

# **INSTITUTO DE POLÍTICA ECONÓMICA**

*Director: Académico Ricardo López Murphy*



**TEORÍA MONETARIA, VOLVIENDO A LAS  
BASES DE LA ECONOMÍA**

*Por el Dr. Aldo Abram  
Instituto de Política Económica*



# TEORÍA MONETARIA, VOLVIENDO A LAS BASES DE LA ECONOMÍA

Por el Dr. Aldo M. Abram

## A. Introducción

Ante las recurrentes discusiones sobre el origen de la inflación se vuelve necesario buscar formas de explicarla de manera sencilla. Una posibilidad es hacerlo con instrumentos básicos de “Economía” y, por ende, poco discutibles. Negarlos implicaría desconocer sus fundamentos. Ese es el caso de la existencia de mercados compuestos por oferta y demanda, que debería ser suficiente para llevar a cabo dicho análisis.

Para empezar, debemos convenir cuál es la definición de moneda o dinero, ya que puede haber diversas definiciones aceptadas entre los economistas y necesitamos dialogar en base a un mismo idioma. Por ello, tomaremos arbitrariamente la de la Real Academia Española:

*“Instrumento aceptado como unidad de cuenta, medida de valor y medio de pago”.*

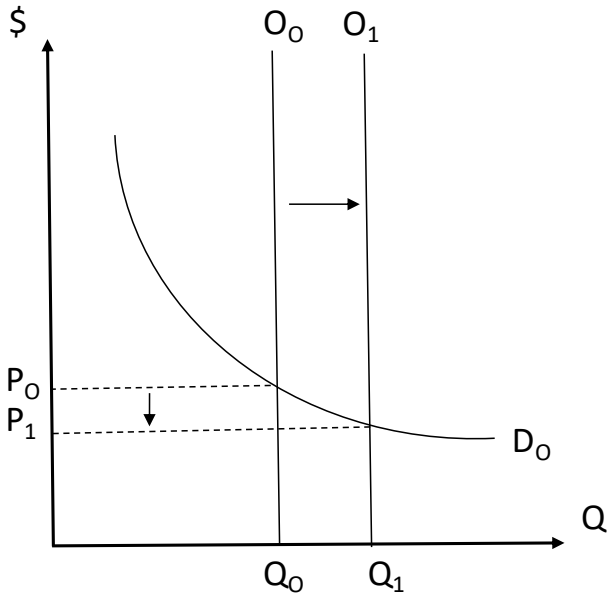
Por estas utilidades que definen al dinero, es demandado y tiene la misma lógica que cualquier otro bien; es decir, está sujeto a las leyes de la oferta y la demanda. Como la sal, los metales preciosos u otros que se usaron como tal durante la historia de la humanidad y, también, las actuales monedas fiduciarias. Hoy se

utilizan mayormente estas últimas, que son emitidas por bancos centrales de los distintos países del mundo. Cada una tiene un mercado en el que se establece su valor, dada la demanda de la gente y entidades que la utilizan y la oferta determinada por su emisor.

Si hasta acá convenimos que la moneda es como cualquier bien, entonces debería caberle el mismo análisis que se haría para cualquier mercado. La pregunta es entonces ¿qué tipo de mercado es el de la moneda? Pues bien, responde a un mercado monopólico; ya que sólo un banco central “produce” cada moneda (Euro, Dólar, Peso, Libra, etc.).

Como cualquier mercado, existen desequilibrios. En este marco, ¿qué pasaría si el Banco Central emitiera más de lo que la gente demanda? Sucedería lo mismo que ocurre con cualquier otro bien, su moneda debería bajar de valor (Gráfico I). Sin embargo, como definimos anteriormente, ésta es la unidad de cuenta de la economía en cuestión. O sea, es el “metro” con el que medimos los precios de todos los bienes y servicios de la economía; por lo que, si se achica, todos aumentarán respecto a él. Sin embargo, es bueno recalcar que esto no implica una modificación en el valor de cada uno de ellos.

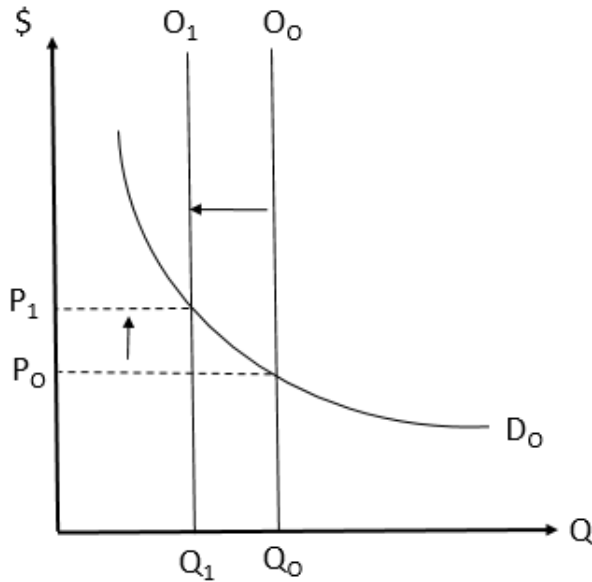
**GRÁFICO I: Expansión de la Oferta de Dinero**



Para entenderlo, debemos tener en cuenta que es como medir los muebles de una sala con un metro que se achica. Si esto ocurriera todos los muebles “crecerán” en términos de él; pero siguen teniendo el mismo tamaño que antes. No podríamos decir que hubo un aumento generalizado del tamaño de dichos muebles. En la misma línea de razonamiento, lo correcto sería definir “inflación” como la pérdida de valor de la moneda y la suba generalizada de precios sólo sería su reflejo de dicha corrosión. De la misma forma que la fiebre no es lo que marca el termómetro, sino la temperatura que tiene el cuerpo y que éste permite medir.

Por el contrario, podríamos preguntarnos qué pasaría si nuestro banco central emitiera menos moneda de lo que la gente demanda. Pues, ésta aumentaría su poder adquisitivo y todos los demás bienes y servicios deberían mermar su precio respecto a ella (Gráfico II). Esto es lo que se llama “deflación”; que no es otra cosa que la apreciación de la unidad de medida.

**GRÁFICO II: Caída de la Oferta de Dinero**

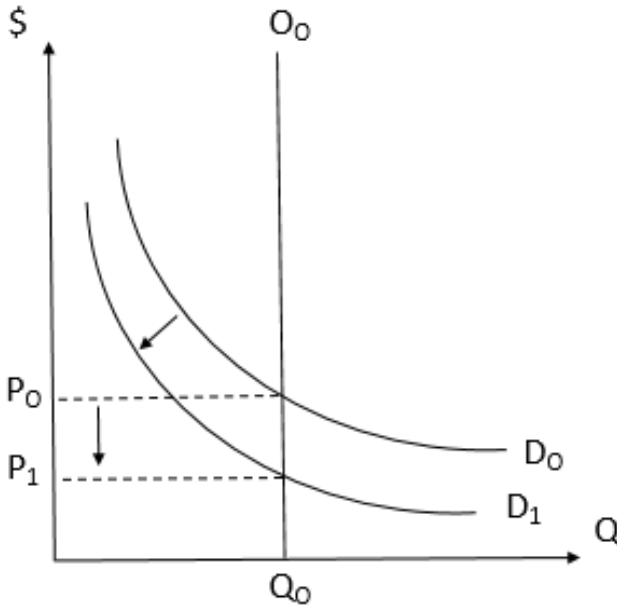


\*En el siguiente gráfico relacionamos el precio de la moneda \$ (eje vertical) con la cantidad de moneda Q (eje horizontal); la curva de oferta O y la curva demandada D.

También puede suceder que, por la desconfianza en una moneda cuyo banco central continuamente la deprecia, la gente empiece a bajar su demanda. Entonces, como sucedería con cualquier bien o servicio si no baja su oferta en la misma medida, el valor de la misma caerá y, por ende, los precios de la economía aumentarán contra ella (Gráfico III).



**GRÁFICO III: Caída de la Demanda de Dinero**



Como vemos, con conocimientos básicos de economía se puede analizar el origen de la inflación que resulta de una baja del valor de la moneda, debido a movimientos de su oferta o de su demanda en un mercado, como el de cualquier otro bien o servicio. O sea que, sin lugar a dudas, es un fenómeno monetario.

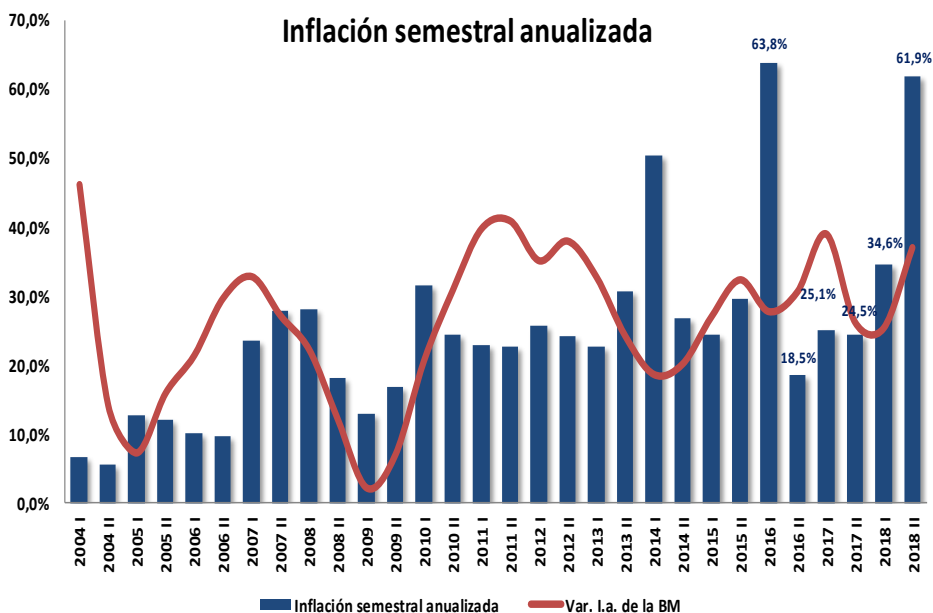
Las teorías que proponen que la inflación es un fenómeno multicausal encontrarán imposible demostrar que dichas causas no tengan que ver con decisiones que, *ceterisparibus* (sin que se mueva otra variable), no impliquen una modificación de la oferta o de la demanda. Por ejemplo, un aumento del gasto público no genera inflación si es financiado con impuestos o endeudamiento; ya que alguien dejará de demandar para que lo haga el Estado. Sólo se observará inflación si lo pagan con emisión monetaria. Otro ejemplo, un banco central que aumente la oferta de moneda para comprar divisas y sostener localmente un dólar que baja en el

mundo, hará que el peso se deprecie siguiendo lo que pasa con la divisa estadounidense y habrá inflación.

### B. ¿Cómo se refleja en los precios la depreciación de la moneda?

Continuando con el análisis propuesto, es importante entender que una variación (por ejemplo, una pérdida de poder adquisitivo) de la moneda no se manifiesta con la misma velocidad en todos los mercados de los otros bienes y servicios; ya que cada uno tiene sus características particulares. Para corroborarlo en la práctica, podemos utilizar lo sucedido en el período 2017-19 en nuestro país. De paso, evaluaremos la realidad del argumento de algunos economistas de que “el gobierno de CAMBIEMOS demostró que el origen de la inflación no es monetario”.

**Gráfico IV: Inflación anualizada**

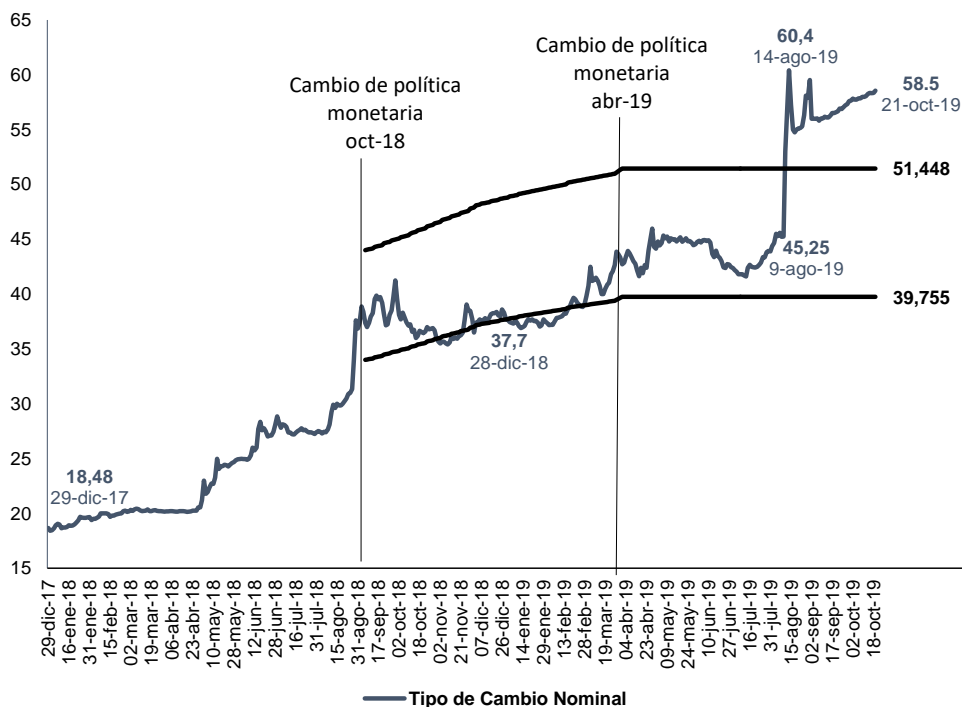


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

La decisión del Banco Central de la República Argentina (BCRA) de mantener un ritmo alto de emisión de pesos llevó a que estos hayan estado perdiendo valor durante los últimos años y, por ende, que se observara una alta inflación (Gráfico IV). Durante 2018, en medio de una creciente fuga de capitales, se llegó a una crisis de confianza de nuestra moneda; por lo que su demanda ha estado cayendo desde entonces. En ese contexto, el BCRA decidió cancelar deuda remunerada propia produciendo crecientes cantidades de pesos; lo cual implicó profundizar la caída de su precio y la merma en su demanda, generando un círculo vicioso.

Durante dicho año, nuestra moneda perdió más de la mitad de su valor y, como podemos observar en el gráfico V, se duplicó la cotización local del dólar. Esto sucede porque las variaciones de los precios de todas las monedas se observan rápidamente en un mercado cambiario libre, debido a que es muy líquido, grande y especulativo. Igual, debe tenerse en cuenta que éste nunca reflejará perfectamente la variación del valor del peso, debido a que la divisa estadounidense también tiene su propio mercado (tanto local como mundial) donde se determina su valor que, a su vez, puede haber variado.

### Gráfico V: Evolución de Tipo de Cambio y Base Monetaria



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

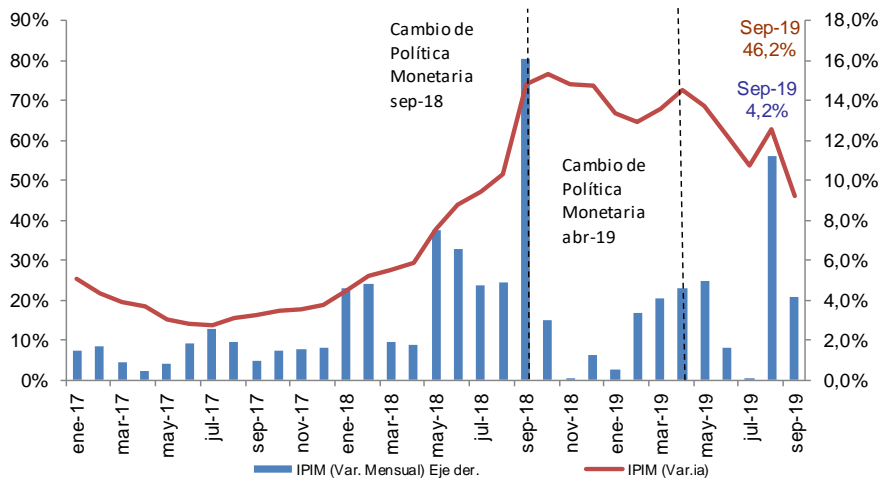
Una vez entendido, bajo la lógica de la oferta y la demanda, que la moneda local perdió poder adquisitivo en Argentina, cabe preguntarse qué otros mercados deberían ser los siguientes en reflejar dicha merma. Sin lugar a dudas, primeramente, se encontrarán aquellos bienes que se pueden exportar o importar y cotizan en divisas extranjeras. ¿Por qué su productor lo vendería localmente al mismo precio que antes si lo puede colocar afuera a un mayor tipo de cambio? Cuanto más sencillo sea de exportar, más rápidamente nos pedirá que le paguemos el mismo precio en pesos que obtendría por venderlo en el exterior. Hay que tener en cuenta que no en todos los casos es tan fácil incrementar lo que se coloca en los mercados internacionales (como por ejemplo los

commodities) y eso demoraría la posibilidad de cobrarles el precio internacional pleno a los argentinos.

Por otro lado, los productos que se pueden importar y tienen bajos stocks locales tenderán a reflejar más rápido la baja del valor del peso; ya que quien lo trae del exterior exigirá que le paguen el precio internacional al nuevo tipo de cambio para seguir proveyéndolo. En cambio, si el importador tiene mucho stock y le resulta difícil colocarlo al nuevo precio local del dólar, es probable que la suba en pesos se modere durante un tiempo.

Lo que queda claro es que los bienes que son comercializables internacionalmente son los siguientes que deberían reflejar la depreciación del peso, con distintas velocidades según sus propios mercados domésticos. Esto es lo que se puede constatar en el Índice de Precios Mayoristas (IPIM), mayormente compuesto por bienes y que tocó un máximo de suba de 76% en octubre de 2018 (Como podemos ver en el gráfico VI en la página siguiente.)

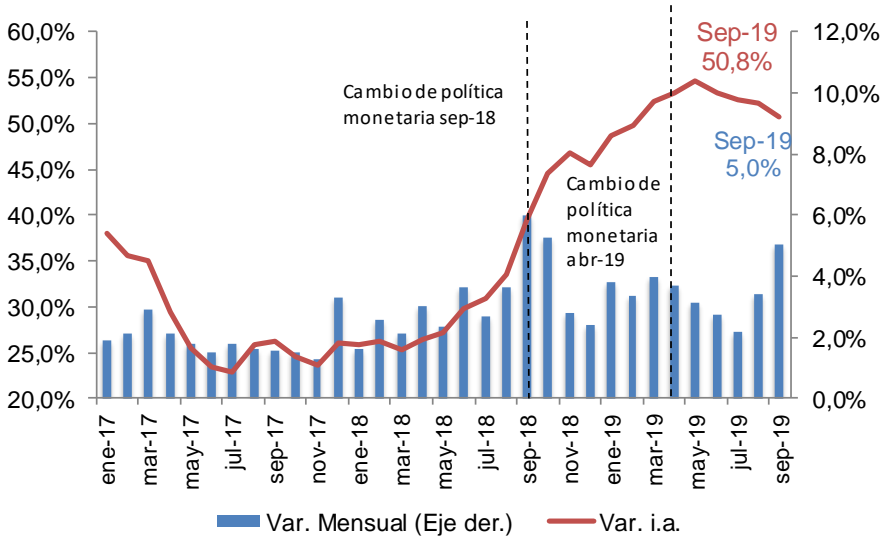
**Gráfico VI: Evolución de IPIM**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

¿Qué sucederá con los servicios? Es donde más tardará en observarse la pérdida de valor de la moneda. Como los bienes suelen ser imprescindibles (alimentos, bebidas, ropa, medicamentos, etc.), una suba de su precio obliga a asignar una mayor proporción de los ingresos a éstos y, por ende, menos a los que no lo son. Así que, en un principio, no es tan fácil que los que proveen servicios incrementen sus valores cuando su demanda ya está bajando. Dependiendo de cada mercado, llevará un tiempo más o menos largo para que la depreciación del peso se refleje en sus cotizaciones. Que alguna vez logre hacerlo plenamente, dependerá de la duración del proceso de pérdida de poder adquisitivo de la moneda. Mientras persista, seguirá “corriéndola” desde atrás. De todas formas, cuando analicemos el mercado cambiario, concluiremos que no necesariamente subirán lo mismo que los bienes. En el gráfico VII, podemos ver la evolución del Índice de Precios al Consumidor que está mayormente compuesto por servicios y, por ello, refleja la pérdida de valor del peso de 2018 mucho más lentamente.

**Gráfico VII: Evolución del IPC**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Para una mayor constatación de lo analizado, con los tres gráficos que hemos presentado podemos incluso intentar explicar lo que estuvo pasando con los precios debido a los cambios de política monetaria que tuvieron lugar hasta agosto de 2019. A fines de septiembre de 2018 y luego de un cambio de autoridades, se decidió ponerle un techo a la oferta de pesos, o sea de base monetaria, que es lo que produce el BCRA. Por ello, no es raro que el valor de nuestra moneda buscara estabilizarse; lo que automáticamente tendió a observarse en el mercado cambiario (ver gráfico V). En consonancia, los precios de los bienes desaceleraron su alza, como vemos en el gráfico del IPIM. Sin embargo, no pasó lo mismo con el IPC; porque todavía quedaba mucho de la baja del peso por reflejarse en los precios de los servicios, con fuerte participación en la composición de su canasta de medición.

También, el BCRA decidió poner bandas cambiarias dentro de las cuales no intervendría; pero compraría divisas, si el precio

local del dólar tendía a querer bajar de la banda inferior, y vendería divisas, con algunas limitaciones nominales, si el tipo de cambio intentaba superar la banda superior. Además, se anunció que en diciembre aumentaría el techo de oferta de pesos para que no se produjera un faltante coyuntural. Esto tiene su lógica, es que los argentinos usamos mucho efectivo y tendemos a atesorar más en vísperas a las fiestas de fin de año y las vacaciones, para lo cual contamos con la posibilidad del cobro del medio aguinaldo. Lo ilógico fue no tener en cuenta la posterior estacionalidad a la baja en la demanda de dinero y sostener entonces una base monetaria mayor.

De hecho, la demanda de pesos subió mucho más de lo esperado por el BCRA. Probablemente haya sucedido porque el gobierno obligó a pagar un “bono” (suma fija no remunerativa) a los empleados formales a principio de diciembre (sueldo de noviembre) y de febrero (con el de enero), permitiendo un mayor atesoramiento estacional. Eso motivó que nuestra moneda se apreciara; por lo que tendió a converger a la banda inferior cambiaria. También, es justo admitir que presionó en el mismo sentido la baja del valor mundial del dólar. Cabe recordar que el tipo de cambio refleja la relación entre los valores de dos monedas que se mueven independientemente según lo que suceda en sus respectivos mercados.

Así, en enero y principios de febrero, el BCRA emitió para comprar US\$ 951 millones y sostener el valor local de la divisa estadounidense. Además, se había anunciado que esos pesos no se retirarían del mercado, asumiendo que había aumentado su demanda. El problema es que no se previó que esta alza era coyuntural y que la gente desatesoraría en la medida que empezara a pagar los gastos para los que los había guardado; lo que suele observarse con fuerza en febrero, marzo y, algo menos, en abril. Como mencionamos, el BCRA tampoco previó devolver el techo a su nivel anterior durante ese período; lo cual hubiera sido lo lógico.

Por lo tanto, con más oferta y decreciente demanda, lo esperable era que viéramos depreciarse nuestra moneda. El problema es que, según lo anunciado, para que el BCRA pudiera



retirar el exceso con la moneda extranjera adquirida antes, el tipo de cambio iba a tener que llegar a la banda superior de la Zona de No Intervención, casi 30% por encima de la banda inferior. Algo muy riesgoso en un país donde la gente ve subir el precio local del dólar y asume inmediatamente que sus pesos están perdiendo valor (aun cuando no siempre es así); por lo que automáticamente tiende a bajar su demanda provocando una caída de su poder adquisitivo.

En el gráfico V vemos las presiones cambiarias de la depreciación del peso entre los meses de febrero y abril. Dado que el BCRA no podía vender las divisas compradas para contener la pérdida de poder adquisitivo de su moneda hasta que llegara a la banda superior, sólo podía hacerlo colocando Leliqs, es decir deuda remunerada cara; lo cual era una pésima alternativa.

Dada la depreciación del peso desde febrero, en los meses subsiguientes el IPIM volvió a ganar velocidad y el IPC se negó a desacelerarse (ver gráficos respectivos). A fines de abril, con este aprendizaje, el BCRA vuelve a modificar su estrategia monetaria y advierte que podrá intervenir vendiendo dólares para sacar pesos sobrantes si su valor se deprecia demasiado fuerte. Elimina la posibilidad de comprar divisas si el tipo de cambio iba hacia la banda inferior y, también, el aumento de la banda superior para atender la coyuntural alza del atesoramiento de la gente en junio, que se da con menos fuerza que en los fines de año. También, decidió aumentar el máximo de venta de moneda extranjera para sacar la local si el tipo de cambio tocaba la banda superior (de US\$150 millones a US\$250 millones). Así buscó atender las advertencias de que con el anterior monto límite de venta de divisas sería imposible sacar los pesos excedentes, por ende, parar su depreciación cuando alcanzara el techo de la banda; lo que motivaría nuevas caídas de su demanda y valor.

Durante mayo y hasta mediados de agosto, estos cambios mejoraron la confianza en el BCRA y en su moneda, lo que atenuó la depreciación de ésta y trajo una tranquilidad cambiaria que se puede observar en el gráfico V. Es importante aclarar que, en este período y hasta agosto, también ayudó que el dólar mantuviera una tendencia a la baja de su valor en el mundo. Esto generó una

positiva “ilusión cambiaria” de estabilidad del peso que tuvo impacto positivo en su demanda. No es raro entonces que, como se puede ver en el gráfico VI, el IPIM volviera a moderar su evolución y que el IPC empezara a mostrar una mayor desaceleración (Gráfico VII).

Esto duró hasta las PASO, la huida de capitales y del peso que generó el mal resultado electoral del gobierno implicó una fuerte depreciación de nuestra moneda que se observó inmediatamente en el mercado cambiario. Como era esperable, los bienes siguieron dicha evolución y el IPIM subió 11,2% en dicho mes, a pesar de las rebajas del IVA a algunos productos de la canasta básica. El IPC comenzó una nueva alza en dicho mes, aunque tenue, y el salto mayor se demoraría hasta septiembre.

Vemos que el análisis basado en la oferta y la demanda de moneda permiten explicar lo ocurrido durante todo este período. Cabe aclarar que la vuelta de los controles de cambios no invalida el uso de este instrumento; aunque implica incorporar conceptos de precios máximos y restricciones a la demanda en el mercado cambiario, con sus respectivas consecuencias.

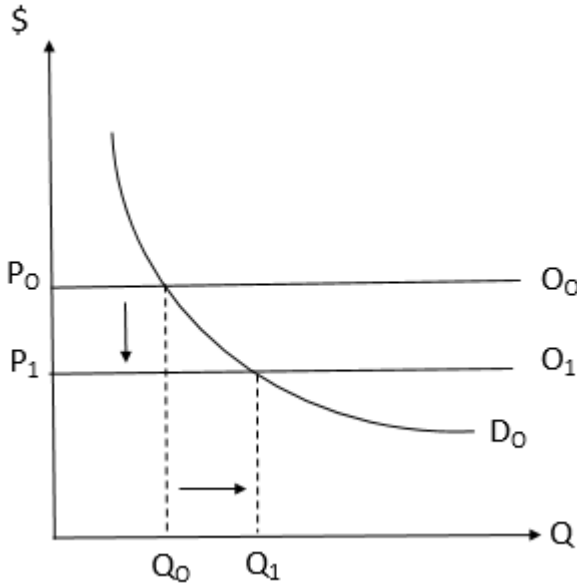
### **C. ¿Se puede tener una política cambiaria distinta a la monetaria?**

Cabe aclarar que, hasta ahora, el análisis realizado implicó suponer un banco central que fija la cantidad ofrecida de moneda y, por ende, los demandantes determinarán su valor. Sin embargo, podría suceder que el emisor decida determinar su precio y, en ese caso, los que demandan moneda determinarán la cantidad que quieren.

Vale la pena recordar que, si bien cuando fija cantidad se trata de un esquema cambiario flotante, no necesariamente un sistema de tipo de cambio fijo implica fijar el precio de la moneda propia. Esto ocurre porque, en general, se determina su precio respecto al de otra divisa, en nuestro caso el dólar. Por lo tanto, si la moneda de referencia baja en su mercado, el banco central local

deberá emitir (ej. comprando dólares) para hacer bajar el valor de la propia para que se mantenga el tipo de cambio fijo (Gráfico VIII). Por lo tanto, los precios locales subirán y habrá inflación.

**GRÁFICO VIII: Caída de la Oferta de Dinero**

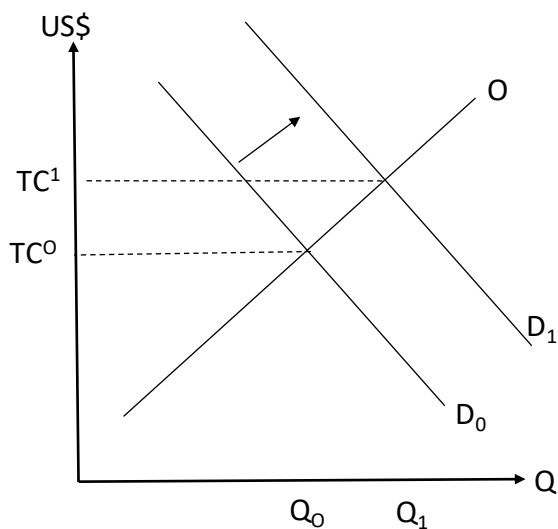


Habiendo entendido esto, queda claro que es imposible tener una política monetaria distinta que la cambiaria; ya que son las dos caras de la misma moneda. Por ejemplo, el BCRA no puede determinar el valor del dólar; ya que este dependerá de la Reserva Federal de los EE.UU. Así que sólo puede influir sobre el precio del peso, ya sea fijándolo o determinando su cantidad ofrecida y dejando que la demanda decida su valor. Por lo tanto, dado el valor del dólar a nivel mundial, en un mercado local libre sólo hay un precio posible para el tipo de cambio con una determinada política monetaria, a menos que se opte por tener controles o “cepos”.

### D. ¿Cómo funciona un control de cambios?

Más allá de que cada moneda tiene un mercado propio, puede tener a su vez uno en otro país donde se la demande. Por ejemplo, en la Argentina, es el caso del dólar. En el mercado cambiario local, habrá una demanda, que será más alta cuanto más barato sea la divisa de EE.UU., y una oferta que será mayor cuanto más alto sea su precio. Para ponerlo más sencillo, los importadores querrán más divisas para traer bienes de afuera si hay un menor tipo de cambio y los exportadores ofrecerán menos, porque será menos rentable colocar sus productos en el exterior. Aunque cabe aclarar que no son los únicos jugadores en este mercado, todos los demás actuarán con el mismo criterio.

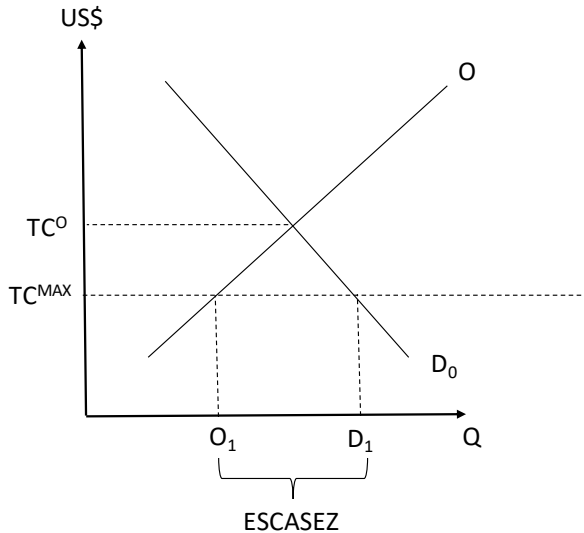
**GRÁFICO IX: Expansión de la Demanda en el Mercado Cambiario**



Puede suceder que, ante un evento de aumento de riesgo, la gente busque refugio en el dólar y eso haga que su poder adquisitivo en el mercado local suba (Gráfico IX). Cuando se dan este tipo de situaciones, la variación del tipo de cambio mostrará un

alza que reflejará la baja de la demanda y, por ende, del valor del peso; pero, además, la suba local del poder adquisitivo del dólar. Por ello, anteriormente aclaramos que, no siempre, la inflación observada en la economía, sería igual al aumento en el tipo de cambio, porque parte de su incremento está justificado en la mayor preferencia por dicho “bien” (moneda). Sería esperable que los bienes comercializables sigan al tipo de cambio y los servicios, mayormente domésticos, caigan en términos de dólares. Esto se debe a que los argentinos tendremos que demandar menos de los segundos, que son en general prescindibles, para poder comprar los primeros (alimentos, bebidas, medicamentos, energía) y, al mismo tiempo, atesorar divisas extranjeras

### GRÁFICO X: Mercado Cambiario con Precio Máximo

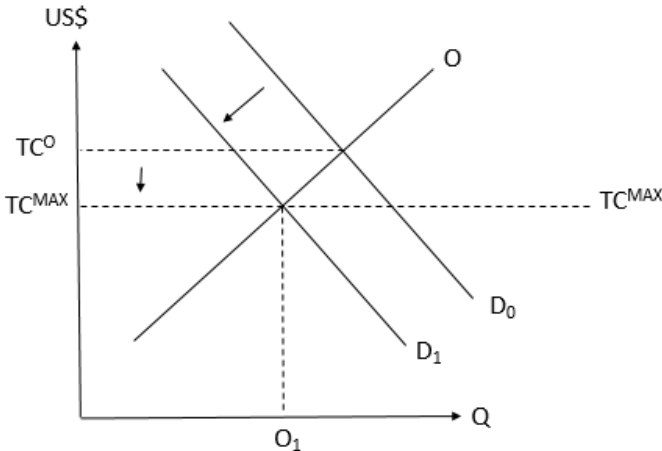


Ahora supongamos que el BCRA decide no dejar que el tipo de cambio suba por la fuga de capitales (Gráfico X). Esto funcionaría como un precio máximo generando una merma de la oferta (O<sub>1</sub>) y un aumento de la demanda (D<sub>1</sub>), con una brecha que generará escasez. Si bien en el caso de otros bienes a los que se les ponga un precio máximo es probable que uno no los encuentre en

las góndolas cuando quiera comprarlos, en un mercado cambiario libre eso no puede pasar. Por lo tanto, lo que veremos es que el que termina “llenando la estantería” es el BCRA, vendiendo reservas.

Sin embargo, esto no es sustentable en el tiempo; ya que el stock que tiene de divisas el BCRA es finito. Por lo tanto, pronto se empezará a hablar de escasez de moneda extranjera, aunque realmente no existe. Sólo es consecuencia de haber colocado un precio máximo. Pero, con ello, se justificará un control de cambios para moderar o evitar seguir “desangrando” las reservas del BCRA. Esto significará sacar del mercado oficial la cantidad necesaria de compradores como para que la demanda caiga lo suficiente para acomodarse a la oferta en el valor máximo fijado por el BCRA (Gráfico XI). Esto no difiere de lo que hará un supermercado al que se lo amenaza con sanciones si no tiene el producto para el que rige un techo en su precio. Les dirá a sus clientes que pueden llevar una cantidad acotada de unidades por compra.

**GRÁFICO XI: Mercado Cambiario con Cepo**



Los tipos de cambio controlados son insostenibles en el tiempo; ya que desalientan las ventas de divisas en el mercado oficial, al establecer una quita o retención a quien vende divisas

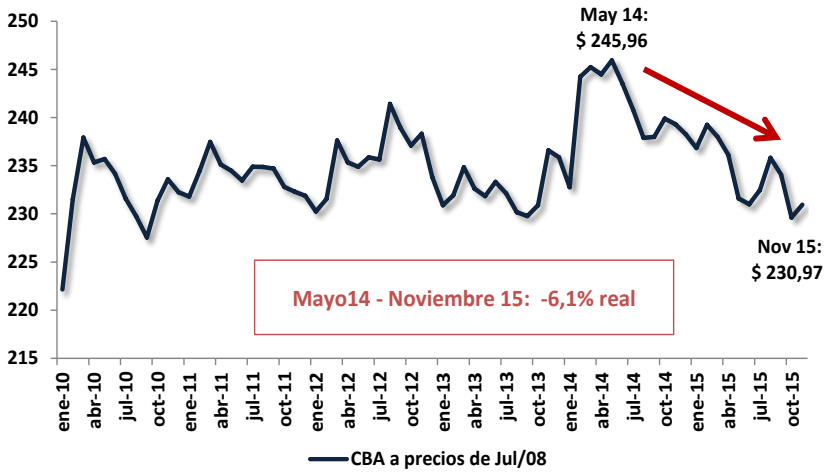
allí. Por ejemplo, un exportador no sólo podría estar sufriendo una retención impositiva sobre lo que vende al exterior, sino que enfrentará una cambiaria por la diferencia entre lo que verdaderamente vale un depreciado peso en término de otras divisas y lo que le están pagando en el BCRA, artificialmente alto. Dado que los mercados cambiarios paralelos libres suelen reflejar mejor el valor de la moneda local, la diferencia con el “oficial” puede ser un buen indicador de la quita que se les está haciendo a los obligados a venderle al BCRA. Cabe imaginarse que pensará un inversor que tiene que traer capitales o préstamos del exterior y debe pasar por el mercado oficial, pagando una suerte de “impuesto” para poder ingresarlos.

Por ende, no extraña que las ventas externas y las inversiones tiendan a caer en los países en los que se sostiene en el tiempo los controles cambiarios. Además, estos suelen generar más incertidumbre, salida de capitales y baja en la demanda de pesos; por lo que (sumado al aumento de la oferta de moneda local que pueda haber), hará subir más los tipos de cambio libres agrandando la brecha. O sea, la retención cambiaria al ingreso de divisas.

### **E. Con control de cambios, ¿no cambia como se refleja la inflación en los distintos precios?**

Si hay depreciación del peso por caída de su demanda o aumento de su oferta, en un mercado cambiario controlado los precios evolucionarán distintos a los de un mercado libre. Dado que los de los bienes comercializables dependen del tipo de cambio oficial que no refleja la pérdida real de valor del peso (por lo menos no totalmente), éstos tampoco lo harán, quedando también artificialmente subvaluados. Prueba de lo anterior, fue lo sucedido durante el control de cambios implementado en el segundo mandato de la ex Presidente Cristina Fernández. Si se deflacta por el IPC la canasta alimentaria (conformada sólo por bienes), veremos que tiene una trayectoria a la baja que sólo se interrumpe cuando hay fuertes devaluaciones como las de fines de 2013 e inicios de 2014; lo que se puede ver en el gráfico XII.

**GRÁFICO XII: Canasta Básica Alimentaria Deflactada durante el período del Cepo K (octubre 2011-diciembre 2015)**



El abaratamiento artificial de los bienes implicará un subsidio forzado y directo de los productores a los demandantes; por lo que los consumidores tendrán más para gastar en otras cosas. O sea, servicios que tenderán a aumentar más que lo que se justifica en la depreciación de la moneda; por lo que dicha pérdida de poder adquisitivo en términos del conjunto de la demanda se dará igual, pero impactando distinto en cada sector. Como comentamos anteriormente, por las características de sus mercados, los servicios tardan en reaccionar y, por ello, inicialmente los controles de cambio parecen menguar la inflación; pero solamente “demoran” que la depreciación de la moneda se refleje en ella.