



La evolución monetaria en Argentina

El Balance del Banco Central al 7 de mayo del corriente año nos muestra los siguientes datos:

a) Las reservas internacionales llegaban a \$ 211.766 millones de pesos. A esta cifra hay que deducirle el monto de las cuentas corrientes en otras monedas (es decir, los encajes de los depósitos en dólares) por \$ 38.284 millones, quedando reservas netas por \$ 173.482 millones.

b) Las adquisiciones de reservas por el BCRA se realizan, fundamentalmente, a través de la emisión monetaria, emisión que se trata de limitar colocando letras emitidas por el Banco Central. Es por ello que los pasivos monetarios del BCRA están constituidos por la base monetaria por \$ 169.195 millones más los títulos emitidos por la entidad (Lebac y Nobac) por \$ 102.428 millones. La suma de estos pasivos es igual a \$ 271.623 millones.

c) La diferencia entre las reservas netas por \$ 173.482 millones y los pasivos monetarios por \$ 271.623 millones es igual a - \$ 98.141 millones, que tomando la paridad de \$ 4,0805 = u\$s 1, mencionada en el balance, nos determina un monto de - u\$s 24.051 millones.

d) Como vimos en el punto anterior los pasivos monetarios superan a las reservas netas en u\$s 24.051 millones, pero en el activo del balance el BCRA tiene títulos del gobierno argentino por \$ 125.572 millones y adelantos transitorios al gobierno por \$ 43.730 millones. De todas maneras, hay que hacer notar que de esos títulos las letras intransferibles suman \$ 109.686 millones. Ellas son:

Letra intransferible vencimiento 2016 por \$ 38.888 millones.

Letra intransferible vencimiento 2020 por \$ 8.924 millones.

Letra intransferible vencimiento 2020 por \$ 17.881 millones.

Letra intransferible vencimiento 2021 por \$ 30.620 millones.

Letra intransferible vencimiento 2021 por \$ 8.656 millones.

Bono consolidado del Tesoro 1980 por \$ 4.717 millones.

Los títulos que restan, en poder del BCRA, son emitidos por el gobierno argentino por \$ 18.900 millones. Estos títulos y los adelantos transitorios son de difícil recuperación en el corto plazo. Por otra parte, los adelantos transitorios por \$ 43.730 millones están compensados en gran parte por la cuenta del pasivo de depósitos del gobierno y otros por \$ 31.796 millones. Si sumamos los títulos no intransferibles por \$ 18.900 millones más los adelantos transitorios por \$ 43.730 millones y restamos los depósitos del gobierno y otros por \$ 31.796 millones, restan \$ 30.834 millones, que a un tipo de cambio de \$ 4,0805 = u\$s 1, nos determinan un monto de u\$s 7.556 millones. Es decir que no se compensa el descalce de - u\$s 24.051 millones mencionado más arriba.





Todo lo anterior nos muestra una situación de debilidad en el balance de la institución. Recordemos que la contabilidad es la 'ciencia del equilibrio', en cuyo balance el activo tiene que ser igual al pasivo. Hay dos maneras de corregir este desequilibrio:

- a) A través de una depreciación más rápida del peso, pero que tiene el inconveniente de agravar más la inflación.
- b) Disminuyendo el gasto público para producir superávit en las cuentas fiscales y con este superávit, y no con emisión, comprar divisas.

Según el Informe Monetario Semanal al día 6 de mayo ésta es la evolución de los distintos índices monetarios:

- 1) La base monetaria está en \$ 169.195 millones, con un crecimiento anual de 37,54%.
- 2) El circulante está en \$ 132.355 millones, con un crecimiento anual de 38,8%.
- 3) El circulante en poder del público llega a \$ 118.492 millones, con un crecimiento anual de 39,4%.
- 4) Los préstamos al sector privado llegan a \$ 182.249 millones, con un crecimiento anual de 41,5%.
- 5) Los depósitos en el sistema bancario ascienden a \$ 332.694 millones, con un crecimiento anual de 40,3%.
- 6) Los depósitos en dólares en el sistema bancario ascienden a u\$s 15.949 millones, con una caída anual de -1,1%.
- 7) Los préstamos en dólares al sector privado ascienden a u\$s 8.527 millones, con un incremento anual de 45,8%.
- 8) El M1 (billetes y monedas en poder del público + cheques cancelatorios en pesos + depósitos en cta. cte. del sector público y privado) asciende a \$ 205.974 millones, con un incremento anual de 33,9%.
- 9) El M2 (M1 + depósitos en caja de ahorro del sector público y privado) asciende a \$ 273.775 millones, con un incremento anual de 35,8%.
- 10) El M3 (billetes y monedas en poder del público + cheques cancelatorios en pesos + depósitos del sector público y privado en pesos) asciende a \$ 451.189 millones, con un incremento anual de 40,0%.
- 11) El M3* (M3 + depósitos en dólares del sector público y privado + cheques cancelatorios en moneda extranjera) asciende a \$ 516.297 millones, con un incremento de 34,1%.

Como se puede deducir de los índices anteriores la expansión monetaria entre 35 y 40%, por supuesto, tiene un efecto inflacionario sobre los precios, dependiendo de un contexto de mayor o menor rigidez de esos precios. Algunos, en nombre de Keynes, no le dan importancia a lo monetario, y otros se quedan en el mero monetarismo. Es por eso oportuno citar lo que manifiesta el gran economista argentino Julio H. Olivera en un artículo publicado hace un tiempo en la revista 'enoikos' de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA y que ya comentáramos en un Semanario hace algunos años:

Dice Olivera que 'según la teoría de Keynes, la denominada velocidad de circulación del dinero puede comportarse en situaciones de amplia desocupación de modo completamente pasivo, descendiendo ante cualquier





aumento de la oferta monetaria sin variación alguna de la tasa de interés ni del ingreso nominal de la población. Si esta tesis es correcta, el control de la cantidad de dinero no tiene efecto alguno sobre el proceso económico. El monetarismo surgió en esencia como una reacción contra esa teoría. Negó que la velocidad de circulación se adapte per se a los cambios en la cuantía del medio circulante; y sostuvo, por el contrario, que la demanda de dinero para cada nivel de ingreso nominal es una función definida de la tasa de interés corriente. Así como Keynes había rechazado la noción de que el mercado de productos está siempre equilibrado, separándose del modo más categórico y explícito de la llamada ley de Say (toda oferta genera su propia demanda), de manera análoga el monetarismo impugnó la creencia keynesiana de que la oferta excedente de dinero es idénticamente nula. Tanto el desarrollo de la teoría monetaria como las investigaciones econométricas han justificado ampliamente la posición monetarista por lo que concierne a ese punto".

Sigue diciendo que si "el desequilibrio monetario es posible, los cambios en la situación monetaria pueden afectar el valor de las variables no monetarias y en particular las relaciones de precios entre los activos reales, por lo menos a corto plazo. Esta influencia puede ejercitarse directamente o a través de cambios inducidos en los mercados del crédito, o conjuntamente por ambos mecanismos de transmisión: de una manera u otra, los desequilibrios monetarios pueden generar desequilibrios no monetarios o reales. Para el monetarismo esta relación es unilateral, sin que exista recíprocamente ninguna acción significativa de los fenómenos reales sobre los procesos monetarios. De aquí procede la controversia entre el monetarismo y el estructuralismo, pues según el enfoque estructuralista los cambios monetarios no son a menudo otra cosa que manifestaciones de superficie, meros epifenómenos, de los desequilibrios no monetarios subyacentes".

Más adelante dice que "es frecuente, en efecto, identificar a los monetaristas con los partidarios de la economía de mercado y a los estructuralistas con quienes ponen de relieve las imperfecciones de los mercados y las limitaciones de la competencia. Esta identificación es errónea tanto desde el punto de mira lógico como desde el histórico, pues lo que estaba en tela de juicio no era la eficiencia de la economía de mercado sino el atributo que, en términos científicos, puede describirse como la isotropía del sistema de precios. En efecto, si la velocidad con la que se mueven los precios fuera independiente de la dirección en la que se ajustan (es decir, si el sistema de precios fuera isotrópico) la tesis monetarista resultaría incontestable. Pero si la velocidad de reacción de los precios difiere según la dirección del ajuste (o sea, si el sistema de precios es anisotrópico) toda alteración de los precios relativos o reales tiene que afectar en alguna medida el equilibrio monetario".

Para el Dr. Olivera, la importancia de esta segunda controversia estriba "en dirigir el centro de la atención a los precios relativos de los bienes; es decir, a la estructura de precios y, por consiguiente, a la estructura económica, que pasaban por alto en su visión puramente macroeconómica o global tanto los keynesianos como los monetaristas".

A lo que manifiesta el ilustre economista le agregaríamos lo siguiente. Los economistas austriacos, especialmente Friedrich Hayek, se anticiparon a sus ideas. Para éste, en su pequeño libro "Precios y Producción" (1931), la inyección monetaria al bajar la tasa de interés, desequilibra la estructura de la producción (las distintas etapas se alargan ya que dependen de la tasa de interés) y esto produce un auge inflacionario. Como mostró Christian Schmidt en su comentario a la edición francesa de la obra de Hayek, en la teoría de éste la información del futuro influye sobre el presente, pero la estructura desarrollada en pasado influye también sobre el presente.

