

## La demanda de dinero y la tentación de emisión - Corto y largo plazo

Por José Pablo Dapena

Después de 16 meses de alza, el índice de precios nos sorprende con un baja. Lo sorprendente es que se produce en un contexto de emisión activa de dinero. En el siguiente cuadro observamos la evolución de las diferentes variables,

	<b>Diciembre de 2001</b>	<b>Diciembre de 2002</b>	<b>Mayo de 2003</b>	<b>Δ% 05-03/12-01</b>	<b>Δ% 05-03/12-02</b>
Base Monetaria en millones de pesos	\$ 12.169	\$ 29.302	\$ 34.149	% 181	% 16.5
Valor Tipo de cambio \$/US\$	\$ 1	\$ 3.36	\$ 2.88	% 236	-% 14.3
Variación PBI real	100	89.1	94.5	-%10.9	%6
Indice de precios al consumidor	97.60	137.57	140.52	% 44	% 2.1
Indice de precios al por mayor	100.22	218.44	213.20	% 112	-% 2.4

Fuente: en base a datos Indec y BCRA

La base monetaria en pesos (sin cuasimonedas) se ha incrementado notablemente mientras que el índice de precios minoristas no ha acompañado. Cuales son motivos plausibles por los que la emisión de dinero no se haya trasladado a los precios, mas aún con retracción del PBI, y que consecuencias puede tener? La respuesta apropiada puede tener varias dimensiones.

Una se encuentra en la falta de ajuste tarifario en las empresas de servicios públicos; los mismos no han sido renegociados de manera de adecuarse al nuevo escenario de precios relativos. En el mismo sentido, los precios de bienes comercializables internacionalmente se encuentran limitados por el impacto de las retenciones. Las empresas por su parte se encuentran con capacidad instalada ociosa (lo que permite producir sin subir los precios), pero la crisis financiera y la falta de crédito no permiten explotar mejor esa situación. Los bancos, aún absorbiendo una parte considerable de la emisión de pesos, no los han transformado en crédito para consumo todavía, teniéndolos bien guardados como reservas por el momento.

Una segunda dimensión surge del hecho que no ha habido un incremento generalizado de salarios que impacte en costos de empresas y capacidad de consumo, sino que las subas han sido puntuales o sectorizadas, en un promedio de 11%, modificando efectivamente el salario real (en 2001 el rechazo a una baja nominal de salarios del 10% fue generalizado, mientras que de 2001 hasta ahora, el mismo se ha licuado en un porcentaje mayor sin reclamos generales ni de centrales obreras). Es innegable el comportamiento asimétrico con respecto al salario real en cuanto a que los altos niveles de desocupación hacen mas difícil ajustar hacia arriba frente a un incremento de

precios, que ajustar hacia abajo con precios constantes. En la medida que los sueldos nominales se mantengan razonablemente estables, no cabe esperar mayores sorpresas.

Un tercer elemento es la "desbancarización" de la economía: se necesita mantener mayores cantidades de efectivo nominal por la suba en los precios y el incipiente crecimiento real, pero mas aún por motivos de contar con dinero efectivo para realizar transacciones; el sistema financiero no se utiliza de manera intensiva por desconfianza, y principalmente porque parte de la economía puede haberse "informalizado", y en economías informales se sustituyen instrumentos del sistema bancario como medio de pago por mayores cantidades de efectivo para realizar transacciones (un indicio en ese sentido es que a pesar de lograr niveles de recaudación récord durante el mes pasado, el ingreso por impuestos a los débitos y créditos bancarios disminuyó).

Estas causas incrementan la demanda de corto plazo de pesos, que permite la emisión sin generar excedentes de oferta y en consecuencia incremento de precios. El comportamiento de la demanda de efectivo es un aspecto clave para la política monetaria. No se cuentan con datos muy concretos sobre la evolución de la misma, y existe cierta impresión que la política es de "tanteo": se emiten pesos y se evalúa como reacciona el índice de precios en el tiempo.

Sin embargo un aspecto fundamental es diferenciar la demanda de pesos de corto plazo de la demanda de pesos de mediano y largo plazo. No necesariamente las dos deben coincidir, y existen ciertos factores que pueden hacer pensar que la de corto es mayor que la de largo, motivo por el cual circunstancialmente los precios no reaccionan. Si la hipótesis fuese correcta, el problema surgiría cuando comenzase a caer la demanda si la economía se comienza a formalizar y el crédito bancario (y el sistema financiero en general) se revitaliza, donde el excedente de pesos debiera ser absorbido de alguna manera. En la medida que el Banco Central le devuelva dólares a los privados por los pesos excedentes, no habrá inconvenientes, pero de ser necesario contar con los mismos para reservas o pagos de deudas, podría generar presiones sobre el tipo de cambio en el mediano plazo.

En este contexto, que la economía demande circunstancialmente pesos puede dar lugar a la peligrosa posibilidad que el Gobierno utilice el crédito del Banco Central a través de la emisión para financiar gasto e inversión pública, y eventualmente pago de rentas e intereses de bonos en pesos, ya que la emisión de dinero discrecional es una forma muy fácil y dañina de atender y solucionar reclamos políticos. La confianza en la moneda es un activo muy difícil de conseguir, y que solo se obtiene con años de construcción de confianza y se pierde muy rápidamente.

Es de esperar que el Gobierno se maneje con prudencia en estos temas (es positivo que el propio Banco Central proponga metas de inflación como política, validando su cometido no siempre respetado de "defensa del valor de la moneda"). La tentación de emitir pesos es muy grande cuando se descubre que dicho crédito es absorbido por el mercado, pero que no comprometa credibilidad, estabilidad y confianza costosamente ganadas. Nuestra economía necesita de políticas que estimulen el crecimiento, pero principalmente necesita generar confianza interna y externa, de manera tal que esa confianza se traduzca en crédito genuino y duradero en el tiempo originado en ahorro y no crédito transitorio y pernicioso por emisión .