

POSIBILIDADES DE UNA POLÍTICA MONETARIA  
MONETARISTA EN UNA ECONOMÍA INFLACIONARIA:  
ARGENTINA 1978 - 1981 \*

Aldo A. Arnaudo \*\*

*1. Introducción.*

La propuesta básica principal para la política monetaria de la concepción monetarista <sup>1</sup> 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 aparten la economía de los valores deseados <sup>2</sup>.

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

- \* Una versión preliminar se presentó a la XVIIa. Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Se agradecen los comentarios de Valeriano F. García y Carolia Pessino allí efectuados.
- \*\* Profesor Titular con dedicación exclusiva en la Universidad Nacional de Córdoba.
- 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.

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 los 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, esto es, que tenga en cuenta primordialmente las cantidades provistas por la oferta monetaria. 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 se logre una suerte de equilibrio estático en las correspondientes tasas de crecimiento, para mantener 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 persecución de la estabilización de precios mediante el tipo de cambio. Mathieson (1980).

## *2. Proceso lógico de la política monetaria monetarista.*

Supóngase que la meta operativa <sup>3</sup> es una oferta monetaria (M)

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).

unívocamente determinada, igual 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 exógenamente por los agentes económicos, de manera que la autoridad monetaria manejará  $M$  de tal modo que  $M = M^d$ . La proposición más sencilla de la relación entre la demanda monetaria y el ingreso nominal ( $m$ ) es que su valor depende tanto de esta última variable cuanto de la tasa real 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 será:

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

$y$ , para una economía con estabilidad de precios, la tasa de crecimiento en el tiempo <sup>4</sup>

$$\dot{M}_{\dot{P}=0}^d = \dot{Y} (1 + e_{m,y}) = \dot{y} (1 + e_{m,y}) \quad (B.1)$$

$i = \text{constante}$

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 con 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

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

canismo y el tiempo que toma lograrlo <sup>5</sup>.

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 y se ajuste a las condiciones del mercado y a las expectativas inflacionarias. El supuesto seguido aquí es que la tasa nominal de interés iguale 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

$$\dot{M}^d_{\dot{p} > 0} = \dot{y} (1 + e_{m,y}) + \dot{P} \quad (\text{B.2})$$

$$i - \dot{P} = \text{constante}$$

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.

5 Al margen de que las situaciones no sean comparables en su totalidad, de las imprecisiones estadísticas, de las diferencias definicionales y de 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 sin interés)	$m''$ (Activos con interés)	$m$ (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). Consúltense definiciones.

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 ( $M_0$ ), así como algunas 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 en la fijación del tipo de cambio, de las realizadas con el sistema financiero y de las de financiación del déficit fiscal, en tanto que el multiplicador es función de los efectivos mínimos bancarios ( $r$ ) y otras variables exógenas.

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

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

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

### 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 hipótesis 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 <sup>6</sup>.

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

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

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

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.

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

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 de los depósitos de todo tipo en el sistema financiero ( $M^3 = M$ )<sup>7</sup> y el crédito interno privado y público ( $C = M$ ). Ambas son magnitudes reconocibles y medibles, de modo que se califican como candidatos 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 dada por las reservas bancarias y éstas son muy próximas a las legales en un ambiente inflacionario y tienen remuneración. 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 establecer 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 incluidos en la oferta monetaria que para los deudores de préstamos incluidos 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 nominal que exista en el mercado.

$$r \neq r(i) \quad (3)$$

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

7 No se toma el concepto restringido de oferta monetaria (circulante más depósitos a la vista) pues su relevancia fue enfáticamente negada por las autoridades monetarias. Además, hubo grandes sustituciones con depósitos a plazo remunerados, cuando el rendimiento nominal de los anteriores era nulo.

#### 4. *Actividad o pasividad de la política monetaria.*

El sistema argentino se caracterizó porque 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 (las únicas causas admisibles para éstos sólo eran situaciones transitorias de iliquidez), cuarto porque la tasa de interés cargada los hacía completamente antieconómicos para quien recurriera a ellos<sup>8</sup>. La situación se hizo un poco menos rígida con posterioridad a la denominada crisis financiera de Abril de 1980 pero sin variar en esencia el comportamiento analizado. Arnaudo (1981a).

Una política 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, aceptar 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<sup>9</sup>. 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 C) e independencia de la tasa de interés de los instrumentos monetarios, en particular la base monetaria (relación 3 y 4). Además debería haber indicaciones de que la causación va desde los precios a la oferta monetaria; incidentalmente, dicha causación apoyaría la imposibilidad de una política activa.

- 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 especialmente a fines de mes cuando debían 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 cambio fijos, implicando la imposibilidad de control de la oferta monetaria. RODRIGUEZ (1979). Dicha afirmación es una verdad a medias pues, si bien de hecho no se puede controlar totalmente la oferta monetaria es posible utilizar otros instrumentos 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).

La dirección de la causación, en sentido restringido, está basada en argumentos puramente estadísticos desarrollados por Sims (1972)<sup>10</sup>, 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 aplicación de la prueba de Sims (Tabla 1) no puede hacerse sin una previa consideración económica. Los valores del coeficiente del valor presente de  $\dot{M}_3$  (exógena) en la regresión con  $\dot{P}$  (endógena) no son estadísticamente distintos 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, en la relación inversa, 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<sup>11</sup>, como a valores con un componente temporal ( $\dot{M}'_3$ , y  $\dot{P}'$ ) que registre la baja en la tasa de inflación con el paso del tiempo. En conjunto, las cifras de la Tabla más bien indicarían que la causación va desde los precios a la oferta monetaria.

El examen de la relación (2) lleva a tres conclusiones principales. Primero, si se toman los activos financieros en forma amplia<sup>12</sup> en relación con el nivel de precios minoristas, se observará un crecimiento bas-

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 La utilización de las tasas de crecimiento sin corrección alguna daría lugar a series carentes de las propiedades estadísticas necesarias. Ellas no pueden lograrse, empero, sin una lógica fundamentación económica previa, máxime cuando los resultados para la experiencia argentina parecen ser muy sensibles al método utilizado. Acá no se ha tratado de investigar en forma completa el problema, quedando la conclusión del texto solo como una gran duda para la relación contraria.

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 en el entendimiento que los resultados no son dependientes de conceptos particulares, aún cuando pueden modificarse marginalmente con ellos.



tante similar. Con los precios del mes, el incremento de  $\dot{M}_3 - \dot{P}$  es 0.2370/o mensual, y con el promedio de los del año anterior -para una inflación levemente declinante- un -0.4520/o también mensual. Pueden racionalizarse estas discrepancias por los cambios en el ingreso si se acepta que el público adapta sus decisiones al ritmo de inflación<sup>13</sup> Segundo, el crédito interno experimentó un crecimiento considerable, y respecto a los precios mayoristas del mes, la diferencia de tasas llegó al 2.3940/o 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 el primer término de la ecuación (C) 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 450/o (1977) se pasó en algo más de dos años a uno comprendido entre el 10 y el 150/o. 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 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 infectivizar 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 mo-

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 efectuarán adiciones exógenas.

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 <sup>2</sup>	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

netaria. 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<sup>14</sup>, 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, en consecuencia, si bien mantienen su influencia sobre la rentabilidad financiera, implican cambios de reducida trascendencia que pueden ser absorbidos por la operatoria corriente 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 tenga justificación teórica alguna, puede ser deseable como meta alternativa a 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, tuvo una repercusión más importante que ésta, y es el efecto sobre la base monetaria, que se vió ampliada sin seguir 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 en la demanda monetaria, especialmente en un ambiente altamente inflacionario donde se liberaran completamente las tasas nominales 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 debería alterarse ante variaciones de la conducta de los depositantes.

Cuando existiesen depósitos a la vista con efectivos más altos que

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

el de 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. Dichos cambios no se producirían con un efectivo uniforme <sup>15</sup>. Sin embargo quedaron tres fuentes de inestabilidad imposibles de corregir. Primero, el efecto 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 existentes entre las reservas reales y las reservas legales de los intermediarios financieros, si bien probablemente no 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 hasta Enero de 1980 y en otra los meses desde entonces. El primero se puede caracterizar como la transición desde efectivos altos a otros normales, los cuales luego serían utilizados con fines de regulación monetaria. Este período de transición, de rebaja del 45o/o al 15o/o, fundamentalmente está concentrado en los segundos semestres de 1978 y 1979. La potencia del instrumento fue

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 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 comúnmente 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 de principio y fines de mes. Aquel es, salvo contadas excepciones, sistemáticamente mayor en aproximadamente el 5o/o. 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) comparado con el realmente observado, de nuevo éste es sistemáticamente mayor.

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 1.7o/o en el multiplicador para un efectivo de 45o/o, en tanto es del 3.4 y 4.1o/o respectivamente cuando el efectivo es de 15 y 10o/o (se ha supuesto que la relación efectivo/depósitos es del 0.15).

En el primer período los efectivos mínimos repercutían como fuente no convencional de aumento de la base monetaria. Casi una tasa de crecimiento mensual del 3o/o de la base monetaria, entre un cuarto y un tercio de la tasa total, es atribuible a dicha causa. 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 20o/o.

Con un efectivo del 15o/o a principios de 1980 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 tenían consecuentemente que hacerse cada vez más pesado, lo cual hubiera incidido sobre las tasas de interés, un hecho que la autoridad monetaria quería evitar. Como era más pequeña la carga remunerativa por las reservas, para atemperar el efecto impositivo se acudió a un instrumento de política 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 no permiten ver una sustitución, aunque imperfecta, de los últimos dos tipos de instrumentos para mantener una oferta monetaria relativamente estable. Algunos valores negativos en la tasa de variación del multiplicador por aumento del efectivo mínimo respondieron presumiblemente a variaciones indeseadas de la base monetaria. Sin embargo, una política esencialmente errática en cuanto a su administración concreta parece haber existido y agudizado desde mediados de 1980. (Gráfico 1).

El otro efecto previsible era el crecimiento más rápido del crédito

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

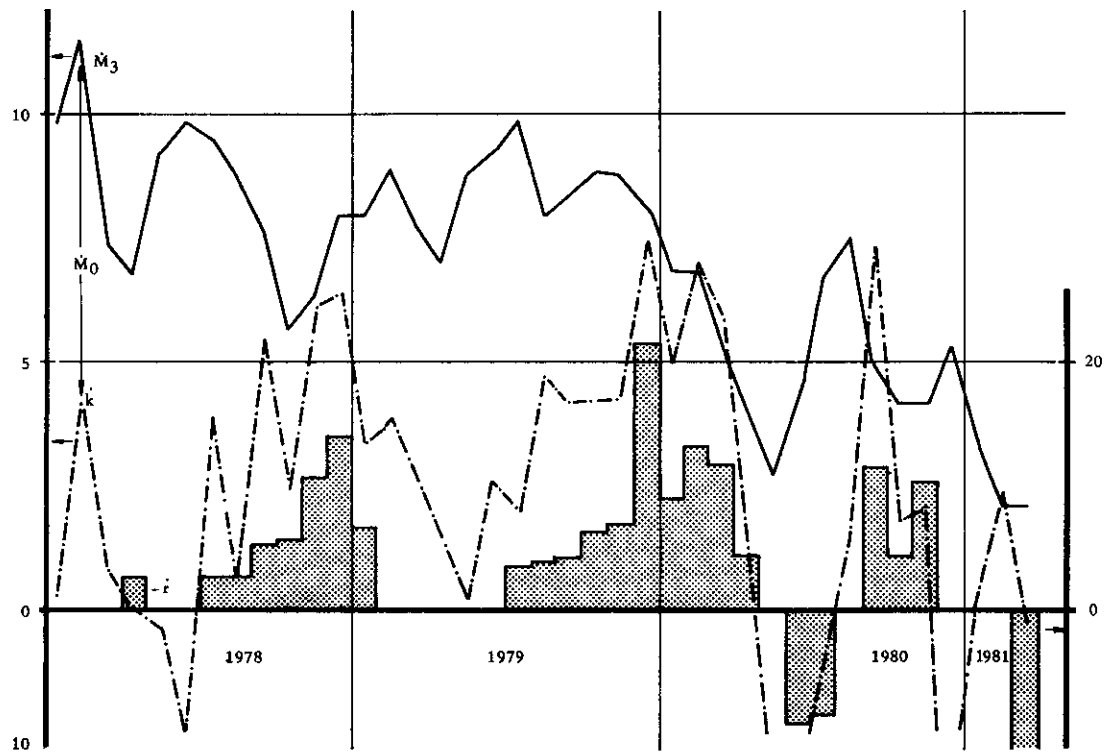


GRAFICO 1

interno respecto al 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 multiplicador 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 nominales de interés y de que éstas tuvieron una gran influencia sobre aquélla no reside en manipulaciones estadísticas -aunque éstas podrían confirmarlo- sino en 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 tasa 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 para apreciar la repercusión monetaria del déficit fiscal es cuantificar su magnitud, observación de donde se deducirá que la administración monetaria no ha tratado 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 aprecia 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.

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.

El crédito interno al Gobierno está formado casi con exclusividad por Letras de Tesorería, introducidas y generalizadas en 1976, en reducida proporción por los demás títulos públicos y en medida insignificante por 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 nominal 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 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 habrá una modificación en aquellos, no 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 del sistema financiero 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 una 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 tasas 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 <sup>16</sup>; el diferencial de tasas entre letras y depósitos era bastante grande en el primer semestre de ese año, y en el segundo casi no subsistió 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 de más largo plazo. De ahí en adelante 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. Esta diferencia no aumentó lo que debería en parte por las nuevas bajas de encaje en el segundo semestre de 1979. Desde 1980 el diferencial para obtener fondos tuvo a veces que ser sustancial, pero sin lograrse tendencia, patrón o comportamiento reconocible alguno. (Gráfico 2).

La relación de la tasa nominal de interés con factores manejados por la autoridad monetaria puede ser corroborada por otros tres hechos. Primero, a comienzos de 1978 se estableció una reglamentación menos rígida (al exigir condiciones de plazo menos rigurosas), para el ingreso de capitales externos a los efectos declarados por la autoridad económica de 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 pagadas por el endeudamiento público para contrarrestar la pérdida de confianza consecuente a la crisis financiera debida al cierre de casas bancarias de importancia <sup>17</sup>. Tercero, en Febrero de 1981 se hizo lo propio luego 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 re-

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.

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

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)

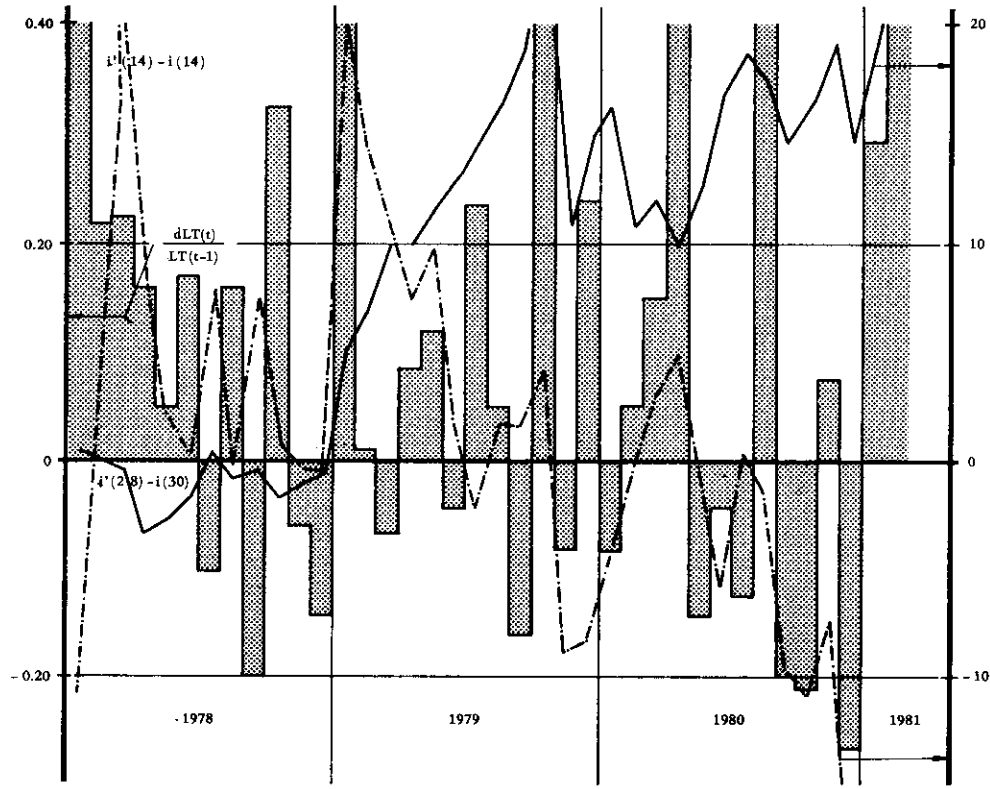


GRAFICO 2

gulatorios), en nuestro país no muestran entre sí diferencia económica alguna sino solo regulación jurídica distinta. Luego de 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 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 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 medidas monetarias tuvieron que ponerse al servicio de aquél. En definitiva, si la política monetaria siguió a un proceso inflacionario autónomo e ingobernable como meta general, su forma de aplicación estuvo signada por las velocidades 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 estables en términos reales?. 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 junto con el oro) y las diferencias de cambio, que presuntamente incluyen rubros distintos de los de dicha denominación. Las demás cuentas tienen una importancia muy pequeña y nacen de operaciones contables antes que de movimientos monetarios de la economía doméstica.

Si bien es posible en hipótesis que las políticas cambiaria y monetaria hayan sido pensadas en forma simultánea, difícilmente el principio sea válido para Argentina, máxime cuando desde 1979 la primera tuvo declarados propósitos estabilizadores.

Salvo excepciones sin trascendencia y el cierre de bancos a prin-

cipios del segundo trimestre de 1980, sistemáticamente se asistió a la compra neta de divisas hasta más allá de mediados de ese año, junto con el 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 garantizado por la autoridad económica bastante por debajo de la tasa 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; desde entonces no se tuvieron expectativas sobre el mantenimiento del tipo de cambio, el proceso inverso de compra por los particulares se agudizó en forma rápida por la permanencia del compromiso de la autoridad económica y en poco tiempo se perdieron la mitad de las reservas acumuladas.

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, un problema de valuación no permite trasladar los valores en moneda doméstica a la extranjera, supuesto que se hubiera superado la cuestión 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. Además algunas operaciones, como son la venta de divisas por debajo del tipo de cambio deben haber sido registradas como diferencias de cambio <sup>18</sup>. Segundo, hay operaciones en divisas de cuenta que dan lugar a modificaciones monetarias y no son computadas como reservas. Por último, existen innume-

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.

rables operaciones, las más importantes de crédito, que repercuten en las reservas sin implicar negociación de divisas. Estas consideraciones explican las razones por las cuales las fuentes registradas de creación monetaria por el sector externo han sido aproximadas por los cambios en las reservas del banco central.

Independientemente de las compras de divisas fomentadas por la política cambiaria, 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 imposibilidad de aplicar una política monetaria monetarista activa en el ambiente inflacionario argentino, la experiencia de 1977 a 1981 permite extraer ciertas conclusiones. Primero, en la práctica pretender traducir en proposiciones concretas de orden cuantitativo los principios conceptuales del modelo monetarista no solo conduce a reglas imperfectas de discreción sino que no son independientes del déficit fiscal. La pasividad de la política monetaria a una tasa exógena de inflación tuvo su sustento en la impracticabilidad de otras reglas.

Segundo, la administración 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. Ha sido el determinante de variaciones del efectivo mínimo, en forma mediata el factor condicionante del volumen de crédito provisto por el sistema financiero y quizá no sería errado atribuirle la elección o combinación de los instrumentos de política monetaria.

## REFERENCIAS

- ARNAUDO, A. (1972). *Economía Monetaria*, Méjico: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- ARNAUDO, A. (1981a). "Las Enseñanzas de la Crisis Financiera", *Novedades Económicas* II, 20.
- ARNAUDO, A. (1981b). *El Crecimiento Financiero Argentino en los Últimos 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 Policy: 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, 78.
- 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.
- RODRIGUEZ, 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.
- TOBIN, J. (1981). "Comments on Papers by Professors Laidler and Tobin", *Economic Journal* XCI, 361.
- 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.

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

RESUMEN

Una política monetaria monetarista normalmente diseñada para la estabilización del nivel nominal de precios debe ser adaptada en una economía inflacionaria donde los precios se ven en parte determinados fuera del sistema monetario y empujados por los ingresos inflacionarios dedicados a financiar el gasto del Gobierno. En tal caso solo es posible una política monetarista pasiva que toma al nivel de precios como dado. Este tipo de política fue intentado en Argentina específicamente luego de la reforma financiera de 1977 hasta 1981. Sin embargo, no puede llamarse monetarista dado que las tasas de interés fueron fundamentales para las decisiones de la autoridad monetaria y el déficit Gubernamental, financiada por medio de la base monetaria, fluctuaba erráticamente.

THE FEASIBILITY OF A MONETARIST MONETARY POLICY IN AN  
INFLATIONARY ECONOMY. ARGENTINA 1978-1981

SUMMARY

A monetarist monetary policy normally devised to obtain the stabilization of the level of nominal prices has to be adapted in an inflationary economy where prices are partially determined outside the monetary sector and pushed by the inflationary revenue devoted to finance Government expenditures. In such a case only a passive monetarist policy is possible which mainly takes the price level as given. This kind of policy was tried in Argentina specifically after the 1977 financial reform and until 1981. Nevertheless, it cannot be called monetarist since the interest rates were paramount for the decisions of the monetary authority and the Government deficit financed by means of the monetary base fluctuated erratically.