efecto creación y su impacto favorable sobre la tasa de acumulación y el nivel de actividad. La discusión del párrafo precedente pone de manifiesto que si bien "...los economistas prestan generalmente mucha más atención a especificar y defender las relaciones cualitativas entre los agregados de sus modelos, que a justificar una particular elección de agregados..." y que en consecuencia "...los agregados tienden a convertirse en convenciones profesionales que raramente son examinadas", "...el procedimiento de agregación es (al menos) tan importante para determinar las propiedades de un modelo económico como lo son los supuestos que se hacen acerca de las relaciones entre los agregados" (Leijonhufvud, 1968, p. 111).

Reconocida la relevancia del criterio de (des)agregación que los autores utilizan, mi punto de vista discrepa del suyo, no obstante, en dos planos diferentes: por una parte considero erróneo, en términos del propio modelo empleado, el papel que se asigna al sector público y sus requerimientos financieros en la explicación de los resultados obtenidos por la estática comparativa; por la otra, pienso que con el "menú" de activos financieros escogido, de ninguna manera se puede "describir una situación real del mercado de fondos prestables en nuestro país" (p. 17, el subrayado es mío) tal como parece proponerse el trabajo.

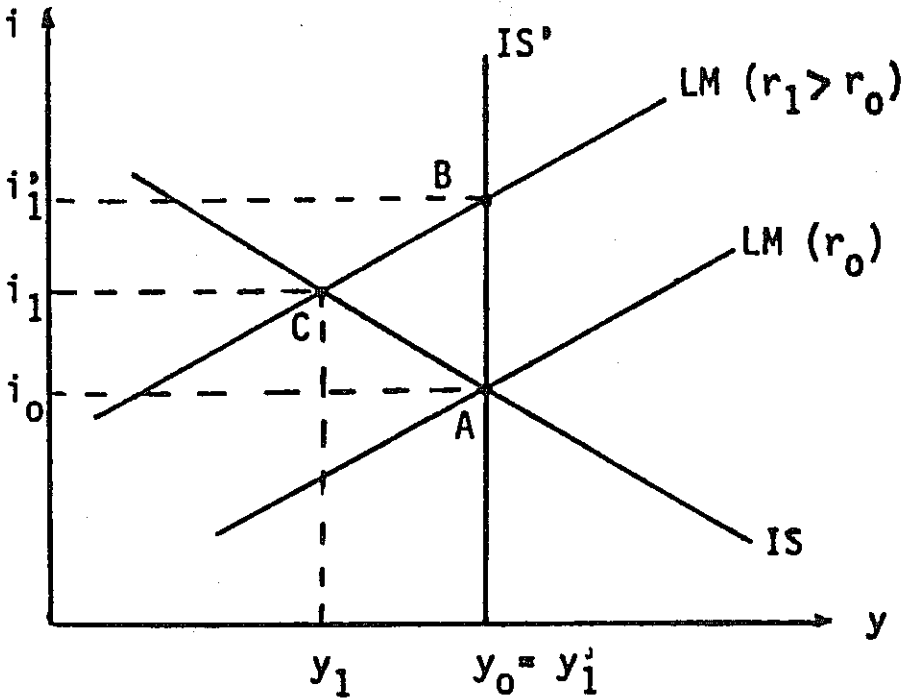
Con respecto a la primera cuestión, a mi modo de ver es absolutamente claro que en el modelo de JA y CR el efecto recesivo del aumento de la tasa de interés regulada se debe al arbitraje entre dicha tasa y la tasa del segmento informal, combinado con el efecto depresivo que el aumento de la tasa libre ejerce sobre la inversión privada 2/, y no al crowding-out que el sector público ejercería sobre el sector privado.

Para ilustrar mejor el punto, supongamos por un momento que la inversión privada (y por ende el ingreso agregado fuese insensible a la tasa de interés). En tal caso un aumento de la tasa regulada alteraría el equilibrio de portafolio de las familias, que intentarían sustituir depósitos libres por depósitos regulados. El equilibrio se restablecería cuando, por arbitraje con la tasa regulada, la tasa libre hubiese subido lo suficiente como para que la combinación inicial de activos en manos de las familias fuese nuevamente la combinación deseada por éstas. En la situación final, ni el ingreso real, ni la distribución de depósitos entre los segmentos formal e informal, ni el volumen de financiamiento disponible para el sector público a través de las reservas bancarias habrían sufrido variaciones. Tampoco habría aumentado el volumen de ahorro disponible para la acumulación. Gráficamente, la "curva" IS sería vertical

y el desplazamiento hacia arriba de la LM ocasionado por la suba de la tasa regulada trasladaría el equilibrio del punto A al B de la figura 1 (la tasa libre pasaría de  $i_0$  a  $i_1'$ , y el ingreso permanecería constante en  $Y_0 = Y_1'$ ).

¿Qué pasa cuando la inversión privada y el ingreso agregado son sensibles a la tasa de interés? El mecanismo de transmisión del aumento en la tasa regulada se ve parcialmente alterado: a medida que el arbitraje hace aumentar la tasa libre, la inversión privada y el ingreso se reducen. En la situación final, además de la caída del ingreso y la inversión, la distribución de depósitos varía a favor del segmento institucionalizado y, por lo tanto, las reservas bancarias y la disponibilidad de financiamiento para el sector público crecen. Esto sucede porque la tasa libre no pudo subir lo suficiente como para dejar inalterados los portafolios de las familias: un diferencial menor entre la tasa libre y la regulada que el del momento inicial, implica necesariamente una participación mayor (menor) de los depósitos regulados (libres) en dichos portafolios. Obviamente, si en el nuevo equilibrio el gasto público no ha variado con respecto a la situación inicial, su relación con el nuevo nivel de ingreso y de inversión privada (lo que sui generis algunos llaman la "participación del estado en la economía") habrá aumentado. Pero semejante resultado es consecuencia de la caída de la inversión privada y del ingreso, no su causa. En términos gráficos, la curva IS tiene pendiente negativa y el desplazamiento hacia arriba de la LM traslada el equilibrio del punto A al C de la figura 1 (la tasa libre sube de  $i_0$  a  $i_1 < i_1'$ , mientras el ingreso baja de  $Y_0$  a  $Y_1$ ).

FIGURA 1



Si, como creo, ésta es la interpretación correcta, aún queda por discutir qué sucede con el financiamiento adicional que recibió el gobierno al aumentar las reservas bancarias. Las posibilidades que ofrece el modelo (cuando la inflación permanece exógena) son básicamente tres:

- a. Que el gobierno no haga nada. En este caso, que implícitamente es el considerado por los autores, la economía permanece en  $C$  pero el sector público queda en desequilibrio (superávit presupuestario).

- b. Que el gobierno aumente el gasto público (o reduzca impuestos). En este caso la IS se desplaza hacia la derecha y la economía se mueve (a lo largo de la LM) de C en dirección a B, haciendo crecer el ingreso y, ahora sí, la participación del gasto (o del consumo) en relación a la inversión privada.
- c. Que el Banco Central reduzca el coeficiente  $k$  de efectivo mínimo (el otorgamiento de redescuentos cumpliría una función equivalente). En este caso la curva que se desplaza hacia la derecha es la LM y la economía se mueve (a lo largo de la IS) de C en dirección a A, aumentando la inversión y el ingreso.

Desde un punto de vista formal, lo que hace que JA y CR no discutan este punto es, a mi entender, la formulación incompleta del modelo que ellos llaman de "corto plazo" y que yo prefiero llamar (por razones que enseguida quedarán claras) modelo básico, constituido por las ecuaciones (6) y (7). En efecto, en dicho modelo falta explicitar la restricción presupuestaria del sector público: al no hacerlo, los valores de  $y$  e  $i$  que son solución del subsistema integrado por (6) y (7) no aseguran la satisfacción de dicha restricción. Al incorporarse al modelo una tercera ecuación representativa de la condición de equilibrio del sector público, también debe endogeneizarse una tercera variable. Si se mantiene exógena la tasa de inflación (como lo hacen los autores en la p. 14), los candidatos obvios son dos instrumentos de política económica: el déficit operativo ( $G - T$ ) o el coeficiente de efectivo mínimo ( $k$ ). Con el modelo completo, la única forma de mantener la economía en C satisfaciendo al mismo tiempo la restricción presupuestaria del gobierno, es aceptar que el déficit operativo aumenta pari passu con las reservas bancarias, pero que dicho aumento no tiene ningún efecto sobre el nivel de ingreso. Esto es lo que implícitamente hacen JA y CR cuando no consideran al déficit operativo como argumento



de la función de demanda de bienes que aparece en la ecuación (7). Aunque formalmente posible, esta salida no puede justificarse, a mi juicio, desde el punto de vista económico.

Con las debidas adaptaciones en la argumentación, pero prácticamente en estos mismos términos pueden discutirse los efectos de cambios exógenos en el efectivo mínimo o la tasa de inflación, los otros dos ejercicios de estática comparada que realizan los autores.

Curiosamente, el propio trabajo ofrece los elementos necesarios para fundamentar el presente comentario. Ellos aparecen en la reformulación del modelo básico que se desarrolla en la sección I.4 (p. 19 a 26), pero JA y CR pierden el punto porque erróneamente deciden interpretar el nuevo modelo como un modelo de largo plazo, diferente del modelo básico de la sección I.2. En verdad, el de la sección I.4 es esencialmente el mismo modelo que el de la sección I.2, aunque completo y con la tasa de inflación (en vez del déficit operativo o el efectivo mínimo) como tercera variable endógena: La ecuación ausente en el modelo básico no es otra que la ecuación (8) de la p. 21 y, aparte de ésto, la principal novedad del segundo modelo es expresar las variables de dos de las tres condiciones de equilibrio como proporciones del ingreso agregado. En efecto, cuando por simplicidad se asume que todas las variables nominales crecen a la misma tasa (ver p. 20 del trabajo), las ecuaciones (9) y (10) del segundo modelo no son más que las ecuaciones (8) y (6) del modelo básico completo divididas por el ingreso real. Pero ésta no es -ciertamente- una diferencia sustantiva entre ambos.

Por tal motivo, los valores de equilibrio de " $\hat{p}$ ", " $i$ " e " $y$ " encontrados al resolver el modelo no son valores de "largo plazo" distintos a los valores de "corto plazo" que se obtendrían en el modelo básico completo.

Cambios en los parámetros alterarían, además, los valores de equilibrio de las tres variables en cualquiera de las dos versiones del modelo. En particular, en el segundo modelo no puede suponerse (como lo hacen los autores en la p. 20) que la economía está en un "estado estacionario" con ingreso real y constante.

La postulación de leyes de ajuste para las tres variables dependientes (ecuaciones (12) a (14)), finalmente, permite enriquecer el análisis incorporando la cuestión de la estabilidad del equilibrio, pero tampoco altera la naturaleza del modelo básico. En consecuencia, las conclusiones de estática comparada obtenidos en la sección I.4 (en especial las referidas al crowding-out) están sujetas a las mismas objeciones ya formuladas para el caso básico.

Con respecto a la segunda cuestión planteada, esto es, decidir si el modelo utilizado por los autores es o no una estilización adecuada para describir la situación real del mercado financiero en nuestro país durante el período de liberalización, mi opinión es negativa. Como la liberalización vino acompañada por la apertura financiera, los activos y pasivos externos no pueden quedar afuera de ninguna estilización que pretenda ser una representación plausible del período. Su inclusión en el modelo alteraría las sustituciones de portafolio ante cambios en las variables exógenas (tasa regulada, efectivo mínimo, etc.) y con ello las conclusiones de estática comparada, pero además permitiría explicitar una variable crucial para la comprensión del período: las expectativas de devaluación, cuya evolución comenzó a afectar enormemente las condiciones de funcionamiento de la economía argentina a partir de dicha etapa (ver Damill-Frenkel, 1985 y la bibliografía allí citada). Mientras las expectativas de devaluación se mantuvieron bajas (especialmente durante la primera parte del período de vigencia de la "tablita" cambiaria), las tasas reales domésticas fueron negativas (a pesar de la libe-

ralización) pero la disponibilidad de financiamiento para las empresas aumentó (pese a las tasas negativas) del mismo modo que la participación del endeudamiento externo en el endeudamiento privado total, y la economía atravesó una fase expansiva. Cuando el atraso cambiario se hizo evidente por la acumulación de resultados desfavorables en la cuenta corriente del sector externo, las expectativas de devaluación comenzaron a divergir de las pautas oficiales y las tasas reales domésticas se volvieron fuertemente positivas. La economía entró en una fase recesiva pero, además, se desencadenó una seria crisis en el sistema financiero ocasionada por la fuga de capitales (sustitución de activos domésticos y pasivos externos por activos externos y pasivos domésticos) que, a la postre, concluyó con el restablecimiento de la restricción externa en su nueva versión (con superávit comercial y deuda externa "nacionalizada") y con el fin de la experiencia de liberalización y apertura financiera.

### III. INFLACION, INCERTIDUMBRE E INDEXACION

Mi último comentario se refiere a la forma de ligar esta sección con la anterior. A mi entender esa tarea requiere explicitar las consecuencias que la tendencia a cambiar "...la estructura temporal de las transacciones crediticias, sustituyéndose los contratos de largo por los de corto plazo" (p. 29), asociada a la incertidumbre provocada por altas tasas de inflación, tiene sobre la estructura de activos y pasivos empleada en la primera sección. En efecto, en un contexto de alta inflación y elevada incertidumbre, los depósitos y préstamos del mercado financiero son de corto plazo. Ello provoca dos efectos importantes: por una parte aumenta la fragilidad financiera de empresas y bancos y la posibilidad de que cambios en los estados de opinión de los agentes (por ejemplo sobre la evolución futura del tipo de cambio) desencadenen una crisis de liquidez en el sistema finan-

ciero (ver Minsky, 1977 y Dreizzen, 1985), por la otra, hace de las tasas de corto plazo los argumentos relevantes en las funciones de demanda de activos y pasivos y, en consecuencia, tiende a hacer crecer el peso de la inversión especulativa en existencias (más líquida desde el punto de vista de cada agente individual) respecto de la inversión total y a disminuir, ceteris paribus, la tasa de acumulación y crecimiento.

## NOTAS

- 1/ Las cruciales son dos: a) que aumentos en el ingreso generen demanda excedente de crédito para que el equilibrio en el mercado de fondos prestables requiera un aumento de la tasa de interés libre y la IM tenga pendiente positiva; b) que la elasticidad de la demanda de circulante con respecto a ambas tasas de interés sea "suficientemente" pequeña (nula en el límite) para que las sustituciones de cartera se efectúen básicamente entre depósitos en el segmento formal e informal. Ambas hipótesis resultan plausibles. La segunda, en particular, parece ajustarse a las condiciones de funcionamiento de economías con inflación elevada y crónicas en las cuales los agentes han reducido sus tenencias de circulante al mínimo compatible con la ejecución de las transacciones y ya ha sido utilizada en otros trabajos (cf. Frenkel, 1983).
- 2/ En rigor, tanto la tasa libre como la regulada deberían incluirse como argumentos de la función inversión. En tal caso, el efecto depresivo de aumentos en la tasa regulada se daría directa e indirectamente (vía arbitraje). Como el efecto directo simplemente refuerza al indirecto, las conclusiones cualitativas del análisis no se verían afectadas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

DAMILL, M. y FRENKEL, R., (1985), "De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977-82", CEDES, mimeo.

DREITZZEN, J. (1985), Fragilidad financiera e inflación, Estudios CEDES, Bs. As.

FRENKEL, R., (1983), "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capitales", El Trimestre Económico, n. 200.

LEIJONHUFVUD, A. (1966), On Keynesian Economics and the Economics of Keynes, Oxford University Press, Oxford.

MINSKY, H. (1977), "A Theory of systematic fragility" en E. Altman y A. Saniets (ed.), Financial Crisis: institutions and markets in a fragile environment, J. Willey, NY.