

# CRECIMIENTO DE LA CANTIDAD DE DINERO Y SU EFECTO SOBRE LOS PRECIOS

por

Alfredo Martín Navarro

## 1. Introducción

Todos sabemos que si la cantidad de dinero aumenta sostenidamente los precios terminan creciendo en una proporción similar. Desde que primeros economistas, durante el siglo XVI, construyeron la denominada *teoría cuantitativa*, esto estuvo presente siempre en la teoría económica, y las hiperinflaciones que siguieron a las dos guerras mundiales en varios países europeos confirmaron esa teoría: cuando se emitió sin límites los precios estallaron y cuando se cortó la emisión los precios dejaron de crecer. Argentina es uno de los países que más ha sufrido problemas de diversa naturaleza como consecuencia de la inflación, no sólo económicos, por la duración, intensidad y variabilidad del proceso inflacionario que comenzó en 1943 y aún nos sigue martirizando. Hemos tenido algunos períodos breves de estabilidad, como entre 1967 y 1971, entre 1973 y 1975 y entre 1991 y 2001, que en todos los casos terminaron en estallidos inflacionarios que estuvieron muy cerca del 50% mensual, como en 1976, o lo superaron como en 1989 y 1990.

El nivel de desarrollo de la economía argentina no hubiera sido tan pobre si la inflación no nos hubiera castigado de la forma en que lo hizo. Sin inflación la tasa de crecimiento de los últimos setenta años hubiera sido mucho mayor.

Este debería ser motivo de análisis por parte de los economista argentinos, ya que es nuestro problema económico más importante. Pero ha sido poco estudiado, porque existe un cierto temor a opinar sobre este tema.

Algunos economistas y políticos acostumbran a ponerse sellos que los distinguen, y a ponérselos a sus colegas. Una distinción muy frecuente es entre *ortodoxos* y *heterodoxos*. Nadie tiene muy claro en qué consiste la diferencia, pero podemos

aventurarnos a decir que una de las principales es que los primeros creen que el incremento de la cantidad de dinero emitida para financiar el déficit del presupuesto produce siempre incrementos en los precios, por lo que sugieren disciplina fiscal. Los segundos, si bien aceptan que un crecimiento muy grande en la cantidad de dinero producirá inflación, son más proclives a pensar que existen otras causas, tal vez más importantes, como son los cambios en los precios relativos, los estrangulamientos del sector externo, la lucha por la distribución del ingreso y principalmente el comportamiento de los empresarios formadores de precios en un contexto oligopólico. Ningún economista sensato niega que todos los factores mencionados tienen relevancia en algún lugar del tiempo o del espacio, por lo que la distinción, a mi juicio, carece de sentido.

## 2. La evidencia empírica

Dado que la persistente inflación ha sido incorporada plenamente por los agentes económicos en nuestro país cuando forman sus expectativas, debemos tener en cuenta que los modelos y estimaciones econométricas realizadas en otros países son de relativa utilidad.

Con respecto a la experiencia argentina, hemos encontrado que entre 1956 y 1968 el dinero pareciera haber causado a los precios, o al menos, las innovaciones en M2 parecieran tener prelación temporal sobre los cambios en los precios, pero en el período comprendido entre 1968 y 1980, la relación se invierte y el dinero pareciera haberse comportado pasivamente, y la política monetaria simplemente ha incrementado la cantidad de dinero como consecuencia del incremento en los precios, ratificando de esta forma la inflación observada<sup>1</sup>.

Con posterioridad, estudiando el período comprendido entre 1970 y 2005 encontramos algunos resultados interesantes<sup>2</sup>. Si el incremento en la cantidad de dinero influye en los precios en la forma que predice la teoría cuantitativa, deberíamos observar que los signos de los coeficientes de la regresión son positivos para la variable que represente al agregado monetario elegido (en este caso, M2). Como trabajamos con coeficientes que

---

<sup>1</sup> Ver Navarro y Rayó (1983).

<sup>2</sup> Utilizamos el procedimiento de rezagos distribuidos con coeficientes variables, con filtros de Kalman y Mínimos Cuadrados Recursivos. (ver Navarro, 2005).

varían en el tiempo, pudimos ver que en algunos casos los signos son *negativos* y *estadísticamente significativos*, mientras que en otros resultan positivos.

¿Cómo puede ocurrir esto? La explicación es que si después de un período de alta inflación, se devalúa el tipo de cambio y se anuncia un programa de estabilización de precios creíble, aunque sea en el mediano plazo, las tenencias de dinero en términos reales se incrementan, por lo cual crece M2 mientras que los precios quedan constantes, anclados por el tipo de cambio. Pero cuando después de un cierto período de tiempo, si la emisión para financiar el déficit de Tesorería continua, el aumento en los saldos reales comienza lentamente a tener efecto en los precios y volvemos nuevamente al ciclo de devaluación y programa de estabilización.

### 3. Mecanismo de la transmisión de los aumentos en la cantidad de dinero

Todo lo expuesto anteriormente hace que la relación entre dinero y precios no sea para nada clara y nítida, sino que debe ser cuidadosamente analizada. Friedman suponía que un helicóptero visitaba a cada uno de los agentes económicos y les entregaba una cantidad de dinero adicional al que tenían, por lo que al observar que sus carteras estaban compuestas por medios de pago líquidos en mayor proporción a la que deseaban, que estaba determinada por su renta, la tasa de interés y la tasa de inflación esperada, decidían ir al mercado a comprar bienes, produciendo un incremento en los precios<sup>3</sup>.

En el mundo real las cosas no son tan simples. Si el gobierno gasta más de lo que recauda y se ve obligado a pedirle la diferencia al Banco Central, que para satisfacer los requerimientos de la Tesorería tiene que emitir dinero, el mecanismo de transmisión es más complicado.

En el caso argentino el activo sobre el que se vuelcan los aumentos de liquidez es el dólar. Pero si la tasa de interés que obtengo por un plazo fijo es del 30% anual, y creo que el tipo de cambio va a permanecer constante, es obvio que voy a preferir hacer un depósito a plazo, renovándolo frecuentemente, por si mis expectativas sobre el tipo de cambio se alteran. Así voy a obtener un rendimiento altísimo en dólares, que alguien de alguna manera está pagando para que me enriquezca.

---

<sup>3</sup> De igual forma, Patinkin (1951) suponía que las cantidades de dinero nominal de nuestras respectivas carteras, se duplicaban de la noche a la mañana, para realizar sus conocidos experimentos teóricos.

Si el déficit de la Tesorería sigue igual, la cantidad de dinero seguirá aumentando y un día los agentes económicos deciden volver al dólar, provocando la caída en las reservas, y seguramente una nueva devaluación con el consiguiente efecto inflacionario. Si la autoridad monetaria, en un último intento intentara aplicar restricciones cambiarias, daría más fuerza al proceso de sobre y subfacturación, y se reduciría a cero la entrada de capitales, que esperarán el tipo de cambio corregido para volver a empezar.

#### 4. La experiencia de Estados Unidos

La respuesta de la Reserva Federal (FED), según cuenta Bernanke (2013), a la crisis de los años 2008 y 2009, fue reducir la tasa de interés hasta niveles cercanos a cero. Esa acción no resultó suficiente, por lo que la FED realizó una importante compra de activos financieros, con el objeto de presionar más sobre la tasa de interés, y a través de ella, lograr la revalorización de esos activos. Como consecuencia de esa acción, la cantidad de dinero creció sustancialmente entre el año 2008 y el año 2014. La base monetaria, en ese período creció un 137%. Sin embargo, el resto de los agregados monetarios crecieron menos: M1 un 81% y M2 un 41%. En ese período el PBI en valores corrientes aumentó un 18%. Si el aumento de la cantidad de dinero se traduce en aumentos en los precios, nos preguntamos ¿porqué la tasa de inflación no acusó el impacto de ese incremento? La respuesta de Bernanke es que los agentes económicos no modificaron sus expectativas de inflación porque estaban seguros de que la FED no permitiría un desborde inflacionario, dado el costo que había tenido la estabilización de los años ochenta. Eso hizo que la demanda por dinero creciera como consecuencia de la baja de la tasa de interés y aumento del PBI a precios corrientes. Además ayudó a mantener los precios estables el todavía alto nivel de desempleo y el temor a la deflación, así como la reducción de los precios del petróleo (que habían tenido un rol importante en la inflación de los años setenta) y la revalorización del dólar que abarató las importaciones.

Es cierto que en Estados Unidos creció M2 sin que los precios lo registraran, pero como decimos más arriba, los incrementos en la cantidad de dinero producen aumentos en los precios, pero no siempre, porque dependen de la oferta monetaria, pero también del comportamiento de la demanda por dinero, que está determinada por la tasa de interés, la renta y las expectativas de inflación de los agentes económicos.

## 5. La experiencia actual

Nos encontramos en el comienzo de un nuevo ciclo, luego de la última devaluación, pero con un altísimo déficit de Tesorería, que con las reducciones de impuestos anunciadas, llega a alrededor del 8% del PBI, más dos puntos adicionales de déficit cuasi-fiscal.

Hace más complicada la situación el hecho de que la elevada presión fiscal no puede aumentarse para financiar el gasto con impuestos. Es cierto que el gasto público puede reducirse mediante la eliminación de subsidios a quienes no tienen apremios económicos y un uso más racional de los recursos, y que el gobierno cuenta con algunos meses de margen para actuar sobre el déficit de la Tesorería y sobre las finanzas de las provincias, cuyos déficits también se traducen en transferencias del gobierno nacional. Es también cierto que el país está relativamente desendeudado y que será posible, una vez acordado con los acreedores extranjeros en litigio alguna forma de pago, recurrir a los mercados internacionales para obtener financiamiento. Pero la experiencia de financiar el gasto corriente con endeudamiento externo que ya vivimos en el período de Martínez de Hoz en los setenta y con los gobiernos de Menem (en su última parte) y de la Rúa a fines de los años noventa, nos preocupa a todos. ¿No iremos a repetir la experiencia que tan malos resultados nos dio?

Todos los intentos de frenar la inflación manteniendo constante el tipo de cambio fracasaron, porque si bien el gobierno puede controlar el precio de las monedas extranjeras con un tipo de cambio fijo o con flotación administrada (crawling peg) eso tiene efecto sobre los bienes que son objeto de comercio internacional (bienes transados), pero los demás bienes (no transados), siguen creciendo y la disparidad entre ambos hace que el tipo de cambio nos se pueda mantener porque colapsan las reservas y las exportaciones, como sucedió en 1975, 1981, 1988, 2001 y 2015.

Como todos queremos que la política económica tenga éxito, para que Argentina recobre la senda del crecimiento de la que se ha apartado, es que nos preocupa qué va a hacer el gobierno con el déficit fiscal.

El efecto del dinero sobre los precios no es un problema con el que tenga que ver la ortodoxia o la heterodoxia. Es un problema que se resuelve solamente midiendo los efectos que tuvo en el pasado en nuestro país y aplicando el sentido común. Tampoco es una contradicción entre una forma keynesiana o no keynesiana de ver el problema.

Keynes en 1936, cuando publicó la *Teoría General*, estaba preocupado por la deflación, pero cuando asesoró al gobierno inglés respecto al gasto ocasionado por la Segunda Guerra, no aconsejó emitir dinero para financiarlo, sino colocar títulos para ser redimidos después de la guerra.

La situación requiere actuar sobre el déficit de la Tesorería, porque de lo contrario vamos a tener tal vez una reducción temporaria de la tasa de inflación, para vivir luego una nueva crisis como las que ya vivimos, que como en la leyenda de Prometeo, se repite una y otra vez con dolorosos resultados. La inflación no es neutral. A ella le debemos el haber crecido tan poco en los últimos setenta años y problemas sociales de todo tipo. Esta es la oportunidad de empezar de nuevo y quebrar el ciclo perverso en el que hemos estado sumergidos por tanto tiempo.

Mar del Plata, diciembre de 2015

## REFERENCIAS

Bernanke, B. (2013) *The Federal Reserve and the Financial Crisis*. New Jersey: Princeton University Press.

Navarro, A. y Rayó, A. (1983) "Precios, Causalidad y Dinero en Argentina" *Económica*, Mayo 1983.

Navarro, A. (2006) "Salarios, dinero, tipo de cambio y nivel de actividad y su influencia sobre los precios: la experiencia argentina". *Anales de la Academia Nacional de Ciencias Morales y Políticas*. ([www.a-navarro.com.ar](http://www.a-navarro.com.ar)).

Patinkin, D. (1956) *Dinero, Interés y Precios*. Madrid: Editorial Aguilar