

# **Una investigación acerca de las causas de la emisión monetaria y de la inflación. Probabilidad de aplicar las pautas monetarias acordadas con el FMI para el presente año 2022.**

## **Análisis de la política monetaria aplicada en la República Argentina**

**Autor: Dr. Juan Carlos Latrichano**

### **Resumen**

El presente trabajo apunta a revisar las causas predominantes de la emisión monetaria y la incidencia de esta última en el proceso inflacionario. La teoría nos señala que la emisión monetaria la lleva a cabo el Banco Central en función de tres sectores, el externo, el público y el privado. El externo surge por las operaciones con divisas, el público por las operaciones con el Gobierno, especialmente esta asistencia no puede superar el 1% del PIB en el año 2022 y en el 2023 un 0,6%, y el privado por los préstamos a bancos. Sin embargo, la mayoría de los análisis que tratan el crecimiento de circulante tienden a atribuir la causa solo a las operaciones de préstamos al Gobierno. A su vez, basado en los análisis de la Escuela Monetarista se atribuye la inflación solo a la emisión monetaria. El presente trabajo intentará ampliar las causalidades de la emisión monetaria, especialmente las dominantes en distintas etapas, estableciendo que no siempre las dominantes son las que atañen a préstamos al Gobierno. A su vez se analizará la causalidad de la inflación intentando demostrar que no solo la emisión monetaria es responsable de la misma.

### **Abstract:**

The present work aims to review the predominant causes of the monetary issue and the incidence of the latter in the inflationary process. The theory tells us that the monetary issue is carried out by the Central Bank based on three sectors, the external, the public and the private. The external arises from foreign exchange operations, the public from especially with the Government, this assistance cannot exceed 1% of GDP in 2022 and 0.6% in 2023, and private assistance for loans to banks. However, most of the analyzes that deal with the growth of money in circulation tend to attribute the cause only to loan operations to the Government. In turn, based on the analyzes of the Monetarist School, inflation is attributed only to the monetary issue. The present work will try to expand the causalities of the monetary issue, especially the dominant ones in different stages, to demonstrate that the dominant ones are not

always those that concern loans to the Government. At the same time, the causality of inflation will be analyzed, trying to demonstrate that not only the monetary issue is responsible for it.

### **Palabras clave**

Circulación

Monetaria

Inflación

Velocidad de Circulación del

dinero Política cambiaria

Demanda de dinero

### **Introducción.**

#### **La multicausalidad de la emisión monetaria**

La emisión/ contracción del dinero primario es llevada a cabo por el Banco Central conforme a tres sectores que son:

- A) Sector externo
- B) Sector público
- C) Sector privado

El sector externo concierne a la compra venta de divisas por parte del Banco Central. Cuando compra imputa Reservas con contrapartida a Circulación Monetaria. Cuando vende pierde Reservas y reduce Circulación Monetaria.

El sector público aparece cuando el Banco Central financia al Gobierno. Aquí activa Adelantos al Gobierno e imputa la emisión. Cuando el Gobierno cancela se hace el asiento inverso. Desde luego este tipo de operación se relaciona con el déficit fiscal dado que habitualmente se lo financia con Adelantos.

Cabe destacar que además el Banco Central compra y vende títulos públicos y desde luego expande dinero cuando compra y retira dinero cuando vende. Aparece aquí un auxilio al Gobierno especialmente cuando no se obtiene refinanciación de la deuda pública a través del sector privado tanto nacional como externo. Esta operación se la conoce con el nombre de Roll Over. Debemos tener en cuenta que el control de la evolución del saldo de la Cuenta Adelantos al Tesoro depende de la reducción del déficit fiscal. Al respecto el mismo no puede superar el 2,3% del PBI conforme a lo acordado con el FMI.

Finalmente, el sector privado aparece cuando el Banco Central otorga préstamos a los bancos y demás instituciones financieras.

Otro instrumento que el Banco Central tiene a mano para manejar el caudal de dinero primario son las Letras de Liquidez. Cuando decide reducir el circulante emite letras, habitualmente adquiridas por los Bancos, En ese caso debita Circulación Monetaria y carga un pasivo llamado Letras de Liquidez.

### **Un caso testigo, mayo 2022**

Para determinar la variación que experimentó la moneda en mayo se tomaron los balances del Banco Central de ese mes, y se compararon activos y pasivos contra los correspondientes al mes de abril, en ambos casos correspondientes al año 2022. El circulante y las letras de liquidez aumentaron lo que lleva a pensar que el causante fue el déficit fiscal, exteriorizando un aumento en la cuenta del activo Adelantos al Gobierno. Sin embargo, no fue así. La cuenta citada se redujo en ciento cuarenta y cuatro mil millones de pesos. Eso se produjo porque en el mes bajo análisis el Gobierno usó recursos que tenía depositados. Esa utilización además agregó circulante.

En resumen, que cuenta del activo provocó además expansión de moneda.

Los Títulos Públicos cuya contraparte efectiva son las Letras de Liquidez, emisión monetaria esterilizada mediante. Los mismos se incrementaron en doscientos setenta y ocho mil millones de pesos mientras que las letras crecieron doscientos setenta y nueve mil millones de pesos.

¿Que provoca el crecimiento del saldo de la tenencia de Títulos Públicos?

En gran medida refinanciaciones de la deuda pública. El llamado Roll Over. Son operaciones que debe realizar el Banco Central cuando el Gobierno no consigue las renovaciones de capital necesarias en el sector privado, tanto local como externo.

Poco más, poco menos, esto explica el panorama del dinero primario pertinente al mes de mayo.

### **Otro caso testigo, año 2002**

En el año 2002 el mayor porcentaje de crecimiento del circulante debemos atribuirlo a los préstamos que el Banco Central les hizo a los bancos.

### **Un último caso testigo, año 2004**

En el año 2004 el incremento de las Reservas explica el mayor porcentaje del crecimiento que experimentan el circulante y las letras del Banco Central.

### **Punto de prueba de la multicausalidad de la emisión monetaria**

Queda demostrado desde la teoría y desde la evidencia empírica que la emisión monetaria es provocada indistintamente por los tres sectores originantes conforme a las circunstancias de cada época. Al mismo tiempo se observa que aparecen sectores

dominantes alternativos. Esto hecha por tierra la uncausalidad de la emisión monetaria ligada al déficit fiscal.

### **La multicausalidad de la inflación**

La teoría en general, y la Escuela Monetarista en particular, señalan que la inflación siempre en todo lugar es un fenómeno monetario. Sin el ánimo de negar esta causa entiendo que no es la única. Algunas causas adicionales son las siguientes:

- Inflación cambiaria
- Puja distributiva
- Inflación importada
- Aumento de la velocidad de circulación del dinero

### **Inflación cambiaria**

Podría suceder que el déficit fiscal no exista en medio de un déficit externo. En este caso sino se obtienen recursos externos el país se vería obligado a devaluar. Esto encarece los productos importados al tiempo que aumentan las exportaciones. Esto último resta bienes

a la oferta interna. Todo esto produce inflación. También se suele sostener que la inflación, expansión monetaria mediante, gatilla la devaluación. Esto queda fuera de lugar tras la experiencia devaluatoria de fines de 2001. En efecto en ese año hubo contracción monetaria y deflación.

### **Puja distributiva**

Una vez que se disparan los precios los gremios apuntan a incrementar salarios en paritarias. Tan rápido como el aumento salarial se concreta comienzan nuevas remarcaciones de precios. Y vuelta a empezar.

### **Inflación importada**

Cuando se producen aumentos de precios de productos que son importados esto eleva los precios internos.

### **Acerca de la velocidad de circulación del dinero**

El objetivo de esta parte del análisis apunta a establecer la evolución de la velocidad de circulación del dinero en nuestro país, en el período 2015 /2020. El propósito es determinar las modificaciones que experimente esta variable

y la incidencia que las mismas tienen en la evolución inflacionaria. Al mismo tiempo se intentará determinar las causas que motorizan sus variaciones. Desde luego los cambios de la velocidad de circulación del dinero se relacionan con los cambios que se producen en la demanda de dinero por parte de las familias y empresas.

Más allá de esto es razonable el siguiente interrogante:

¿Qué produce los cambios en la demanda de dinero?

En la versión tradicional se señala la desvalorización que experimenta la moneda en el proceso inflacionario. Ella hace que la demanda baje. El análisis alternativo sostiene que lo que se produce en realidad es un aumento de la demanda de moneda extranjera. En este último caso la cadena de transmisión del problema sería del siguiente modo:

- a) Se produce un déficit crónico del sector externo, en general esto se origina por atraso del tipo de cambio. Otra causa, se relaciona con la laxitud cambiaria y con la desregulación del comercio exterior.
- b) El déficit externo hace sospechar acerca de la posibilidad de suba del valor del dólar.
- c) El público se desprende de los pesos y compra dólares.
- d) Esto hace subir la velocidad de circulación del dinero.
- e) La suba de la velocidad suele incidir en la aceleración inflacionaria.

## **Estado del arte en materia de la Velocidad de circulación del dinero**

Si bien existen innumerables tratados que se refieren al impacto de la emisión /contracción monetaria con relación a su impacto inflacionario, incluso algunos de ellos munidos de pruebas empíricas (ejemplo Moneda y desarrollo económico de Friedman), no se advierten tratamientos detallados de la velocidad, su impacto y las razones de su variación. Tampoco se han difundido demasiados trabajos referidos a pruebas empíricas. En general los tratados monetarios nos hablan, conforme a Keynes, de tres demandas. La de transacciones, la de precaución y la de especulación.<sup>1</sup>

La primera de ellas está asociada con el nivel del ingreso. La segunda

con los miedos del futuro que de vez en vez tiene la población. La de especulación se relaciona con la tasa de interés real, a menor tasa mayor demanda de especulación y a mayor tasa menor demanda de especulación.

### **¿De qué dependería la velocidad de circulación del dinero?**

Se suele señalar que los cambios que experimenta la velocidad de circulación obedecen a la variación de la demanda monetaria. A menor demanda monetaria mayor velocidad, a mayor demanda monetaria menor velocidad. Esta idea parte de la base que la baja de la demanda monetaria hace que el dinero que me en los bolsillos.

La pregunta central nos lleva a interrogarnos acerca de los factores que determinan los cambios en la demanda monetaria. En tal sentido partimos de la hipótesis de que dicha demanda es funcional a la demanda de moneda extranjera. A mayor demanda de moneda extranjera menor demanda de dinero nacional y viceversa.

1 Ver página 107 del capítulo 13 "Teoría y problemas de macroeconomía" Eugene Diulio-Mcgraw-Hill. 1978.

### **¿De qué dependería la velocidad de circulación del dinero?**

Se suele señalar que los cambios que experimenta la velocidad de circulación obedecen a la variación de la demanda monetaria. A menor demanda monetaria mayor velocidad, a mayor demanda monetaria menor velocidad.

Esta idea parte de la base que la baja de la demanda monetaria hace que el dinero que me en los bolsillos.

La pregunta central nos lleva a interrogarnos acerca de los factores que determinan los cambios en la demanda monetaria. En tal sentido partimos de la hipótesis de que dicha demanda es funcional a la demanda de moneda extranjera. A mayor demanda de moneda extranjera menor demanda de dinero nacional y viceversa.

### **¿De qué depende la demanda de moneda extranjera?**

Se parte de la idea de que la demanda de moneda extranjera es funcional al grado de control de cambios. A mayores controles e impuestos sobre la compra de moneda extranjera menor demanda y viceversa. Desde luego, todo dentro de parámetros razonables.

Al respecto detallamos las últimas regulaciones:

1. Comunicaciones del BCRA 5245, 5526 y 6815 regulando el mercado de cambios y 5850 fijando la tasa cambiaria.
2. Ley 27.541 artículos 35 y 39 del 21 de diciembre de 2019 donde se fija el impuesto País con una tasa del 30% sobre la compra de dólares a precio oficial y para los gastos en moneda extranjera realizados mediante tarjetas de crédito. El plazo de vigencia es de 5 años.
3. Resolución de AFIP número 4815 del 15 de septiembre de 2020 donde se fija una percepción a cuenta del impuesto a las ganancias del 35% para la compra de moneda extranjera y para los gastos en moneda extranjera realizados con tarjetas de crédito.

### **¿Qué pruebas empíricas tenemos para determinar el nivel de la demanda de moneda extranjera?**

Al respecto podemos tomar 3 períodos para el análisis pertinente:

1. Período 2012 al 2015 donde rigieron medidas restrictivas (Circulares del BCRA A 5245 del 10/11/2011 y 5526 del 27/01/2014)

2. Periodo 2016 a 2019 donde rigió un régimen laxo (Circular del BCRA A5850 del 17 /12/ 2015)
3. Periodo 2020 con un régimen de mayor control cambiario (Circular del BCRA A 6815 del 28/10/2019, ley 27.541 del 21/12/2019 y Resolución de AFIP número 4815 del 15/9/2020).

A su vez, los datos de cada etapa vinculados con la fuga de capitales (formación de activos en el exterior anexos 6,7 y 8 del balance de pagos) son los siguientes:

1. Período 2012 al 2015 la fuga fue de 23.347 millones de dólares (promedio anual 5.836 millones de dólares)
2. Período 2016 al 2019 la fuga fue de 88.835 millones de dólares (promedio anual 22.083 millones de dólares)
3. Año 2020 la fuga fue 8.115 millones de dólares.

A su vez la velocidad promedio anual fue en el primer período de un valor de 3,78, en el segundo 4,51 y en el tercero 3,54. Los datos surgen del libro de Orlando Ferreres Dos siglos de economía argentina con cálculos propios.

### **¿Cómo impactó el cambio de la velocidad de circulación en el desempeño inflacionario?**

A pesar de que la emisión monetaria fue extremadamente menor en el período 2016 /2019 (34,85 % promedio anual de crecimiento de M3 contra 74 % en 2020) la inflación fue de un promedio anual de 42,3 % anual contra un 36,3% en 2020. La causa de este hecho extraordinario fue la baja de la velocidad.

#### **3- La fórmula simple que puede iniciar la explicación de la función de la velocidad**

El cuadro siguiente nos muestra los datos correspondientes a la velocidad de circulación y la variación del tipo de cambio para el período 2015/2020:

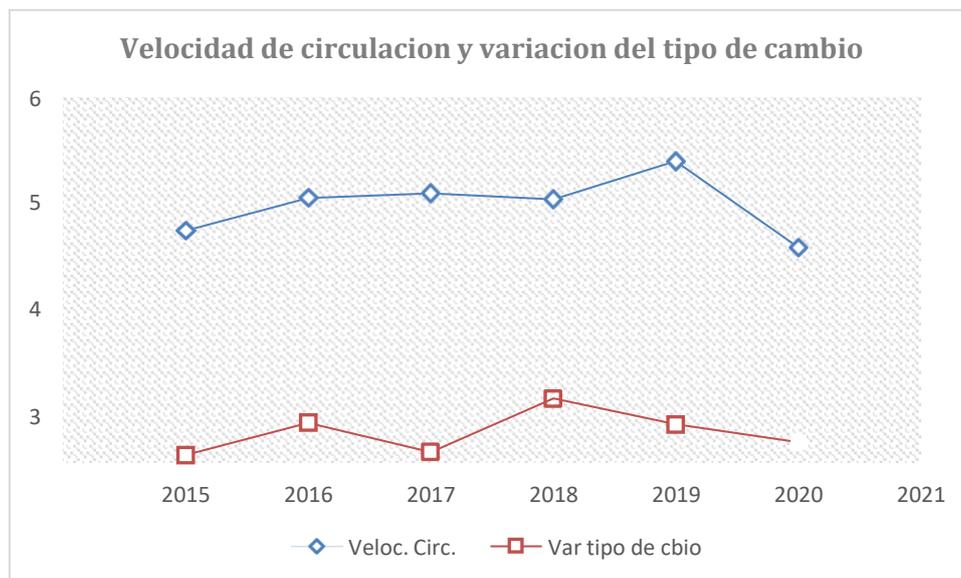
Año	velocidad circulación del dinero	variación tipo de cambio respecto año anterior en tanto por 1	
2015	3,82	0,12	
2016	4,35	0,65	
2017	4,43	0,17	

2018	4,33	1,05	
2019	4,95	0,62	
2020	3,54	0,33	

Fuente: Base de datos UNO con cálculos propios

En base a un cálculo basado en la regresión simple tenemos que la velocidad de circulación es:

Velocidad de circulación =  $3,85 + 0,63 * \text{Variación porcentual (en tanto por uno) anual del tipo de cambio oficial.}$



#### 4-Conclusiones relativas a la velocidad de circulación

La velocidad de circulación de dinero experimenta modificaciones, en función de los cambios de la demanda monetaria, esta, a su vez, sufre por las variaciones que se prevén en el mercado cambiario; a su vez, este, depende del desempeño del balance de pagos, que, a su vez, depende de las medidas cambiarias y del comercio exterior.

Por ejemplo, en el periodo 2016-2019, se aplicó laxitud cambiaria y librecambismo; en cambio, en 2020, se introdujo control cambiario y proteccionismo. El saldo de la cuenta corriente del balance de pagos sufrió las consecuencias; en efecto, en el periodo 2016-2019 hubo un déficit consolidado de \$76.925 millones de dólares, en cambio, en 2020 hubo superávit por 2.981 millones de dólares. La volatilidad cambiaria fue mayor en el periodo 2016- 2019 e impacto aumentando la velocidad de circulación. Esto, hizo que, pese a que la expansión monetaria fuese menor en 2016-2019, la inflación fuese mayor.

## **Conclusiones finales**

De resultados de análisis desarrollado se pueden obtener las siguientes conclusiones finales:

1. La emisión monetaria reconoce causas alternativas dominantes.
2. La inflación no sólo se produce por emisión monetaria

## **Bibliografía**

1. Breve tratado de la reforma monetaria de Keynes. FCE 1992
2. La teoría del dinero y del crédito de Von Mises. Unión Editorial 2012
3. Moneda y Desarrollo Económico de Friedman. El Ateneo 1976
4. Dinero y Bancos de Latrichano Juan Carlos. Libro q editar.