

## COMENTARIO DE MARIO L. VICENS AL TRABAJO DE ROBERTO FRENKEL Y MARIO DAMILL.

Los autores de este trabajo se proponen indagar en los acontecimientos económicos acaecidos en el país durante el período 1977-1982 desde una perspectiva que enfatiza el rol que en la crisis le habría cabido a la apertura financiera externa y a las expectativas cambiarias, en el marco de un enfoque donde los agentes económicos son aversos al riesgo y diversifican sus carteras de activos netos en moneda nacional y extranjera.

La introducción de una prima por incertidumbre en la oferta de préstamos creciente con los aumentos en la proporción de crédito externo crédito total del sector privado no financiero, permite que impactos monetarios o de otro tipo que provocan movimientos de capital con el

exterior afecten la tasa de interés y por lo tanto la cantidad de crédito que equilibra el mercado. La introducción de rigideces en la capacidad de disminución de la cantidad de créditos al sector privado por parte del sistema bancario y la necesidad de convalidación de ese nivel por parte del Banco Central, genera una dinámica de crisis donde la iliquidez del sistema bancario actúa como mecanismo de transmisión a través del cual la pérdida de reservas ocasiona el aumento en la oferta de crédito doméstico de carácter exógeno.

Esta interpretación de la coexistencia en el tiempo de altas tasas de expansión de crédito doméstico con altas tasas de cancelación de deuda externa privada, les permite desarrollar la segunda línea de discusión que está presente en el artículo; esto es, la confrontación de los resultados obtenidos por los autores y los que se obtienen del enfoque monetario de la balanza de pagos, tanto respecto de los resultados que pueden esperarse de la introducción de shocks monetarios, como en lo concerniente al sentido de la causalidad de la relación dinero - reservas.

El modelo utilizado se concentra en el mercado de préstamos bancarios y para ello desarrolla una oferta de crédito correspondiente a un país pequeño y abierto a la entrada de capitales financieros con tipo de cambio fijo y convertibilidad plena de la moneda nacional. En esas circunstancias y conocidos los costos de transacción, la tasa de interés externa y esperada una tasa de devaluación determinada, el arbitraje asegura la igualdad de tasas de ambas fuentes de financiamiento, la externa y la interna.

En ese contexto los autores introducen el concepto de incertidumbre que modelan como una prima que los tomadores de crédito externo del sector privado no financiero perciben aumentando los costos financieros asociados al mismo.

Como estos tomadores son aversos al riesgo, se supone que el costo percibido de endeudarse en moneda extranjera aumenta con la participación de la misma en el total de su deuda, dadas las expectativas cambiarias, quedando determinado de ese modo que los tomadores de crédito enfrentan una tasa de interés de oferta de crédito de pendiente positiva respecto de las cantidades de crédito externo.

Ello constituye uno de los componentes de la prima por incertidumbre; el otro está asociado con las expectativas de evolución futura del tipo de cambio y se lo hace en función de tres argumentos (la dispersión de la tasa esperada de devaluación, el nivel de las reservas internacionales y el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos), esperándose que aumente con aumentos en la dispersión de la tasa esperada de devaluación y disminuya con aumentos en el resto.

Por otro lado, proponen una demanda real de crédito del sector privado neta de tenencias de activos externos, que es función decreciente de la tasa de interés nominal y función creciente de la tasa de inflación esperada y del ingreso real, ambos, exógenos en el modelo.

La condición de equilibrio de este mercado, juntamente con una ecuación que establece qué proporciones de la demanda total de crédito bancario serán abastecidas por el crédito externo dirigido al sector privado (por diferencia de la abastecida por crédito doméstico exógeno), y una identidad contable que define el nivel de reservas internacionales, determinan los valores de equilibrio del total de crédito, el crédito externo al sector privado y el nivel de reservas. A tal equilibrio se llega juntamente con los equilibrios en el mercado de dinero ( $m_1$ ) y el sistema bancario ya que, la función que permite determinar las proporciones entre el crédito externo y el de origen interno, surge de la consideración de restricciones impuestas por los estados patrimo-

niales financieros de los diferentes sectores considerados (externo, gobierno, Banco Central, sistema bancario y privado no financiero), de la función de demanda de dinero que sólo es función del ingreso, de la optimización financiera de los bancos y del equilibrio en ambos mercados.

Cuando al modelo descrito se incorporan cambios en la oferta de crédito interno exógeno, éste es sustituido por o sustituye al crédito de origen externo, las variaciones de cuya relación con el crédito total afectan la tasa de interés vigente y la cantidad de crédito total. Para ciertos valores de las elasticidades de oferta y demanda de créditos es posible obtener resultados perversos en el sentido de que aumentos de dinero exógeno, conducen a aumentos de las reservas a través del aumento en la cantidad de crédito total y externo a que da lugar la caída en la tasa de interés.

Debemos recordar que la demanda de  $M1$  no es función de la tasa de interés, que la tasa de inflación y el ingreso real son exógenos y que no hay modelada una demanda de activos financieros en moneda doméstica la que debería ser función de la tasa de interés y la tasa esperada de inflación o de la tasa de interés y la tasa esperada de devaluación cuando se permite sustituibilidad de activos financieros en moneda doméstica y extranjera. Esto hace que necesariamente la demanda de  $M1$  esté dada permanentemente y la demanda de activos financieros en moneda doméstica sea la resultante de lo que es necesario para que el sistema se equilibre. En estas condiciones, el aumento del crédito interno exógeno será aceptado por el sector privado no financiero como activo financiero a interés porque no hay en el modelo un mecanismo mediante el cual pueda deshacerse de lo que no desea seguir teniendo, ya sea gastando las reservas del Banco Central mediante la compra de activos en moneda extranjera o produciendo un déficit en la cuenta co-

rriente del balance de pagos cuando no hay devaluación y tampoco aumentos de precios.

Con la introducción de los cambios sugeridos el modelo podría ganar en poder explicativo y de mantenerse las conclusiones, las mismas serían más sólidas.

Desde el punto de vista del propósito principal del artículo, es más interesante el análisis de lo que sucede en el modelo a partir de un cambio en las expectativas de devaluación juntamente con la introducción de iliquidez en el sistema financiero. El aumento en la tasa de interés derivado de que se espere una devaluación, disminuye el crédito externo demandado y su cancelación provoca la consiguiente absorción de base monetaria. Como consecuencia, las disponibilidades del sistema bancario disminuyen y el intento de reducción de préstamos que realizan los Bancos fracasa porque la presión simultánea de realización de activos reales implican caídas de precios tales que nadie puede vender sin registrar pérdidas patrimoniales significativas. La convalidación del nivel de préstamos mediante redescuentos que a tal efecto otorga el Banco Central y la suba de la tasa de interés, puede llegar a conducir a que, ante aumentos en la tasa de devaluación esperada, aumente el nivel de crédito doméstico.

Los autores concluyen que mediante ese mecanismo, el Banco Central termina financiando los activos invendibles del sistema bancario y la salida de capitales. De esta manera se endogeniza la oferta de crédito interno porque el mercado no puede de manera no traumática, resolver el desequilibrio y el problema de cómo distribuir los costos de decisiones tomadas en el pasado que hoy son desacertadas a la luz del cambio de expectativas. Se afirma que cambios en los precios no logran resolver el problema y la intervención del Banco Central se hace indispensable para solucionarlo, en particular, facilitando las transferencias intersectoriales de riqueza.

Adicionalmente, la endogenización de la oferta de crédito interno, los lleva a plantear que la causalidad va del cambio en las reservas al crédito doméstico, en lugar de la conocida dirección de los sucesos que se deriva del enfoque monetario de la balanza de pagos "convencional".

Estas conclusiones ameritan una serie de comentarios. El tratamiento de la crisis de liquidez que se realiza en este trabajo podría ganar en claridad si se identificaran más adecuadamente a los tenedores de activos no financieros. Para ello debería separarse el sector privado no financiero en familias y empresas, deberían atribuirse los activos financieros a las familias y los pasivos financieros a las empresas. De esta manera, se logra explicitar que hay un grupo de agentes económicos (las familias) que tienen patrimonio financiero neto positivo y financian a través del mismo el patrimonio neto financiero negativo del Gobierno y de las empresas, para que la suma de todos ellos en la economía resulte nula.

Cuando se separan de esta manera los activos y pasivos financieros, puede verse, con claridad que el problema de liquidez consiste en encontrar la manera para que quienes deben asumir las pérdidas emergentes se hagan cargo de ellas.

En la interpretación del trabajo, ésta es una situación de desequilibrio de stocks lo que hace que el Banco Central se vea forzado a intervenir para resolverlo. Una interpretación alternativa consiste en pensar que quienes deben realizar los activos para cancelar préstamos, son demandantes de los mismos al precio de realización porque descuentan que algo sucederá para que disminuya el costo de no realizarlos y/o para no verse obligados a realizar las pérdidas. En este sentido, en tanto no estén dispuestos a vender por debajo de cierto

precio, no están en desequilibrio, pues tienen las cantidades deseadas.

Si no hubiera una situación de desequilibrio no son tan claras las razones de porqué el Banco Central está forzado a intervenir. En realidad la intervención del Banco Central dando redescuentos es una decisión de política económica destinada a redistribuir en la sociedad la carga de las pérdidas.

Es casi ya tradicional en nuestra economía que el costo de este tipo de fenómenos termina distribuyéndose a lo largo de la sociedad de una manera diferente a la que se corresponde con la tenencia de los activos que resultaron mal negocio o, en caso de que alguna razón lo requiriera, a la forma que se corresponde con una razonable distribución de la carga impositiva. El mecanismo consiste en que, en la medida en que los demandantes de activos financieros en moneda nacional no desean seguir manteniendo la oferta que de ellos realiza el Banco Central, ocasionarán que las consiguientes pérdidas de reservas obliguen a convalidar las expectativas de devaluación y a que existan presiones inflacionarias que degradan la riqueza de los tenedores de activos monetarios (M1).

La redistribución de las pérdidas patrimoniales a que da lugar el mecanismo apuntado, no es el resultado de un sendero de comportamiento al que necesariamente está sujeta la economía. Pareciera más adecuado referirse a la falta de un mecanismo aceptado socialmente que permita redistribuir las pérdidas consensualmente. Pero, aceptando la falta de ese mecanismo, ello no da lugar a que exista una única y obligada regla de política económica. Por lo tanto, no es un fenómeno que a mi juicio esté presente como regla de comportamiento permanente en la economía y desde ese punto de vista, pareciera algo arriesgado incluirlo como un fenómeno estructural, tal

como aparentemente se deriva del trabajo que estamos comentando.

Se ha tratado de circunscribir este comentario a lo que se consideran son los aspectos más importantes del trabajo. La argumentación presentada es atractiva para aumentar nuestro conocimiento sobre los mecanismos de transmisión de ciertas políticas y la naturaleza del comportamiento de ciertos fenómenos como el mercado crediticio y la diferencial de tasas de financiamiento interno y externo.

Las mediciones econométricas realizadas aparecen explicando una buena proporción de la variancia de esta diferencia llamada por los autores prima de incertidumbre y dan la base para proseguir analizando el modo a través del cual las informaciones del sector externo afectan las expectativas de devaluación. Da la sensación que las mismas se forman en gran medida a partir del saldo de cuenta corriente del balance de pagos. El argumento del volumen de deuda externa privada respecto de la deuda total no es estadísticamente significativo pero ello puede deberse a un eventual fenómeno de multicolinealidad que debiera tratar de neutralizarse.

Desde el punto de vista de la estimación de la demanda de crédito, da la sensación que el ingreso no resulta significativo pero que todo el componente de tendencia en las tasas de cambio del producto es captado por la variable rezagada de crédito. Sin embargo puede decirse que se obtienen razonables grados de explicación. Quizá la estimación por ecuaciones simultáneas del sistema sea un modo de mejorar la fortaleza estadística de los resultados.