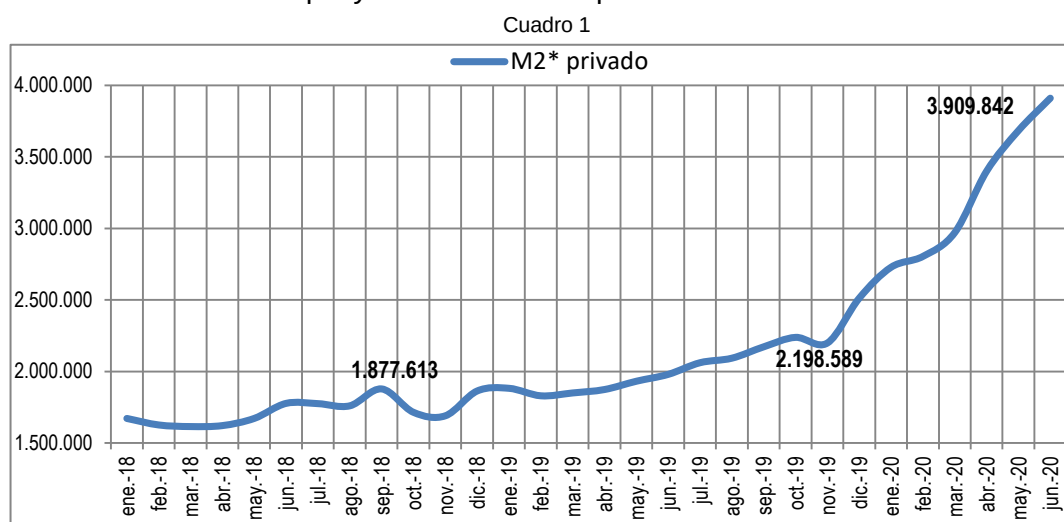


Emisión e inflación, la pareja inseparable

En el informe del blog titulado “La base monetaria en tiempos de pandemia”¹ incorporamos la información de los temores que se advierten por el incremento de la cantidad de dinero en circulación y su impacto en los precios. En esta nota ponemos sobre la mesa ¿Qué hay detrás de esta relación?

Informe de Juan Manuel Tellechea del 22/08/20

A partir de la implementación de las políticas antiviral por parte del Estado y del Banco Central se disparó la cantidad de dinero en circulación (billetes en circulación y depósitos en los bancos, conocido como M2). Algo bastante lógico, dado que ese era precisamente el objetivo. Al mismo tiempo aparecieron, sin sorpresa alguna, quienes presagian un salto inflacionario. Hubo osados que ya vaticinan una hiperinflación.



Fuente: BCRA https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp

¿Por qué siempre se asocia a la emisión de dinero con inflación?

Imaginemos que estamos en la góndola de las frutas y verduras. Allí vemos el kilo de papa a \$50, el de manzanas a \$100 y el de rúcula a \$200. Si tuviese en mi poder un billete de \$200, podría comprar 4 kilos de papa, 2 kilos de manzanas o uno de rúcula. Ahora bien, ¿qué pasaría si se duplicara el precio de esos productos? Evidentemente, ahora con mi billete de \$200 solo podría comprar la mitad de las cosas que antes.

Dicha pérdida de su poder de compra refleja dos caras de la misma moneda: que el dinero perdió valor y/o que aumentó el precio de los bienes. Entonces, ¿cuál fue la causa y cuál fue la consecuencia? ¿El dinero perdió valor, y eso provocó el aumento de los precios? ¿O los bienes aumentaron su precio, y eso llevó a la caída en el valor del dinero?

Así presentamos **la madre de todas las discusiones económicas**. La respuesta a esta pregunta dividió las aguas en la disciplina desde sus inicios, y al día de hoy no se encuentra saldada.

No está en discusión si existe o no un vínculo entre la cantidad de dinero y el aumento de los precios. Esta relación se encuentra presente en la mayoría de los países, aunque se hace evidente al mirar periodos de tiempos extensos (años) o casos de inflación muy elevados. El debate es acerca del orden de causalidad.

Nuestra respuesta más intuitiva probablemente sea que el aumento de los precios lleva a la pérdida de valor del dinero. Al fin y al cabo, es lo más lógico. El billete de \$200 sigue representando el mismo valor que antes, pero lo que sucedió fue que (por algún otro motivo) subieron los precios y entonces ahora con ese mismo billete puede comprar menos bienes. ¿Qué tiene que que suceder para que podamos comprar la misma cantidad de bienes que

¹ <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2020/07/159-la-base-monetaria-en-tiempos-de-pandemia.pdf>

antes? Tendría que tener en mi poder dos billetes de \$200, es decir más dinero. Con lo cual, en un contexto de aumento de precios para mantener el poder de compra del dinero se necesitan más billetes.

El **enfoque monetarista** (de allí su nombre), afirma lo contrario: la expansión de la cantidad de dinero es lo que provoca el aumento de los precios. Ahora bien, para sostener ese argumento como primera medida se debe brindar una explicación teórica que me lleve desde "A" (la expansión del dinero) hacia "B" (el incremento de los precios), es decir $A \blacktriangleright B$.

La más conocida es que si aumenta la cantidad de dinero, las personas al tener más plata gastan más, y eso lleva a que las empresas aumenten sus precios. Analicemos esto más en detalle. Pongámonos en el lugar de una empresa que observa que está aumentando su demanda. Frente a esto tiene dos opciones: i) subir el precio de su producto; ii) satisfacer esa demanda produciendo más. El solo hecho de que haya dos posibilidades ya me estaría invalidando la afirmación, ya que con esto alcanza para decir que no siempre $A \blacktriangleright B$.

El monetarismo podría sostener que por lo general se cumple $A \blacktriangleright B$, si se observara que lo más común para las empresas es subir los precios. ¿Es así?

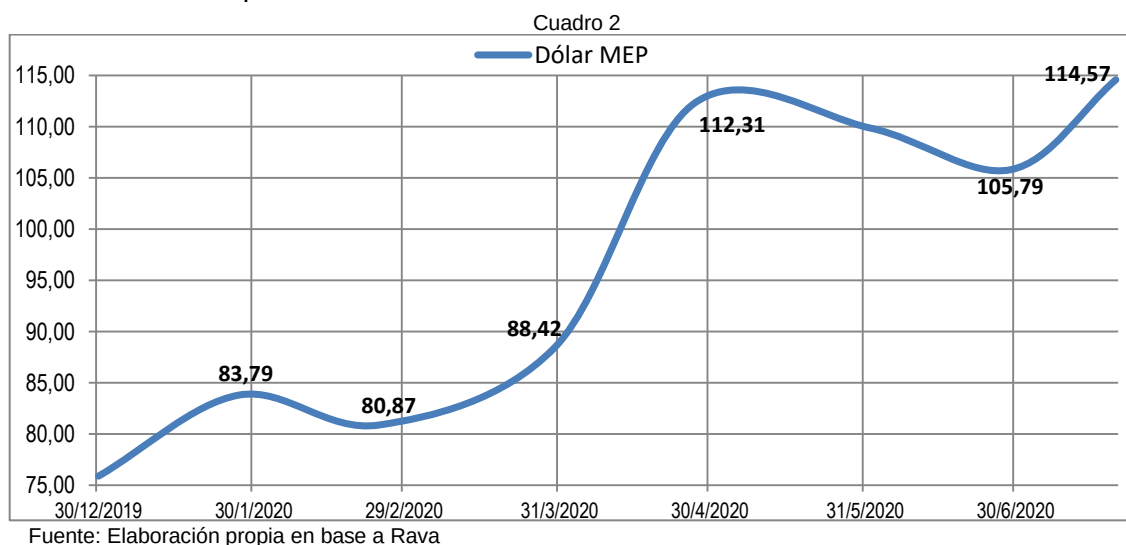
Una empresa que decide aumentar el precio corre el riesgo de perder clientes a mano de la competencia; algo que precisamente sucedería si esa competencia decide producir más (en lugar de aumentar el precio). Con lo cual, frente a un aumento de la demanda tampoco parece ser la respuesta lógica ni generalizada la opción de subir los precios.

Al monetarismo le queda un último as bajo la manga. *¿Qué pasa si las empresas se encuentran utilizando toda su capacidad de producción?* En este caso, frente a un aumento de la demanda resulta evidente que no les queda otra opción que subir los precios. Es decir, ahora sí el monetarismo está en condiciones de sostener que siempre ocurre $A \blacktriangleright B$, el problema es que para que eso suceda tiene que observarse algo casi imposible, como es que todas las empresas de Argentina se encuentren trabajando en su máxima capacidad de producción.

¿A darle a la maquinita, entonces?

No tan rápido. Los riesgos existen, pero el punto es que no se manifiestan a través de los mecanismos que el monetarismo sostiene. Y la diferencia es importante porque eso lleva a diferentes diagnósticos y recomendaciones de política económica.

En Argentina, el principal factor que está por detrás del aumento de los precios es la cotización del dólar. A partir de eso, el riesgo que tiene la expansión de la cantidad de dinero en la economía es que una parte se vuelque a la compra de dólares, impulsando la devaluación del tipo de cambio, tenga impacto en los costos y que eso sea lo que provoque el incremento de los precios.



Dado que en la actualidad existen estrictas regulaciones para la compra, resulta muy difícil que eso suceda. Sin embargo, donde sí se está observando una presión al alza es en los distintos tipos de cambio "paralelos" que funcionan en la actualidad para comprar dólares. Por ejemplo, el dólar "MEP" (una manera legal de hacerse de la moneda a través de la compra y venta de títulos públicos – ver cuadro 2).

Si bien la referencia para las empresas a la hora de fijar los precios sigue siendo el tipo de cambio oficial (porque la gran mayoría de los insumos importados se adquieren a ese valor), el problema estaría en que el incremento del dólar paralelo empieza a influir en las expectativas de las empresas, ya que podrían creer que eso va a provocar una devaluación del oficial y entonces busquen anticiparse, aumentando sus precios.

En suma, la inyección de dinero resulta necesaria en un contexto donde buena parte de la producción se encuentra frenada, pero se debe monitorear de cerca para evitar que eso presione la/s cotización/es del dólar y el traslado a los precios produzca inflación, sobre todo cuando se levante la cuarentena y las empresas vuelvan a producir con normalidad.

¿Por qué la inflación es un problema?

Existen varias razones, aquí voy a detenerme en las tres que creo que son las más importantes. En primer lugar, porque puede llevar a la pérdida del poder adquisitivo, algo que sucede sobre todo en contextos donde la inflación se acelera súbitamente. La aclaración es importante, porque en contextos de inflación estable el poder de compra suele acompañar o incluso mejorar.

El segundo problema es que desincentiva las inversiones de mediano/largo plazo de las empresas (y, de allí, afecta directamente al crecimiento económico). Ponerte en el lugar de una empresa que está analizando a ver si le conviene o no invertir en una nueva máquina. A grandes rasgos, la decisión pasa por identificar si el aumento de los ingresos (generados gracias a la incorporación de la máquina) es superior al costo de la misma. Fíjate que el cálculo requiere de una proyección de los ingresos futuros y, por ende, también de la inflación. Ahora bien, *¿qué tan fácil te parece que es lograr una estimación más o menos aproximada de lo que va a suceder en el futuro con la inflación?*

Claramente esto es algo muy difícil y eso desincentiva algunas inversiones. Solamente se llevarán a cabo los proyectos cuya rentabilidad esté bastante asegurada (que son los que compensan la mayor incertidumbre asociada a la imposibilidad de evaluar correctamente el riesgo o el costo del proyecto). La causa, por detrás de todo esto, es el aumento en la volatilidad de las principales variables macroeconómicas, en particular aquellas vinculadas con las decisiones financieras: inflación, tasas de interés y tipo de cambio.

Lo que nos lleva al tercer y –probablemente- más importante problema de todos: el aumento del poder de compra en moneda extranjera. Esto es lo que en la jerga económica se le llama **"apreciación cambiaria"**. ¿Pero cómo puede ser la mejora del poder de compra un problema? Porque significa un incremento de la demanda de dólares (podes comprar más insumos o productos importados, te sale más barato viajar al exterior, puedes comprar más dólares para ahorrar, etc.), y por lo tanto una presión al alza en el tipo de cambio.

¿Y por qué suben los precios?

Acá es donde se pone más entretenida la cosa, porque si más o menos seguís las discusiones económicas te habrás dado cuenta de que hay dos grandes "bandos": por un lado, quienes afirman que la inflación es provocada por el incremento en la cantidad de dinero en circulación; y por otro, quienes sostienen que eso se debe al aumento de los costos de las empresas.

¿Cuál tiene razón? Al día de hoy, no hay acuerdo y eso se refleja en la cantidad de economistas de un lado y del otro que discuten sobre el tema. No obstante, creo que la explicación vinculada a los costos es i) más directa, ii) más consistente y iii) se ajusta mejor a la evidencia empírica.

En primer lugar, es más directa por una razón muy simple. Los precios los ponen las empresas, y para eso se fijan en sus costos de producción (insumos, salarios, impuestos, etc.). Si el costo por unidad aumenta, por lo general eso llevará a las empresas a subir los precios (para evitar la reducción del margen de ganancia). Desde ya, el contexto importa: en una recesión –como la actual- se hace más difícil trasladar los aumentos de costos a los precios, sobre todo para las pymes.

En cambio, la explicación que vincula la expansión de la cantidad de dinero con el aumento de los precios requiere que se cumplan algunas condiciones que hacen muy difícil que eso suceda (lo analizamos acá). Lo que sí puede suceder es que presione al alza al tipo de cambio y que eso lleve al aumento de los precios. Pero, precisamente, eso sucede porque la suba del dólar se traduce en un aumento de los costos de las empresas (ya que ahora los insumos importados son más caros).

¿Cambia tanto si el problema es una cosa o la otra? Sí, bastante, porque distintos diagnósticos llevan a diferentes políticas económicas. Por ejemplo, quienes afirman que el problema es la cantidad de dinero van a reclamar por un ajuste del déficit fiscal (algo que analizamos acá) o directamente por el control de la emisión monetaria, como intentó G. Sandleris en su momento. Por el contrario, quienes sostienen que el problema viene por el lado del tipo de cambio, van a recomendar tratar de contenerlo ya sea a través de la intervención directa del BCRA (comprando o vendiendo dólares) o, llegado el caso, a través de regulaciones más estrictas sobre la demanda de divisas.

De todos modos, el canal sería siempre por medio del tipo de cambio. Por lo tanto, el aumento de la cantidad de dinero sería a lo sumo un caso particular de la explicación general. Al analizar la correlación de los datos, también se hace evidente que existe una vinculación mucho más estrecha entre el tipo de cambio, aumento de costos y la inflación. Es más, la relación entre la emisión y la inflación es más bien negativa en el corto plazo.
