POSIBILIDADES DE UNA POLITICA MONETARIA MONETARISTA EN UNA ECONOMIA INFLACIONARIA. ARGENTINA 1978-1981

Aldo A. Arnaudo (*)

(*) Universidad Nacional de Córdoba.

POSIBILIDADES DE UNA POLITICA MONETARIA MONETARISTA EN UNA ECONOMIA INFLACIONARIA ARGENTINA 1978 - 1981

1. Introducción

La propuesta básica principal para la política monetaria de la concepción monetarista (1) es que la oferta monetaria se ajuste a reglas y no a la discreción del ejecutor. Constituye un principio totalmente aceptado que las variables instrumentos son exógenas y pueden ser manejadas en el corto plazo. La intervención discrecional crea una serie de irregularidades y movimientos indeseados en los fines últimos de la política, mayores que los que se desea eliminar. De ahí la necesidad de fijar reglas invariables, conocidas y anticipadas por todos los agentes económicos acerca de los instrumentos monetarios y de su comportamiento en el futuro. Dichas reglas no deben modificarse aún cuando acontecimientos aparentemente corregibles con la política monetaria apartan la economía de los valores deseados (2).

El énfasis de la política monetaria antes enderezado hacia las tasas de interés (o la disponibilidad de crédito privado nominal) para lograr un nivel de producto, ocupación o balanza de pagos deseada, debe desplazarse a la oferta monetaria, o sea a la cantidad de dinero provista por la autoridad monetaria. Parece un principio operativo admisible que en general es imposible establecer márgenes de variación para la tasa de interés mientras se pueden fijar límites cuantitativos a la oferta monetaria. Por tal causa, límites o rangos de oscilación para el comportamiento futuro de componentes convencionales de la oferta monetaria se hicieron práctica común de la política monetaria en los últimos años. Para una economía estacionaria sin inflación y preferencias invariables, una oferta monetaria constante parece teóricamente una regla aceptable. Para una economía de tales características y crecimiento, el incremento de la oferta monetaria a la misma tasa del producto resulta aconsejable.

Las reglas para una economía estable pueden ser establecidas;

en cambio, sus características en un contexto inflacionario han sido poco discutidas. A diferencia de un país donde existe estabilidad de precios y el volumen real de activos financieros se adapta al conjunto de variables económicas, el aumento permanente del nivel de precios exige el ajuste simultáneo de todas las demás variables nominales. Por lo menos hay dos alternativas para una política monetaria monetarista en tales condiciones, si bien únicamente la segunda será objeto de consideración en lo que sigue: Primero, una política monetarista "activa", según la cual la restricción en la oferta monetaria trae una disminución proporcional o más que proporcional del aumento de precios. Segundo, una política monetarista "pasiva" donde la solución es proponer una suerte de equilibrio estático en las correspondientes tasas de crecimiento, en general aceptar el mantenimiento de una relación real estable entre oferta nominal monetaria e ingreso. En ambos casos la autoridad monetaria se mantiene completamente apartada de las tasas de interés de mercado. La estabilidad de la relación oferta monetaria e ingreso no es absoluta, máxime si está influída por una reforma financiera en la fijación de las tasas de interés o por la persecusión de la estabilización de precios. Mathieson (1980).

2. Proceso lógico de la política monetaria monetarista

Supóngase que la meta operativa (3) es una oferta monetaria (M) univocamente determinada, que debe igualar a la demanda correspondiente (M^d) a los efectos de evitar un desequilibrio en el mercado monetario que luego se difundiría a todo el sistema económico. M^d es fijada exogenamente por los agentes económicos, de manera que la función de la autoridad monetaria manejará M de tal modo que $M = M^d$. La proposición más sencilla de la concepción monetarista es que la relación entre la demanda monetaria y el ingreso nominal (n) depende tanto del valor de esta última variable cuanto de la tasa de interés. Si se representa por y e Y al ingreso real y nominal, respectivamente, P al nivel de precios e i a la tasa nominal de interés, una aproximación para una función homogenea, será

$$M^d = m(Y/P, i - \dot{P})\ Y = m(y, i - \dot{P})\ (y\ P) \qquad (A)$$

y, para una economía con estabilidad de precios, una variación en el tiempo (4)

$$\dot{M}^d_{\substack{\dot{P}=0 \\ i=\text{constante}}} = \dot{Y}\,(1 + e_{m.Y}) = \dot{y}\,(1 + e_{m.y}) \qquad (B.1)$$

Cuando $e_{m.y}$ es nulo, se llega al principio conocido que la expansión de la oferta de dinero en una economía estable debe igualar a la expansión del producto real. Establecer la tasa de crecimiento a largo plazo del producto real, que debe orientar la política monetaria, constituye un problema normalmente omitido como no sea la referencia a una tasa secular de crecimiento no especificada en forma concreta.

No hay una razón poderosa para que la relación entre el cambio en la cantidad de dinero poseída por el público y el cambio en el producto real, $e_{m.y}$ de la fórmula, varíe en el corto plazo. Este precepto es cierto en una economía estable o con un ritmo de inflación intermedio y con poca variación; es ingenuo esperar su vigencia en una economía sometida a un golpe inflacionario rápido tres o cuatro veces por arriba del considerado normal hasta ese momento. Si $e_{m.y}$ se hace negativo por esa causa, puede preguntarse si el nuevo valor de m permanecerá tan bajo como en el presente o luego de un tiempo retomará el predominante a largo plazo. Obviamente ocurrirá lo segundo, cualquiera sea el mecanismo y el tiempo que toma lograrlo (5).

Las variaciones de m y las sustituciones entre los distintos componentes de M^d no son, con todo, los elementos más importantes en una economía inflacionaria, donde ese papel está reservado a la inflación misma. En dicho ambiente caben dos alternativas, según la tasa nominal de interés esté fijada, o sea libre, en cuyo caso se ajusta a las condiciones del mercado y a las expectativas inflacionarias. El supuesto seguido aquí es que la tasa nominal de interés iguala la tasa de inflación (medida por el nivel de precios), o la supera en una pequeña magnitud constante, que es posible omitir sin descalificar el argumento. La fórmula anterior se transformaría en

$$\dot{M}^d_{\substack{\dot{P}>0 \\ i-\dot{P}=\text{constante}}} = \dot{y}\,(1 + e_{m.y}) + \dot{P} \qquad (B.2)$$

esto es, de nuevo si $e_{m.y} = 0$, la demanda monetaria tiene una tasa de

crecimiento igual a la suma de la de los precios y del producto real.

Existe la posibilidad de que la autoridad siga una política monetaria activa de estabilización y establezca de antemano el efecto de esa política sobre la demanda monetaria. Aceptando una m creciente a medida que el aumento de los precios se aplaca ($dm/d\dot{P}>0$, $d^2\dot{P}<0$) y una tasa nominal fija, una oferta que iguale a la demanda monetaria podrá ir reduciendo la tasa de inflación a un ritmo mayor que la tasa de crecimiento monetario.

Un problema de gran interés práctico es la determinación de la forma como se mide el ajuste de la oferta monetaria a la finalidad de mantener una relación estable entre las variables nominales. La magnitud deseada debe cumplir, en una situación de constancia del producto real ($\bar{y}$),

$$M(t) = M^d(t) = m\,\bar{y}\,P(t)$$

a lo largo del tiempo. El manejo exclusivo del cociente $M(t)/P(t)$ implica que las desviaciones ocurridas en el pasado se transmiten acumulativamente al futuro si se quiere dejar invariable m; de ahí la necesidad de establecer una regla para hacer las correcciones pertinentes. El valor comunmente usado de las tasas de crecimiento para mejor individualizar el comportamiento a corto plazo

$$\dot{M}(t) = \dot{P}(t)$$

es una condición suficiente, pero no necesaria, lo cual implica quizás que se está siguiendo un criterio para juzgar la política monetaria más severo de lo indispensable.

La autoridad monetaria no tiene poder sobre la demanda monetaria ni sobre la oferta monetaria global, de modo que solo puede afectar variables que hacen a la base monetaria (M_o), que se convierten así en los instrumentos de la política monetaria propiamente dichos, así como algunos que afectan la relación entre oferta y base, el multiplicador de la oferta monetaria (k). La expansión de la base monetaria ocurre como consecuencia de las operaciones externas, las cuales a su vez están calificadas según la política cambiaria en la fijación del tipo de cambio, de las realizadas con el sistema financiero y las de financiación

del déficit fiscal, en tanto que el multiplicador es función de los efectivos mínimos bancarios (r) y otras variables exógenas

$$M = k(r) \cdot M_0 \qquad M = k(r)\, M_0$$

si la elasticidad del multiplicador es $e_{k.r}$, se tendrá

$$\dot{M} = e_{k.r}\, \dot{r} + \dot{M}_0 \qquad (C)$$

3. Requisitos monetaristas para la política monetaria argentina 1978-81

Las características de la política monetaria en dicho período pueden referirse tanto a indicadores como a instrumentos. La determinación del indicador primario de política se hará aceptando dos simplificaciones centrales; por un lado, la relación entre la demanda monetaria y el ingreso, ambos en términos reales, permanece fija; por otro, la tasa de inflación no tiene efecto sobre el ingreso, y es suficientemente grande respecto al crecimiento del producto, para que la tasa correspondiente a este último sea considerada irrelevante para el cálculo (6). Siguiendo con las relaciones algebraicas

$$m = \bar{m} \qquad (1.a)$$

$$\dot{y} = 0 \qquad (1.b)$$

$$\dot{M} = \dot{P} \qquad (2)$$

La relación (2) implica la simple regla de aumentar la oferta monetaria a la misma tasa que el aumento de los precios (relación B.2 con supuestos 1.a y 1.b).

Como se sabe, el concepto de M ha sido materia controvertida y además distintas variables se han disputado ser la más representativa. Barnett, Offenbecher y Spindt (1980). Entre los dos más relevantes se cuentan la oferta monetaria en una acepción amplia comprensiva del circulante en manos del público y los depósitos de todo tipo en el sistema financiero (M_3 = M) (7) y el crédito interno privado y público (C = M). Ambas son magnitudes reconocibles y medibles, de modo que se califican como candidatas o "proxies" para analizar la operación concreta de la acción monetaria. Su distinción puede considerarse meramente formal en un modelo muy simplificado, donde la diferencia entre las dos estará da

da por las reservas bancarias y éstas serán muy próximas a las legales en un mabiente inflacionario y con su remuneración parcial. Si esto es así, la tasa de crecimiento de ambas variables debería ser la misma.

Una vez elegido el indicador de política, el siguiente paso es tratar de colegir la mejor variable que tenga en cuenta el curso efectivo de los precios, una cuestión suficientemente conocida y debatida para repetirla aquí. Más importante es señalar que la percepción puede ser distinta para los tenedores de activos financieros incluídos en la oferta monetaria que para los deudores de préstamos incluídos en el crédito interno: mientras los primeros probablemente tendrán en vista los precios minoristas, los segundos mirarán los precios mayoristas y eventualmente el tipo de cambio.

Yendo a los instrumentos para lograr una meta deseada para M, la política monetarista predica un valor constante o con una tasa de crecimiento dada para el conjunto de los efectivos mínimos -que son el principal determinante del multiplicador- y de la base monetaria. En particular la base monetaria debe ser exógena, o al menos la parte manejada por el banco central, completamente al margen de la tasa de interés que exista en el mercado.

$$\dot{M} = \sum_{i=1}^{n} e_{k_i \cdot r_i} \dot{r}_i + \dot{M}_o \qquad (3)$$

$$M_o \neq M_o(i) \qquad (4)$$

4. Actividad o pasividad de la política monetaria

Antes que nada es bueno destacar que las fuentes de creación monetaria dirigidas al sistema financiero a través de préstamos y redescuentos fué insignificante. El redescuento no fue en modo alguno un instrumento de política, tanto porque las disposiciones no lo previeron como modo normal de obtener fondos por parte de los intermediarios y las únicas causas admisibles para éstos sólo eran situaciones transitorias de iliquidez, cuanto porque la tasa de interés cargada por tales operaciones los hacía completamente antieconómicos para quien recurriera a ellas (8). La situación se hizo un poco menos rígida con posterio-

ridad a la denominada crisis financiera de Abril de 1980 pero sin variar en esencia el comportamiento analizado. Arnaudo (1981a).

De acuerdo a la definición inicial, una política monetaria monetarista activa en una economía inflacionaria debería tener por lo menos como características: primero, un aumento cercano a cero en la oferta monetaria para lograr la estabilidad de precios ($\dot{P} = 0$); segundo, mostrar una causación de oferta monetaria a precios. Ambos requisitos no son cumplidos por la política monetaria argentina por lo cual esta posibilidad es descartada sin más (9). En cambio, una política pasiva debería tener tasas de crecimiento similares en materia monetaria (relación 2); una completa compensación entre base monetaria y multiplicador (relación 3) e independencia de la tasa de interés de los instrumentos monetarios, en particular la base monetaria (relación 4). Además debería haber indicaciones de que la causación va desde los precios a la oferta monetaria; incidentalmente, dicha causación apoyaría la inexistencia de una política activa.

La dirección de la causación, en sentido restringido, está basada en argumentos puramente estadísticos desarrollados por Sims (1972)(10), confirmados por otros cualitativos basados en la realidad económica argentina. El criterio de Sims es que una variable no puede considerarse causada por otra a menos que en una regresión con diferentes valores temporales de las dos variables se demuestre: primero, los valores de la variable endógena son explicados por el valor actual y pasados de la variable exógena; segundo, los valores de esta última no se encuentran influenciados por los valores presente y anteriores de aquella.

La explicación de la prueba de Sims (Tabla 1) no puede hacerse sin una previa consideración económica. Los valores de $\dot{M}_3$ en la regresión de $\dot{P}$ son los mayores encontrados, no obstante que el valor del coeficiente para dicha variable no es distinto de -1. Se puede ver que los valores futuros de $\dot{M}_3$ son los que explican esta anomalía pues en los dos períodos siguientes suman cerca de esa cantidad. Por el contrario, la suma de los valores de los coeficientes de $\dot{P}$ en el pasado que tienen carácter significativo son cercanos a 1. Esto es aplicable a valores de $\dot{M}_3$ y $\dot{P}$ sin corregir (11), como a valores con un componente temporal ($\dot{M}_3^t$, $\dot{P}^t$)

para tener en cuenta que la tasa de inflación puede haber bajado con el paso del tiempo. Hechas dichas consideraciones, de acuerdo a la Tabla la causación va desde los precios a la oferta monetaria.

El cumplimiento de la relación (2) muestra tres características principales. Primero, si se toman los activos financieros en forma amplia (12) en términos reales (más precisamente en relación con el nivel de precios minoristas) se observará que no muestran mayores alteraciones. A los precios del mes, el incremento de $\dot{M}_3 - \dot{P}$ es 0.237% mensual, y al promedio de los del año anterior -para una inflación levemente declinante- un -0.452% también mensual. Ello significa que pueden compensarse estas discrepancias por los cambios en el ingreso si se acepta que el público adapta sus decisiones al ritmo de inflación (13). Segundo, el crédito interno experimentó un crecimiento considerable, y si se toman los precios mayoristas del mes, la diferencia de tasas llegó al 2.394% mensual promedio. Tercero, la conexión entre activos financieros o crédito y tasas de interés, sean nominales o reales, es bastante tenue y válida solamente en presencia de variaciones importantes.

5. Acciones sobre el efectivo mínimo

El instrumento esencial a considerar en la ecuación (3) es el efectivo mínimo, pudiendo los otros dos elementos que afectan el multiplicador, preferencias del público y de los intermediarios financieros, consultarse en Uriarte (1982). Se estableció como finalidad -sin perjuicio de la regulación misma- bajarlo desde el valor inicial excesivamente alto (o de crédito anormalmente bajo) hasta uno conciliable con la operación normal del sistema financiero. Del 45% (1977) se pasó en algo más de dos años a uno comprendido entre el 10 y el 15%. Ahora bien, no fué cualquier política de efectivo mínimo la que se diseñó, sino una política que actuara sobre los efectivos medios y no sobre los marginales. Esta decisión es explicable puesto que la baja esperable y prevista era importante y no se partía de una situación donde fuera el normal. Lo que es aceptable para aquella finalidad se convierte en un inconveniente serio para una administración monetaria flexible que, en la imposibilidad de operaciones de mercado abierto, muchas veces se recomienda e-

Tabla 1. Regresiones para determinar la causalidad en el sentido de Sims entre $\dot{M}_3$ y $\dot{P}$

(primera variable endógena, la otra exógena)

Período	$\dot{P}$ - $\dot{M}_3$			$\dot{M}_3$ - $\dot{P}$			$\dot{P}'$ - $\dot{M}_3'$		$\dot{M}_3'$ - $\dot{P}$	
2	0.655 (2.345)	0.572 (1.771)		-0.265 (0.298)	0.033 (0.442)		0.576 (2.030)		-0.045 (0.342)	
1	0.641 (1.792)	0.771 (1.896)		0.061 (0.647)	-0.062 (0.077)		0.623 (1.689)		0.038 (0.277)	
0	-0.969 (2.758)	-0.787 (2.021)	-0.061 (0.189)	-0.184 (1.983)	-0.139 (1.756)	-0.173 (1.052)	-1.011 (2.797)	-0.098 (0.311)	-0.203 (1.483)	-0.207 (1.664)
-1	0.436 (1.239)	0.344 (0.976)	0.212 (0.508)	0.110 (1.140)	0.164 (2.013)	0.125 (1.368)	0.397 (1.095)	0.206 (0.493)	0.107 (0.751)	0.116 (0.859)
-2	0.064 (0.176)	-0.016 (0.045)	-0.022 (0.052)	0.242 (2.635)	0.155 (1.949)	0.246 (2.784)	0.043 (0.117)	-0.030 (0.070)	0.277 (2.039)	0.285 (2.187)
-3	-0.356 (1.284)	-0.157 (0.502)	0.002 (0.005)	0.313 (3.520)	0.179 (2.284)	0.301 (3.573)	-0.439 (1.559)	-0.038 (0.121)	0.355 (2.697)	0.342 (2.750)
-4 -6		-0.111 (1.263)			0.145 (4.891)					
Constante										
	0.036 (2.041)	0.043 (2.186)	0.062 (3.029)	0.041 (4.671)	0.023 (2.927)	0.042 (5.478)	0.066 (7.110)	0.071 (6.567)	0.014 (1.052)	0.013 (1.161)
R^2	0.345	0.379	0.011	0.485	0.672	0.481	0.304	0.007	0.347	0.345
D-W	1.118	1.195	0.958	0.896	0.879	0.882	1.005	0.942	0.448	0.437

ría alterarse ante variaciones de la conducta de los depositantes al márgen de las intenciones o las políticas de la autoridad monetaria. Si existiesen depósitos a la vista con efectivos más altos que los depósitos a plazo, una variación en las preferencias o en la tasa de interés que transformara los primeros en los segundos, aumentaría el multiplicador y la oferta monetaria. Estos cambios no se producirían con un efectivo uniforme (15). Sin embargo quedaron tres fuentes de inestabilidad imposibles de corregir. Primero, el efectivo de sustituciones entre otros activos (títulos públicos, divisas, por ejemplo) y los financieros, ya que en última instancia el problema no depende de la consistencia teórica de la definición para unos y otros sino de su determinación concreta por la autoridad monetaria. Segundo, las sustituciones entre moneda en circulación y depósitos a la vista, relación que no se ve mayormente reducida en la medida que éstos no sean remunerados y el rendimiento de ambos sea inverso a la tasa de inflación. Tercero, a las discrepancias que existen entre las reservas reales y las reservas legales de los intermediarios financieros, si bien probablemente tampoco alcanzan magnitudes de proporción en un ambiente inflacionario.

El simple examen de la evolución de los efectivos mínimos legales permite hacer una separación en el período, poniendo aproximadamente en una categoría el lapso que va hata Enero de 1980 y en otra los meses desde entonces. El primero se puede caracterizar como la transición de una situación con valores altos a la normal, luego de la cual serían utilizados con fines de regulación monetaria. Este período de transición, de rebaja del 45% al 15%, fundamentalmente está concentrado en los segundos semestres de 1978 y 1979. La potencia del instrumento es incrementada si se mira a través de la forma convencional de tratar el efecto del cambio de 1 punto; una rebaja de esa magnitud implica un aumento del 1.7% en el multiplicador para un efectivo de 45%, en tanto es del 3.4 y 4.1% respectivamente cuando el efectivo es del 15 y 10% (se ha supuesto que la relación efectivo/depósitos es del 0.15). Estas cifras advierten, además, de la importancia cuantitativa de la baja o suba del efectivo mínimo.

Como se ha dicho, en el primer período los efectivos mínimos repercutían como fuente no convencional de aumento de la base monetaria.

fectivizar con efectivos marginales adicionales.

La dificultad esencial de los efectivos medios es que tienen una influencia exagerada sobre la rentabilidad de las instituciones, creando una gran incertidumbre sobre los efectos financieros de la política monetaria. En consecuencia, se hace indispensable remunerar las reservas exigidas por arriba de las "normales" o que existirían si no fueran reglamentadas legalmente. El problema había sido resuelto en el país en casos similares, aunque no en forma sistemática, permitiendo la inversión de las reservas en títulos públicos, pero ahora se estableció una remuneración a las reservas por depósitos a plazo, igual a la tasa de interés pasiva (14), compensada en parte por un impuesto sobre la capacidad prestable de los depósitos a la vista, que no son explícitamente remunerados. Los cambios en el efectivo mínimo medio como consecuencia de este arreglo, si bien mantienen su influencia sobre la rentabilidad financiera, implican cambios de reducida trascendencia que pueden ser absorbidos por la operatoria normal de las entidades financieras.

Si bien un equilibrio entre los montos de la remuneración de los depósitos a plazo y el impuesto sobre los depósitos a la vista, aunque no haya justificación teórica alguna, puede ser deseable como meta alternativa a la más común de la transferencia de esa carga a los depositantes y demandantes de crédito, no podría haberse producido inicialmente con un efectivo anormalmente alto. De ahí que se produjera una transferencia a cargo de la autoridad monetaria igual a la diferencia entre ambos valores y cuyo beneficiario inmediato -es imposible identificar el beneficiario final- fué el sistema financiero. Sin embargo, hay una repercusión más importante que ésta, y es el efecto sobre la base monetaria, que se vió ampliada por esa circunstancia, sin constituir una decisión expresa e independiente de la autoridad monetaria.

La otra característica del efectivo mínimo es que fué fijado de manera uniforme para todo tipo de depósito. La razón esgrimida era aislar la política monetaria de los cambios que pudieran producirse en la demanda monetaria, especialmente en un ambiente altamente inflacionario donde se liberaran completamente las tasas de interés. El multiplicador monetario es una función de las proporciones que el público desea mantener de los distintos activos, de modo que la oferta monetaria debe

Es difícil cuantificar su efecto, pero si se toma la tasa de crecimiento en relación a la base monetaria total, alcanza a casi el 3%, entre un cuarto y un tercio a la tasa total, todos los valores en términos mensuales. Obviamente esta magnitud disminuyó con la baja de los efectivos mínimos ocurrida en la segunda mitad de 1979 y 1980, llegando a cifras muy pequeñas en Diciembre de 1979 y negativas el mes siguiente. La diferencia entre la remuneración de las reservas de los depósitos a plazo y lo recaudado por impuesto a la capacidad prestable de los depósitos a la vista, para la distribución entre ambos existente en el país, desaparece para un efectivo mínimo entre el 15 y 20%.

Con un efectivo del 15% a principios de 1980 la fase de su uso como instrumento de política debía dar comienzo, asegurando de paso un mayor control sobre la base monetaria. El impuesto sobre los depósitos a la vista tenía consecuentemente que hacerse cada vez más pesado, lo cual hubiera incidido sobre las tasas de interés, circunstancia que la autoridad monetaria quería evitar y consideraba con simpatía su reversión al hacerse más pequeña la carga remunerativa por las reservas. Para atemperar el efecto impositivo se acudió a una disposición, que también debe catalogarse como instrumento de política aunque de menor importancia, aumentando la parte exenta de los depósitos a la vista, la cual se duplicó a lo largo de 1980.

Estas calificaciones aparte, las cifras de las tasas de crecimiento de la oferta a partir de 1980 recién permiten la sustitución, aunque imperfecta, de los últimos dos tipos de instrumentos y del manejo de uno u otro para mantener una oferta monetaria relativamente estable. Algunos valores negativos en la tasa de variación del multiplicador por aumento del efectivo mínimo se llevaron a cabo presumiblemente por variaciones indeseadas de la base monetaria. Posteriormente, y a poco de iniciada la anterior, una política esencialmente errática en cuanto a su administración concreta e irrestricta parece haber comenzado a mediados de 1980. (Gráfico 1).

El otro efecto previsible era el crecimiento más rápido del crédito interno que de la oferta monetaria pues el multiplicador de la base monetaria para la primera variable crece más que el de la segunda ante una baja del efectivo mínimo. Más precisamente, la razón del multi

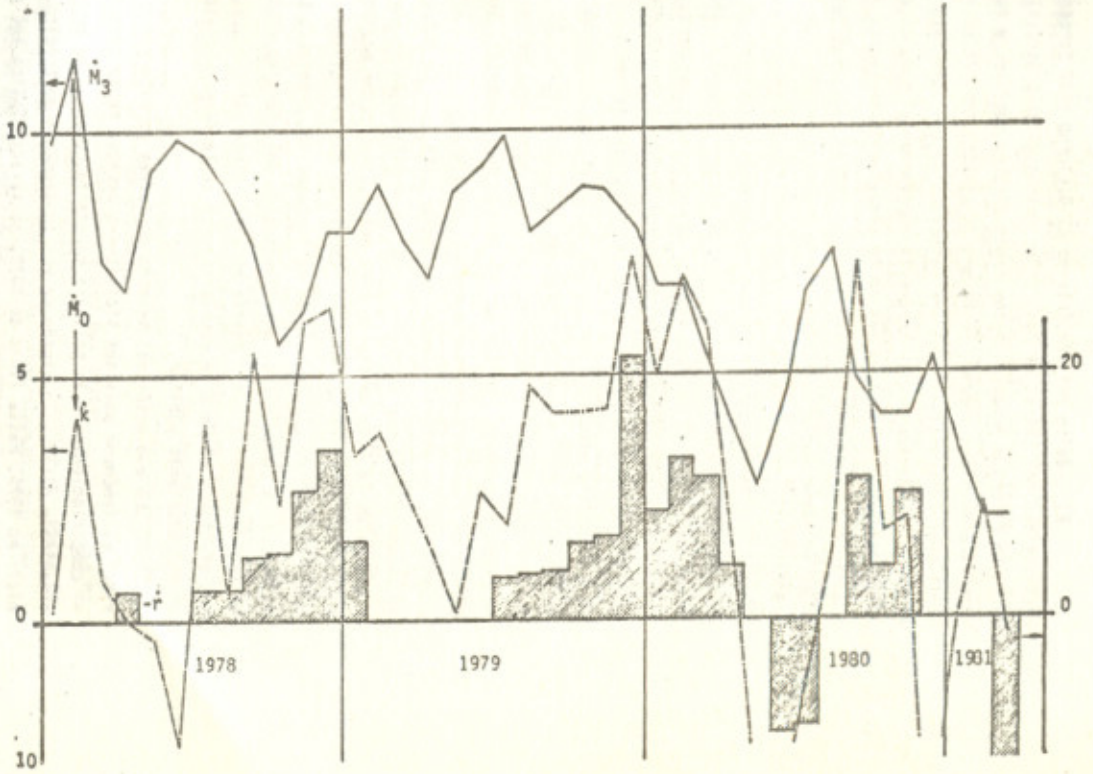
plicador del crédito al multiplicador de la oferta monetaria aumenta con las reducciones del efectivo mínimo y del coeficiente de circulante sobre el total, independientemente de los efectos de éstos sobre ambos multiplicadores. Ello es visible en los segundos semestres de 1978 y 1979 cuando se aplicó la política de reducción de los efectivos mínimos.

6. Base monetaria y tasa de interés

La demostración de que la base monetaria no fué independiente de las tasas de interés y de que éstas tuvieron una gran influencia sobre aquélla no reside en manipulaciones estadísticas -aunque éstas podrían confirmarlo- sino a través de tres proposiciones que serán analizadas sucesivamente. Primero, el déficit fiscal tuvo una magnitud de consideración y no pudo reducirse, por el contrario se amplió en el período bajo consideración. Segundo, la forma de financiación del déficit fiscal fué una variable usada por la autoridad monetaria para determinar los efectivos mínimos y la estructura de las tasas nominales de interés. Tercero, no hubo operaciones de compensación que hubieran permitido el manejo de la base monetaria, lo que resultó afectada por dichas tasas nominales de interés.

El primer elemento indispensable para apreciar la repercusión monetaria del déficit fiscal es cuantificar su magnitud, observación de donde se deducirá que la administración monetaria no ha tratado en lo posible más que de reducir la influencia de este factor exógeno. Tomando la proporción del gasto total nacional no financiado con recursos impositivos -es sabido que las discrepancias originadas en los niveles provinciales y municipales recaen finalmente sobre aquél- se podrá apreciar que dicha magnitud hasta Octubre de 1980 no está alejada de un tercio, llegando a casi la mitad después que con esa fecha se efectiviza una reforma impositiva de importancia. Una relación con referencia al producto implicaría considerar variaciones estacionales difíciles de abordar. Debido a la disposición legal que hace del banco central el agente financiero del Gobierno para la colocación de sus empréstitos, no sería correcto realizar un análisis del efecto monetario del déficit fiscal sin un examen de la forma global de financiamiento.

Gráfico 1. Oferta monetaria, base monetaria, multiplicador (% mensual de crecimiento) y efectivos mínimos (% mensual de aumento o disminución sobre el del mes anterior)



El crédito privado interno al Gobierno está formado casi con exclusividad por Letras de Tesorería, introducidas y generalizadas en 1976, en reducida proporción los demás títulos públicos y en medida insignificante otros rubros. Al margen de ajustes temporales causados por cuestiones informativas, hay una concordancia bastante perfecta entre el monto registrado por la Tesorería gubernamental para el crédito público interno, las variaciones en la circulación de Letras de Tesorería y el rubro de valores públicos poseídos por el sistema financiero. Luego de un breve período inicial cuando los títulos públicos fueron a manos distintas de las de las instituciones financieras, estas últimas pasaron a ser la fuente esencial del endeudamiento interno. A primera vista pareciera que el crédito interno al sector público no tiene otro efecto que el normal de todo crédito del sistema financiero. Es una verdad a medias por dos causas principales. Primero, la colocación de letras afecta la tasa de interés de los préstamos privados y a corto plazo los precios esperados por muchos sectores, en consecuencia, el ritmo de inflación autónomo o gobernado por las expectativas. En alguna medida, por un proceso de "crowding out", una mayor tasa es resultado de una mayor demanda de crédito por el sector gubernamental. Segundo, aún cuando se sigan ortodoxamente reglas cuantitativas sobre los agregados monetarios, es difícil aceptar cualquier alta tasa de interés que sea su consecuencia; más frecuente será una modificación en aquellos, no ya a través de la base monetaria sino del multiplicador mediante una disminución de los efectivos mínimos. Partiendo del principio, consciente o inconsciente, de que un aumento de la capacidad prestable baja la tasa de interés a corto plazo, una disminución del efectivo mínimo impide una suba al nivel a que llegaría en otras circunstancias, y viceversa. Los efectivos mínimos se convierten así en la forma mediata de manejar el endeudamiento público.

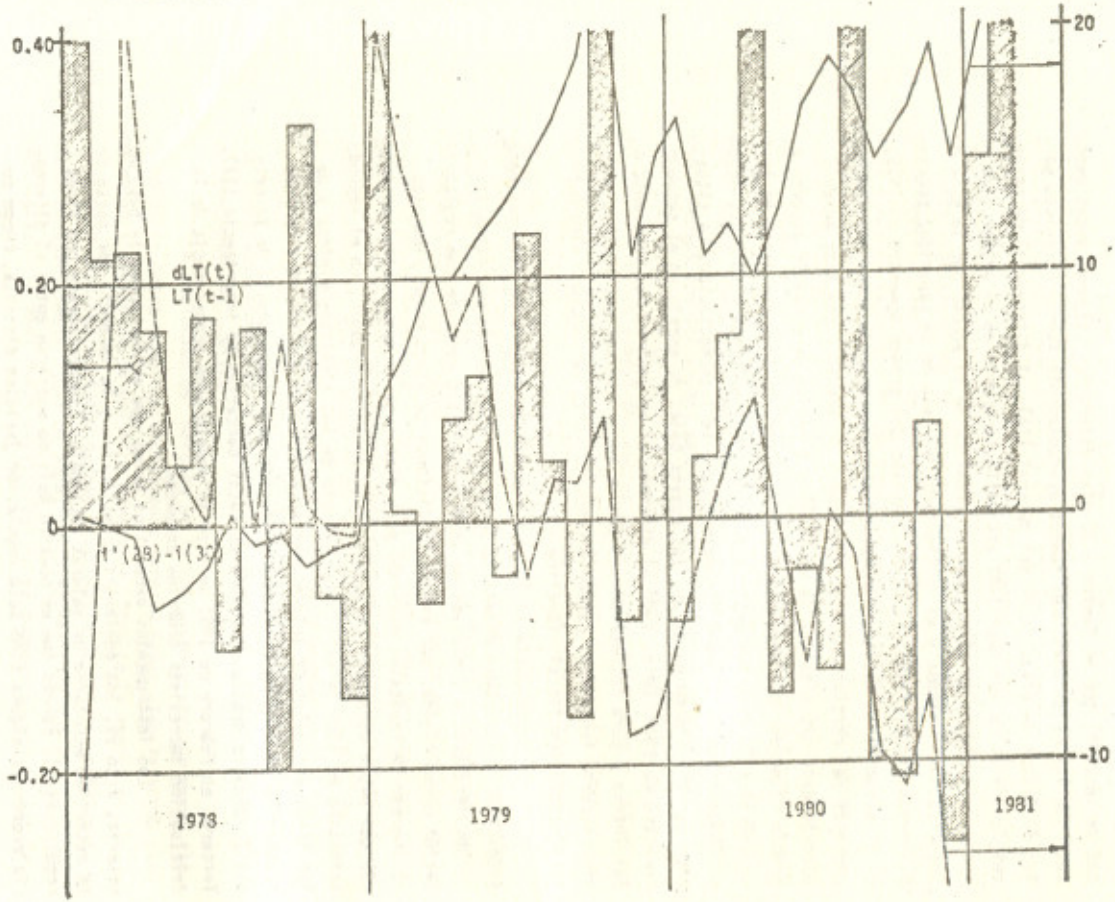
La evolución del mercado de letras permite ver con mayor claridad el fenómeno pues sus vicisitudes parecen haber sido la norma para el comportamiento de la política monetaria. Como se ha expresado, la creación y desarrollo rápido de ese instrumento de crédito público se inicia en 1976. Hasta fines de 1978, su característica fué el ser de muy corto plazo, lo cual puede verificarse en el comportamiento de las ta-

sas de interés, que no fueron a 28 días diferentes (algunas veces menores) que las de 14 días. Los fondos aparentemente fueron recogidos de los depósitos de plazo menor del mensual (16); el diferencial de tasas respecto a la de los depósitos era bastante grande en el primer semestre de ese año, y en el segundo el problema no se agravó por la baja de los efectivos mínimos y el consiguiente aumento de la capacidad prestable del sistema financiero. Con el arribo del primer semestre de 1979, el diferencial de tasas subió abruptamente extrayendo todos los fondos posibles del cortísimo plazo, y entonces se acudió a una tasa mensual notoriamente más alta que la de 14 días a efecto de permitir acceder a fondos recogidos con depósitos a dicho plazo. En todo ese lapso la tasa de letras a 28 días fué mayor que la tasa de depósitos a 30 días, dando así incentivos al sistema financiero para la intermediación. La situación se revirtió en parte con las nuevas bajas de encaje en el segundo semestre de 1979. Desde 1980 el diferencial en general fué favorable a las letras y para obtener fondos tuvo a veces que ser sustancial, pero sin lograrse tendencia, patrón o comportamiento reconocible alguno en la financiación fiscal. (Gráfico 2).

La dependencia de la tasa nominal de interés de factores manejados por la autoridad monetaria puede ser corroborado por otros tres hechos. Primero, a comienzos de 1978 se permitió mediante una reglamentación menos rígida, por exigir condiciones de plazo menos rigurosas, el ingreso de capitales externos para disminuir la tasa nominal de interés que había alcanzado su tope a fines de 1977. Segundo, en el segundo trimestre de 1980 se utilizó el aumento de los efectivos mínimos y de las tasas nominales de interés del endeudamiento público para contrarrestar la pérdida de confianza producida como consecuencia de la crisis financiera debida al cierre de casas bancarias de importancia (17). Tercero, en Febrero de 1981 se hizo lo propio como consecuencia de la devaluación imprevista ocurrida entonces.

Los instrumentos expansivos puros que actúan sobre la base monetaria, esto es, los adelantos transitorios y la tenencia por parte de la autoridad monetaria de valores nacionales (supuestamente con fines regulatorios), rubros que en nuestro país no muestran entre sí diferencia económica alguna sino solo regulación jurídica distinta. Luego de

Gráfico 2. Colocación de Letras de Tesorería y diferencias entre sus tasas de interés (i') y la tasa de interés para depósitos a plazo (% anual para títulos de 14, 28 y 30 días respectivamente)



1978 y 1979, cuando la absorción de letras se incrementa de manera sustancial (más o menos tres veces a lo largo de cada uno de estos dos años), la financiación con base monetaria adquiere relevancia, sin desdecir todavía que la mayor parte de los fondos haya provenido de operaciones originadas en créditos del sistema financiero impulsados por cambios en los efectivos mínimos. En balance, excepto para los últimos meses del período analizado, la financiación del gasto público se hizo con la baja de los efectivos mínimos antes que con la expansión de la base monetaria.

Los elementos anteriores permiten delinear las pautas del manejo de la política presupuestaria en el período. La conclusión general no es solo que el déficit no fué disminuído en magnitud significativa, sino que las fuentes de financiación fueron circunstanciales, sin norma predecible alguna, por lo cual las reglas monetarias tuvieron que ponerse al servicio de aquél. En definitiva, si podía argumentarse que la política monetaria siguió a un proceso inflacionario autónomo e ingobernable como meta general, su forma de aplicación estuvo signada por las veleidades del déficit presupuestario.

7. Sector externo y base monetaria

En qué medida se produjeron operaciones externas de compensación para lograr una base monetaria y una oferta monetaria (en términos reales?) estables. Los efectos del sector externo sobre la base monetaria deben ser analizados a través de dos rubros, las compras y ventas de divisas (registradas en una cuenta que incluye el oro) y las diferencias de cambio, que presuntamente incluyen otros rubros que los de dicha denominación. Las demás cuentas tienen una importancia descartable y nacen de operaciones contables antes que de movimientos monetarios de la economía doméstica. Respecto a las compras y ventas de divisas, obviamente la cuestión reflejaría la política cambiaria que se siga, punto cuyo tratamiento será excluído del presente. Si bien es posible en hipótesis que las políticas cambiaria y monetaria hayan sido pensadas en forma simultánea, difícilmente el principio sea aplicable a la Argentina, máxime cuando desde 1979 la primera tuvo declarados propósitos estabilizadores y en todo caso se ajustó a reglas fijadas de antemano y

no a la discrecionalidad indispensable para seguir el proceso inflacionario.

Salvo excepciones sin trascendencia y el cierre de bancos a principios del segundo trimestre de 1980, sistemáticamente se asistió a la compra neta de divisas hasta más allá de mediados de ese año, producto esencialmente del ingreso de capitales externos a corto plazo, los cuales permitieron un incremento rápido de las reservas del banco central. Las disposiciones sobre entrada de fondos externos se fueron haciendo cada vez menos limitativas hasta prácticamente desaparecer. Frenkel (1980). El aumento de reservas con un tipo de cambio que trató de reflejar la diferencia entre la inflación interna y la internacional llegó a 1.500 millones de dólares en el segundo semestre de 1977 y a una cantidad un poco mayor en 1978, revirtiéndose en el último trimestre de ese año. 1979 se inició con un tipo de cambio practicamente garantizado por la autoridad económica bastante por debajo de la tasa diferencial de inflación y por consiguiente permitió ese año el incremento de las reservas en 4.000 millones de dólares. Esa situación cambió poco en el primer trimestre de 1980; de ahí en adelante estuvo signada por las expectativas sobre el mantenimiento del tipo de cambio declarado, se agudizó luego en forma rápida el proceso inverso de compra por los particulares por la permanencia del compromiso de la autoridad económica y en poco tiempo se perdieron la mitad de las reservas acumuladas.

No obstante, tres razones principales impiden una estricta correspondencia entre la negociación de divisas, con un efecto monetario discernible, y las reservas en moneda extranjera, cuya evolución se ha mencionado antes. Primero, se presenta un problema de valuación que no permite trasladar los valores en moneda doméstica a la extranjera, supuesto que se hubiera superado de reflejarlos en una sola unidad, el dólar para ser precisos. En un ambiente inflacionario es posible vincular los últimos tipos de cambio con las adiciones o detracciones marginales del sector externo, pero esta relación no es muy segura en la práctica. Las relaciones entre las variables en moneda nacional y en moneda extranjera no tienen una conciliación en las estadísticas oficiales, no obstante lo cual no están demasiado alejadas (18). Algunas decisiones de política, y no de valuación, como son la venta de divisas por debajo

del tipo de cambio deben registrarse como diferencias de cambio. Segundo, hay operaciones en divisas de cuenta que dan lugar a modificaciones monetarias y no son computadas como reservas. Por último, existen innumerables operaciones, las más importantes de crédito, que repercuten en las reservas sin implicar negociaciones de divisas. Estas consideraciones explican las razones por las cuales las alternativas informativas tienden a buscarse tanto en las fuentes registradas de creación monetaria por el sector externo cuanto por los cambios en las reservas del banco central.

Independientemente de las compras de divisas fomentadas por la política cambiaria, la contrastación de cifras muestra que una buena parte de las reservas fue creada indirectamente para financiar el déficit fiscal. La entrada de capital externo por parte de las autoridades gubernamentales está vinculada con la forma de financiación del déficit presupuestario y constituye una fuerte presunción en tal sentido. Probablemente se pensaba que ésta era una forma menos inflacionaria de expansión, un punto que todavía está por probarse.

8. Conclusiones

Sin perjuicio de la conclusión general en contra de una política monetaria monetarista en cualquiera de sus formas en un ambiente inflacionario que resulta de su definición misma, la experiencia argentina de 1977 a 1981 refirma algunos puntos centrales. Primero, en la práctica pretender traducir en proposiciones concretas de orden cuantitativo los principios conceptuales del modelo monetarista conduce a reglas imperfectas de discreción. La pasividad de la política monetaria a una tasa exógena de inflación tuvo su sustento en la impracticabilidad de otras reglas. Más aún, es posible que una política activa en el sentido tradicional, de haberse intentado, no habría podido implementarse en un ambiente de inflación ingobernable.

Segundo, la administración irrestricta de la política desde 1980, cuando habían desaparecido las anormalidades que enfrentó la reforma financiera, se condujo en un marco de incertidumbre tal que las medidas fueron la consecuencia de la reacción a las circunstancias antes que el producto de una acción deliberada.

Tercero, la presencia de un déficit fiscal de la magnitud del experimentado fue el actor oculto de las decisiones monetarias, independientemente de su efecto inflacionario. Se ha visto, por ejemplo, que ha sido el determinante de variaciones del efectivo mínimo, por lo cual en forma mediata ha sido el factor condicionante del volumen de crédito provisto por el sistema financiero. Quizás no sería errado atribuirle la causalidad de la elección o combinación de los instrumentos de política monetaria.

NOTAS

(1) Por razones prácticas, se supondrá que el estado actual del debate se encuentra resumido en la polémica entre Laidler (1981), Tobin (1981) y Matthews (1981), Meade (1981) y Tobin (1981). Chick (1979) considera, por el contrario, que hay tantos monetarismos como economistas monetaristas.

(2) Matthews, en la discusión antes mencionada cuestiona la no discrecionalidad de las reglas en la práctica pues hay que decidir las metas en su aspecto cuantitativo, la naturaleza de los apartamientos, etc. Abusando del concepto de "fine tuning" (una elaboración de la escuela keynesiana para otro fenómeno), considera que debe aplicarse a los instrumentos monetarios.

(3) Es preciso definir ciertas variables intermedias, aún cuando la conexión entre éstas y las metas finales no sea vislumbrada más que de manera imperfecta. Estas magnitudes suelen llamarse con distintos nombres, y se utilizará indistintamente el de metas operativas o indicadores de política. Arnaudo (1972), Cap. 9 y Brunner y Meltzer (1967).

(4) En materia de notación, un punto sobre la variable significará en adelante la tasa de crecimiento y $e_{x,Y} = (Y/x) \cdot dx/dY$.

(5) Al margen de que las situaciones no sean comparables en su totalidad, de las imprecisiones estadísticas, las diferencias definicionales y otros factores, una recomposición semejante de m posterior a 1958 se produjo después de 1975. Los guarismos son bastante significativos al respecto

Años	m' (Activos monetarios)	m" (Activos no monetarios)	m (Total)
1957	0.238	0.083	0.321
1958	0.246	0.074	0.320
1959	0.185	0.051	0.237
1960	0.176	0.054	0.230
1974	0.178	0.171	0.349
1975	0.180	0.118	0.298
1976	0.111	0.161	0.272
1978	0.107	0.239	0.346

Fuente: Cifras usadas en Arnaudo (1981b). Consúltese definiciones.

(6) Solamente para ilustración recuérdese que la tasa de crecimiento anual del producto en el período 1977-1981 fué del 3% en promedio, la de los precios llegó al 120%.

(7) No se toma el concepto restringido de oferta monetaria (circulante más depósitos a la vista) pues su relevancia fue enfaticamente negada por las autoridades monetarias. Además, hubo grandes sustitu-

ciones con depósitos a plazo remunerados, cuando el rendimiento nominal de los anteriores era nulo.

(8) Privadas del redescuento, las instituciones financieras solo tuvieron como fuente de recursos los préstamos interfinancieros, con las consiguientes fluctuaciones de las tasas de interés a muy breve plazo, puesto que las mayores demandas aparecen a fines de mes para recomponer el efectivo mínimo según las disposiciones vigentes.

(9) Manifestaciones de los participantes de la política económica permiten sostener que no se ha seguido una política monetaria sostenida para bajar el ritmo inflacionario. Dicha finalidad había sido desechada informalmente a mediados de 1978, al margen de la efectividad desde comienzos de 1976 cuando se siguió aparentemente tal orientación. A fines de 1978 se puso en vigencia un sistema de tipos de cambios fijos, implicando la imposibilidad de control de la oferta monetaria. Rodríguez (1979). Dicha afirmación es una verdad a medias pues, si bien de hecho no se puede controlar totalmente la oferta monetaria sin una política cambiaria coherente, es posible utilizar otros instrumentos de política monetaria para compensar los movimientos producidos por aquélla o se pueden establecer límites a los factores que estan bajo control (como en 1979). de Pablo (1981).

(10) Sims trata la proposición básica de la controversia, esto es, la causalidad del dinero sobre el ingreso nominal. En cambio, aquí se analiza un problema típico de las economías inflacionarias, la causación de la oferta monetaria sobre los precios, cuestión que es tratada por quienes han analizado el comportamiento de ambas variables en condiciones de hiperinflación. Sargent y Wallace (1973).

(11) No se han hecho correcciones estacionales por juzgarse innecesarias o tratarse de valores discrecionales.

(12) En realidad hay dos variables para $\dot{M}_3$, según se tomen los valores mensuales promedios o al fin del mes. Estas cuestiones metodológicas no son discutidas, pero su definición estricta está en los respectivos cuadros o gráficos, en el entendimiento que los resultados no son dependientes de conceptos particulares, aún cuando pueden modificarse marginalmente con ellos.

(13) No sería esencialmente distinta la solución si los particulares decidieran en un momento determinado el monto de sus tenencias en términos reales, dejaran incrementarlas en términos nominales de acuerdo a la tasa de interés de mercado que obtienen por sus activos y efectuaran adiciones exógenas. Se infiere sin dificultad que eso ocurriría cuando la tasa nominal de interés es igual a la de aumento de precios.

(14) En verdad este sistema siguió a una breve experiencia inicial de fijación en forma discrecional.

(15) Hay dos restricciones menores sobre la exactitud del resultado. Por un lado, la discrepancia sobre la magnitud manejada por los intermediarios financieros y la magnitud macroeconómica que supuestamente se intenta afectar. Si los efectivos mínimos se aplican en forma temporalmente mensual, las intenciones de la autoridad pueden verse contradichas durante el transcurso del mismo; si se ajustan más frecuentemente el problema desaparece, y esa es la razón para fijar períodos más cortos. Por otro lado, la fijación del efectivo mínimo debe hacerse sobre la base de la información existente en las entidades financieras, reflejo a su vez de la forma de su contabilización, implicando magnitudes que comunmente poco tienen que ver con el manejo monetario. En la experiencia Argentina las variaciones debidas al primer factor se aprecian comparando el valor del multiplicador computando el promedio de saldos diarios a lo largo del mes con el que resultaría haciendo lo propio con las magnitudes promedio a principio y fines de mes. Aquel es, salvo contadas excepciones, sistemáticamente mayor en aproximadamente el 5%. En cuanto al segundo, observando el multiplicador teórico tomando el efectivo mínimo, los excesos de efectivo del sistema financiero y el cociente medio de las tenencias de efectivo y depósitos a la vista, y comparándole con el realmente observado, de nuevo éste es sistemáticamente mayor.

(16) No hay estadística de las tasas de interés para depósitos a 7 y 14 días de plazo suficientemente confiable como para una investigación más profunda, y si la hubiera sería difícil de comparar con una tasa ponderada de las letras. Todo ello en un ambiente de tipo de cambio conocido y confiable, pues de otro modo a la variabilidad natural de las tasas a corto plazo se agregarían las incertidumbres del mercado cambiario.

(17) Es probable que la autoridad haya sobreactuado en tal oportunidad. Arnaudo (1981a).

(18) Quizás la principal fuente de discrepancias fué eliminada a principios de 1979 al derogarse el mecanismo especial para la venta de divisas al Gobierno y exigir su realización a las cotizaciones reales del mercado de cambios.

REFERENCIAS

Arnaudo,A. (1972). Economía Monetaria, Méjico: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

_____. (1981a). "Las Enseñanzas de la Crisis Financiera", Novedades Económicas II, 20.

_____. (1981b). El Crecimiento Financiero Argentino en los Ultimos Cuarenta Años, Buenos Aires: Academia Nacional de Ciencias Económicas.

Barnett,W., Offenbacher,E. y Spindt,P. (1981). "New Concepts of Aggregated Money", Journal of Finance XXXVI, 2.

Brunner,K. y Meltzer,A. (1967). "The Meaning of Monetary Indicators", en Horwich,G. (Editor). Monetary Process and Policiy: A Symposium, Homewood: Richard D.Irwin, Inc.

Chick,V. (1979). "Monetarist Views on Inflation", en Heathfield,D. (Editor). Perspectives on Inflation, Londres: Longman.

de Pablo,J.C. (1981). "Sigaut: El Rodrigo de Martínez de Hoz o el Moyano Llerena de Levingston", Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, 15.

Frenkel,R. (1980). "El Desarrollo Reciente del Mercado de Capitales en Argentina", Desarrollo Económico XIX, 76.

Laidler,D. (1981). "Monetarism: An Interpretation and an Assessment", Economic Journal XCI, 361.

Mathieson,D. (1980). "Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy", Journal of Development Economics VII, 3.

Matthews,R. (1981). "Comments on the Papers by Professors Laidler and Tobin", Economic Journal XCI, 361.

Meade,J. (1981). "Comments on the Papers by Professors Laidler and Tobin", Economic Journal XCI, 361.

Rodríguez,C. (1979). El Plan Argentino de Estabilización del 20 de Diciembre, Buenos Aires: Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina.

Sargent y Wallace,N. (1973). "Rational Expectations and the Dynamics of Hiperinflations", International Economic Review XIV, 2.

Sims,C.A. (1972). "Money, Income and Causality", American Economic Review LXII, 4.

Tobin,J. (1981). "The Monetarist Counter-Revolution Today. An Appraisal", Economic Journal XCI, 361.

_____. (1981). "Comments on Papers by Professors Laidler and Tobin", Id.

Uriarte,J.A. (1982). Factores de Expansión y Contracción de los Recursos Monetarios 1978-1981, Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina. Centro de Estudios Monetarios y Bancarios.