

COMENTARIO DE RICARDO LOPEZ MURPHY AL TRABAJO DE ROBERTO FRENKEL Y MARIO DAMILL

I. INTRODUCCION

La presentación que analizaremos desarrolla un modelo que describe la determinación de precios y cantidades en el mercado financiero de una economía pequeña y abierta. Se comenta la incorporación de una noción de riesgo endógeno que explica el diferencial existente entre el costo del crédito externo y la tasa de interés doméstica.

Se discute la interacción del mercado de crédito con el mercado de bienes buscando combinar crisis cambiaria y financiera con la recesión, como aspectos de un proceso asociado a las decisiones de cartera del sector privado.

Se contrastan las conclusiones convencionales relativas a la relación dinero-crédito de origen interno y movimientos de capital.

Finalmente se describe la evolución de la economía en el período 1977-1982 enfatizando los aspectos monetarios y financieros desde la perspectiva suministrada por la discusión teórica.

El comentario a formular está organizado de la siguiente manera:

En primer término se consideran observaciones puntuales a ciertos párrafos o análisis realizados en el texto.

En segundo término se discutirá la relación existente entre este tratamiento y el tradicional enfoque monetario de la Balanza de Pagos, tratando de señalar que no existe la presunta discrepancia que aquí se anota.

En tercer término se procurará ofrecer una interpretación diferente de la experiencia 1977-1982 de la suministrada en el trabajo.

OBSERVACIONES PUNTUALES

- En la página 1 se menciona que el sistema financiero estaría sobredimensionado por la erosión inflacionaria y reducido a un rol de mecanismo de financiamiento del déficit fiscal a partir de 1980.

Caben varias observaciones:

- a) Si bien la inflación afecta la dimensión del sistema financiero, el factor decisivo para su desarrollo es la represión financiera, esto es, el control de tasas de interés.

En un sentido amplio el sector financiero estaba subdimensionado respecto al potencial de ahorro de

la economía y al tamaño del sector en otras naciones más desarrolladas, por ejemplo Alemania, Japón, USA.

- b) Hasta abril-mayo de 1982 no se había verificado una caída muy grave de la demanda de dinero un sentido amplio así como tampoco el financiamiento del déficit había sido principalmente de origen interno. Básicamente gran parte de la deuda externa se acumula en 1980-1982 y por definición eso no corresponde al sistema financiero doméstico.
- c) Los acontecimientos posteriores generaron una grave situación donde si existió una sobredimensión de recursos físicos y humanos respecto al volumen de transacciones efectuadas.

- En la página 2 se menciona que en el enfoque convencional se plantea una relación causal dinero-crédito de origen interno de carácter exógeno a variación de reservas. El modelo bajo análisis intenta mostrar de qué modos cambios en los estados de opinión sobre la evolución futura del tipo de cambio pueden afectar los mercados domésticos de crédito y bienes aun con el crédito doméstico inicialmente controlado.

La observación en este punto es que la presente diferencia depende de como se modelen la formación de expectativas sobre la evolución del tipo de cambio. El enfoque convencional lógicamente incluirá no solamente la política de crédito doméstico actual sino la futura expansión del mismo para predecir el tipo de cambio o la variación de reservas. Si la lógica del funcionamiento de la economía implica un desborde futuro eso impactará hoy, más allá de que exista un control temporario del tipo de cambio. En ese sentido me parece que la diferencia se debe a una formulación trunca del modelo, más que a razones técnicas del mismo.

- En la página 3 se realizan varios supuestos que resultan importante resaltar:

- a) Se consideran dadas en forma exógena las variables reales, incluyendo el flujo de transacciones con el exterior en cuenta corriente.

Aceptar esta dicotomía real y monetaria con supuestos keynesianos resulta llamativa y a mi criterio forzada sobre todo cuando en el trabajo se sostienen serias dudas sobre el mecanismo de precios como variable de eliminación de excesos de oferta y demanda ("market clearing"). Por otra parte tratar la cuenta de capitales y de acumulación de activos divorciada de la cuenta corriente me resulta difícil de comprender. Justamente la evolución de la cuenta corriente, la integral de la misma será la que finalmente determine el nivel de activos netos con el exterior. Aun con la aclaración de provisoria me parece pertinente que se vinculen ambos fenómenos.

- b) La cuenta capital no puede formularse independientemente de la cuenta corriente y de reservas. Por definición esta última se compone de un stock - limitado y a lo largo del tiempo las dos primeras tienen que estar estrechamente vinculadas.
- c) Se adopta el supuesto, que los autores señalan sería de raíz keynesiana, de que la tasa de inflación y en términos estáticos el nivel de precios es exógeno y no se hace ninguna mención al numerario de la economía. Esto es, cual variable nominal la política económica está fijando y en consecuencia cual determinara el nivel general de precios. Este punto es distinto a cuál es el sendero de ajuste al mismo. En concreto no se menciona si hay tipo de cambio fijo o flexible. Por el período que se comenta se puede asumir que predominó el tipo de cambio fijo. Como veremos más adelante ésta no es una consideración marginal.

- En la página 6 se menciona que M_1 dada la alta inflación se torna inelástico en relación a las tasas de interés y a las expectativas inflacionarias.

Este supuesto no es esencial al modelo, pero sin embargo no es tan inocente como se puede pensar en una primera lectura. Si hubiera la mencionada inelasticidad prácticamente habríamos encontrado el tributo óptimo porque se podría recaudar el impuesto inflacionario que se quisiera sin costo de bienestar, o sea el famoso lump-sum-tax del que nunca podíamos encontrar un ejemplo práctico, excepto la capitación. Si bien los autores no definen con precisión el horizonte temporal suponen que ésto es cierto en el corto plazo. En ese sentido la economía muestra cambios importantes entre 1980 y 1982 y más recientemente en el período previo al plan austral y posteriormente.

- En la página 13 se plantea que la demanda de crédito del sector privado no bancario (neta de tendencia de activos externos) es representada por una función que depende de la tasa de inflación, ingreso real y tasa nominal de interés.

La principal pregunta es como puede netearse la demanda de activos externos quizás el principal bien por el que se demanda crédito o se ofrece crédito. Como no encuentro una respuesta satisfactoria me pareció importante plantear la pregunta.

- En la página 23 en la sección II.2.3. se menciona que un aumento de la expectativa de devaluación tenderá a generar una suba en la tasa de interés de equilibrio.

El aspecto que no se menciona es qué factor genera esa expectativa de devaluación y ello resulta vital para definir la exogeneidad del crédito doméstico.

- En la página 25 señala qué aumentos en la prima de incertidumbre originadas en el efecto sobre los estados de opinión de nuevas informaciones sobre el curso de la economía y en particular de su sector externo provocarían salida de capitales, aun cuando el crédito de origen interno esté inicialmente bajo control.

Cabe mencionar el énfasis que algunos de los expositores más importantes del enfoque monetario han hecho sobre este punto. Al respecto Jacob Frenkel ha escrito varios trabajos buscando recoger teórica y empíricamente el mencionado efecto.

- En la página 26 se mencionan los costos de ajuste de cantidades que los bancos enfrentarían.

En este aspecto conviene destacar las diferencias entre el capital financiero y el capital físico. Aquel por su naturaleza es fácilmente reasignable y su remuneración la determina el costo de oportunidad. El capital físico por el contrario es maleable ex-ante y rígido ex-post, en consecuencia en lugar de interés percibe una cuasi-renta que depende del precio del producto que genera y del costo de los factores cooperantes.

Por esa razón su valor fluctúa rápidamente según a que tasa se capitalizan las rentas. Ello implica que en la mayor parte de los casos el problema es como realiar la pérdida más que dificultades de ajuste propiamente dichas.

- En la página 29 se señala que el desequilibrio será mayor ante un retiro de depósitos si el nivel de efectivos mínimos es bajo.

Este punto podría ser obvio, con encaje 100% no hay desequilibrio posible. Sin embargo resulta importante rescatarlo a efectos de nuestro comentario posterior.

Sistemas con gran inestabilidad requieren una extraordinaria inversión en reservas, tanto por parte de los bancos como de la propia autoridad monetaria. En alguna medida esas reservas fueron muy bajas en el caso de los Bancos a lo largo de 1980.

- En la página 30 se señala que el intento de los bancos de elevar la tasa de interés podría llevar a las firmas productivas a intentar realizar stock simultáneamente, resultando una sincronización autodestructiva de las decisiones individuales.

Este aspecto depende crucialmente del grado de apertura económica. Si existe un sector muy amplio competitivo de importaciones y exportaciones gran parte de ajuste se resuelve por el sector externo.

Si por el contrario existe una parte de la actividad productiva fuertemente subsidiada que depende puramente del sector interno disminuciones de la demanda se traducirán en caída de producto sin mejora externa ni de solvencia. (Si la situación mejora o no depende de a qué precios valuamos el producto).

En síntesis una economía abierta hace el ajuste mucho más sensible y menos costoso.

- En la misma página 30 se señala que el exceso de oferta de los bienes stock que generará una demanda de crédito en exceso que se traducirá en un aumento de los redescuentos o en una crisis abierta.

El punto que deseo señalar es que la demanda de crédito que vale es la que se puede pagar. Siempre los insolventes tienen demanda infinita, no tienen que perder.

En realidad no hay una demanda de crédito, sino una crisis de insolvencia y los redescuentos lo único que

anuncian es que no serán pagadas las pérdidas por los deudores.

- En la página 33 en pasivos y desequilibrio se señala que el Banco Central se ve forzado a intervenir para compensar la caída de crédito, debido a la salida de reservas causada por los movimientos de capitales.

Dos puntos deben de mencionarse:

- a) La salida de reservas es una función de los redescuentos y se verá aumentada por ellos. El rol de la esterilización del crédito por salida de capitales es equilibrante en el sentido que tiende a cubrir un exceso de oferta sobre demanda de dinero. Compensar tal movimiento por definición prolonga y acentúa el desequilibrio.
- b) La esterilización prolongada es insostenible. Este es quizás uno de los principales aportes del enfoque monetario y no conviene subestimarlo al modelar. Parte de una noción muy sencilla, las reservas son finitas por definición.

- En la página 34 se menciona que una demanda de dinero estable es un supuesto extremadamente restrictivo particularmente en una economía con inflación crónica y una larga memoria de inestabilidad en su sector externo.

Este es un punto crucial no sólo para el enfoque monetario sino para toda la macroeconomía moderna. Como resulta tan importante será comentado más adelante en otra sección, pero no queremos dejar de señalar nuestro desacuerdo con este punto.

- En la página 36 se señala que el problema que el mercado debe resolver es el de distribuir los costos de decisiones tomadas en el pasado y que dado el cambio de expectativas se han vuelto ruinosas.

Este punto es importante y debe enfatizarse. El supuesto implícito en todo el mecanismo de mercado es que existe un sistema judicial y de quiebras que realiza de un modo efectivo las ejecuciones y las pérdidas. Si eso no es así y resulta apriori claro que nuestro sistema es mucho más pesado que el Estadounidense la política financiera debe incorporar esta restricción al diseño del sistema, operando con criterios de second-best. Esto se traduce en un requisito de responsabilidad neta-pasivos más elevada que en otros casos.

EL ENFOQUE MONETARIO DEL BALANCE DE PAGOS Y SU COMPARACION CON ESTE TRABAJO

El primer aspecto que conviene enfatizar es que se trata de un enfoque, no una teoría. Ello radica en que básicamente, para explicar la cuenta de reserva se utiliza un procedimiento contable. La cantidad de dinero puede ser incrementada a partir de una expansión del crédito doméstico o de un aumento en las reservas o de las combinaciones que se quieran realizar entre estas variables.

Por su carácter contable como Frenkel y Damill lo reconocen, esta relación ex-post es siempre cierta.

Ahora bien, cuando se la quiere usar analíticamente con fines de predicción y política el punto fundamental que se requiere asumir es que la demanda de dinero se comporta de una manera estable, explicable en función de ciertas variables fundamentales (ingreso, tasas de interés, tasa de inflación esperada o tasa de devaluación esperada de acuerdo a cual es el sustituto más próximo al dinero, bienes o moneda extranjera).

Este punto debe ser ponderado por un período de ajuste. Es posible encontrar algún grado de inestabili-

dad en el corto plazo, en el sentido de que los agentes económicos tengan un exceso (o defecto) de recursos monetarios y prevean ajustarse en un cierto período de tiempo. En un plazo más extenso esa discrepancia se elimina.

El ritmo y velocidad de ajuste depende de la tasa de inflación. Cuando más alta ésta, menor es la posibilidad de no distinguir movimientos relativos y absolutos de las variables y mayor el costo de rezago.

Por último se agotan los resabios de ilusión monetaria que queden en el sistema.

La inestabilidad en la demanda de dinero resulta difícil de aceptar. Implicaría que los agentes económicos demandan dinero caprichosamente, esto es M_1 podría ser 2%, 4% ó 6% del PBI de acuerdo a los estados de opinión, inestables a su vez.

El dinero es un bien de capital que nos brinda una serie de servicios (medio de cambio, reserva de valor, unidad de cuenta). La tasa de depreciación del mismo es la tasa de inflación, cuando más alta ésta, más estricto el análisis sobre el monto a invertir en él. En el caso del dinero amplio el criterio fundamental va a ser entre tasa nominal versus tasa de devaluación esperada y tasa de interés externa. La fuga dependerá en tal situación de la represión financiera existente y del nivel del desequilibrio entre los numerarios nominales internos y el tipo de cambio.

Sobre los estudios empíricos sobre demanda de dinero existen variadas evidencias. Podríamos señalar los esfuerzos de Adolfo Diz, Valeriano García, Tomás Baliño, Dante Simone, Agustín Uriarte, M. Dabor y E.C. Demaestri, Juan Carlos Báez, Balasco y De Baldi y otros. Todos ellos revelan una relación estable para la demanda de dinero que resulta importante al momento de evaluar el comportamiento de la misma.

Existe por otra parte, la experiencia práctica de la brusca caída de la demanda asociada al shock inflacionario de 1975-1976, la recuperación experimentada hacia 1979-1980, la caída ante el shock de 1982 y el fuerte deterioro vinculado a la aceleración de la inflación hacia fines de 1984-1985 y la extraordinaria recuperación posterior al plan austral. En términos generales podemos decir que los signos han sido en el sentido correcto. La evidencia econométrica confirma esta impresión, precisándola.

No creo, de todos modos, sea necesario a los resultados del trabajo este supuesto de inestabilidad, simplemente se puede racionalizar de otra manera los rápidos cambios de portafolio que los agentes económicos han llevado a cabo.

REINTERPRETACION DE LA EXPERIENCIA 1977-1982

En el estudio llevado a cabo por los autores se omitieron factores a los cuales cabe atribuirles singular importancia a mi criterio.

En primer término no se menciona la existencia de un tremendo shock de carácter externo desde fines de 1980 que debilitó seriamente todas las economías latinoamericanas. Las mismas habían llevado a cabo políticas muy diferentes, pero sufrieron una fuerte caída del nivel de actividad, agravamiento de sus balances de pagos y renegociaciones forzosas de sus deudas externas.

Esta singular situación obliga a considerar que hubo un factor externo común, a riesgo de suponer que todos los hacedores de políticas doméstica se extraviaron simultáneamente y en grados parecidos en toda la región.

El shock constituido por una brusca caída de los precios de las "commodities" exportadas y una súbita alza de las tasas de interés nominal en la moneda de cuen-

ta arrojó tasas de interés real de más de 30% anual para los años 1981-1982 para los países de la región que exhibían un alto endeudamiento previo producto de su condición de receptores de capital al estar en proceso de desarrollo. Este shock explica parte fundamental del endeudamiento externo neto que el país sufriera, junto a la salida de capitales asociada a las dificultades de sobrellevar una crisis de esta magnitud.

No debe olvidarse que ese shock implica caída de salario, nivel de ganancias, actividad, empleo e inversión que resultan muy difíciles de resolver en una sociedad relativamente abierta y aún más cuando existe una seria crisis de legitimidad.

Ese shock externo ha venido agravando la situación económica hasta el presente y seguramente afectó seriamente al año 1985 donde se produjo nuevamente una caída en valor nominal de las principales exportaciones. En gran medida la crisis económica que vivimos requiere para ser comprendida una correcta valoración de este fenómeno, aunque ello nos lleve a tener que reinterpretar nuestra historia reciente.

En segundo término hubo una serie de shock internos que conviene considerar para un análisis adecuado de la política financiera.

Se produjo durante la década de 1970 un crecimiento muy vigoroso del sector público que afectó la situación patrimonial del sector privado a través de mayores impuestos convencionales e inflacionarios así como en el mercado de crédito generando un alza en la tasa doméstica de interés real. Este debilitamiento del sector privado sería uno de los factores que luego confluiría para gestar una debilidad en la solvencia que precipitó la crisis.

La expansión del gasto se originó básicamente en una expansión de la seguridad social (creció el número de jubilados y pensionados a un ritmo muy superior al de la población activa), se incurrió en gastos militares muy abultados, (Plan de equipamiento naval, la fabricación de TAM, equipamiento aéreo) así como se llevó a cabo un desusado nivel de inversión pública (Programa atómico, Equipamiento eléctrico, material de transporte, construcciones viales, etc.). Lamentablemente la rentabilidad de dichas inversiones fue muy inferior a la de los recursos desplazados del sector privado o al costo de la deuda que se contrajo. Recuérdese que hubo períodos de exceso de potencia de más de 70% en el sector eléctrico cuando la reserva máxima aconsejable es 25%. En especial convendría evaluar el retorno de las inversiones de generación en el área atómica. Esto para no mencionar parques de diversión, estadios de fútbol y algunas otras obras avaladas o realizadas por el estado.

Otro componente del shock interno fue la total descoordinación de políticas a lo largo de 1980. Mientras se devaluaba al 22% anual se incrementaban los salarios al 120% anual. Esta combinación lleva implícitamente a un serio atraso cambiario inicial y a una grave recesión posterior. Al comienzo las empresas se endeudan igual que el estado para financiar ese volumen de gasto doméstico y luego deben ajustar por el exceso incurrido y por la deuda que antes acumularon. No debe olvidarse que con tipo de cambio fijo, esta es la variable que determina el sistema de precios. Ello es equivalente aunque a veces no se percibe a una regla monetaria de 22% y aumento de salarios de 120% financiándola acumulando deuda externa e interna. Imagínense la explosión luego de un año.

Esta doble combinación adquirió ribetes notables cuando hacia fines de 1980 y principios de 1981 se gestó la primera transmisión de mandos del gobierno militar.

En una situación sumamente grave los anuncios de políticas formulados fueron guardar un silencio sistemático sobre cómo se iba a afrontar el problema. Si los factores anteriores eran de por sí críticos, sumada esta conducta, adquirieron un nivel que volvió el fenómeno prácticamente inmanejable.

Ello agravó la crisis financiera y económica preexistente.

LA INCIDENCIA EN LA CRISIS DEL SISTEMA FINANCIERO DISEÑADO POR EL GOBIERNO MILITAR

La autorización para funcionar y la liberalidad con que se manejaron las instituciones financieras contrasta seriamente con la garantía irrestricta de depósitos y la debilidad de la superintendencia de inspección bancaria que existía.

Entre otras medidas que se podrían haber adoptado se puede mencionar, un nivel mayor de inversión en activos del gobierno, sea bajo la forma de encajes o títulos, una relación de encaje marginal muy alta para las instituciones que crezcan a una tasa superior al 20% del promedio del sistema, relaciones Capital/Depósitos, Capital/Préstamos mucho más elevadas que las anotadas. Relaciones con empresas vinculadas más estrictas y finalmente un sistema de garantía de depósitos que cubra al depositante hasta un límite y luego sea responsabilidad del particular (por ejemplo 100.000 U\$S como en USA).

Debe reconocerse que previamente a la reforma de 1977 las necesidades de superintendencia eran prácticamente reglamentaristas, ya que no es necesario cuidar la solvencia de los subsidios. Buena parte de lo de arriba sugerido fue siendo incorporado a la legislación, pero a destiempo. En realidad un sistema libre tiene como pre-

requisito una cuidadosa superintendencia. La mejor combinación hubiera sido tentativamente liberalizar y ajustar la superintendencia gradualmente.

ACTITUD DE LOS AGENTES ECONOMICOS

Debe señalarse que la deuda privada externa no resulta un problema para el Banco Central salvo que exista un control de cambios. En tal caso se convierte en equivalente a deuda pública en cuanto a las necesidades de divisas.

Este es quizás uno de los costos sustanciales del control de cambios y que debe ser valorado seriamente antes de ser implantado.

En el caso de los seguros de cambio ajustes por tasas de interés se convierten en un atractivo impulso de la inflación ya que las ganancias van a depender de la magnitud de ésta.

En este sentido la implantación de control y seguros de cambio de esta naturaleza fue prevista por el sector privado y así como el desorden consecuente.

La contraparte de ello fue transferir las pérdidas y errores al Estado y colocar los recursos fuera del alcance del Fisco.

Esta transferencia ha sido muy grave. Creó un déficit estructural por intereses sin contrapartida. Ello anula la capacidad de ahorro e inversión del Estado. Tratar de compensar ello subiendo los impuestos directos implica debilitar seriamente el principal factor de recuperación que esta economía tiene, cual es el retorno de los capitales que buscaron alejarse del caos y la anarquía económica.

El restablecimiento de confianza y en ésto coincide con la hipótesis del trabajo, será quizás el mayor factor reactivante que una economía de este tipo tiene. Resulta difícil construir dicha confianza prometiéndole mayores impuestos, pero ésto se aleja del propósito del comentario.