

# Política monetaria: bases teóricas, historia internacional y versiones en la Argentina

---

**Camilo E. Tiscornia\***

Universidad Católica Argentina  
ctiscornia@cyt-asesores.com.ar

Revista Cultura Económica

Año XL • N°103

Junio 2022: 39-76

<https://doi.org/10.46553/cecon.40.103.2022.p39-76>

**Resumen:** Históricamente, el dinero ha ocupado un lugar central en la teoría económica. La percepción de su rol e influencia han sido cambiantes a lo largo del tiempo y, si bien hay consensos bastante generalizados, sigue siendo hoy objeto de controversia. La política monetaria, es decir, el manejo de su oferta en base a diversos objetivos, también ha ido evolucionando a lo largo del tiempo, acompañada de los avances teóricos y las situaciones históricas. En este artículo, me propongo hacer una revisión de cómo fueron cambiando los criterios que rigen su accionar y los desafíos que existen en la actualidad a nivel global, así como analizar la evolución de la política monetaria en la Argentina a la luz de ese contexto general.

**Palabras clave:** Fluctuaciones comerciales; ciclos; sistemas monetarios; normas; regímenes; gobierno y sistema monetario; sistemas de pago; la política monetaria; los bancos centrales y sus políticas

***Monetary policy: theory, international history and applications in Argentina***

**Abstract:** *Historically, money has always occupied a central place in economic theory. The perception of its role and its influence have changed over time and, although there is quite general consensus, it is still controversial today. Monetary policy, that is, the management of its supply based on several objectives, has also evolved over time along theoretical advances and historical situations. In this article, I intend to review how the criteria that govern its actions have changed and the challenges that currently exist at a global level, as well as analyze the evolution of monetary policy in Argentina within that context.*

**Keywords:** *Business fluctuations; cycles; monetary systems; standards; regimes; government and the monetary system; payment systems; monetary policy; central banks and their policies*

## **I. Introducción**

Históricamente, el dinero ocupó un lugar central en la teoría económica. La percepción de su rol e influencia han sido cambiantes a lo largo del tiempo y, si bien hay consensos bastante generalizados, sigue siendo hoy objeto de controversia. La política monetaria, es decir, el manejo de su oferta en base a diversos objetivos, también ha ido evolucionando a lo largo del tiempo, acompañada de los avances teóricos y las situaciones históricas. En este artículo, me propongo hacer una revisión de cómo fueron cambiando los criterios que rigen su accionar y los desafíos que existen en la actualidad a nivel global, así como analizar la evolución de la política monetaria en la Argentina a la luz de ese contexto general.

## **II. Política monetaria en el mundo**

### **1. Naturaleza del dinero, rol histórico de los bancos y patrón oro**

Para comenzar, es preciso saber qué se entiende por dinero. No hay nada que sea dinero en sí mismo, sino que se define por el cumplimiento de tres funciones claramente identificadas: unidad de cuenta, medio de pago y reserva de valor. Por eso, a lo largo de la historia, diversos objetos han cumplido el rol del dinero. Durante mucho tiempo han sido metales, como el oro o la plata, lo que evidencia la dificultad para hacer política monetaria en esos casos, ya que su oferta no era fácilmente controlable por las autoridades. El uso del papel moneda abrió todo un mundo de posibilidades por la facilidad de controlar su oferta.

En este último caso, puede aparecer rápidamente la idea de un Banco Central en total control de la emisión de dinero, pero ello no es así. Los bancos comerciales fueron y siguen siendo emisores de dinero, ya que sus depósitos también cumplen el rol de dinero y compiten en esa función con los billetes y monedas emitidos típicamente por un Banco Central. Esto añade complejidad a la gestión de la política monetaria ya que la oferta de dinero no queda controlada exclusivamente por una entidad central, sino que los bancos comerciales también intervienen, algo que no siempre ha sido adecuadamente incorporado en los modelos macroeconómicos más generales.

Históricamente, los metales han sido los objetos preferidos para cumplir el rol de dinero (Cortés Conde, 2007). Sin embargo, la facilidad para hacer transacciones que implica el uso del papel moneda llevó a que se

implementaran sistemas en los que una caja de conversión (claro antecesor de los bancos centrales) se encargaba de entregar papel moneda a cambio de metales en base a una relación establecida y que se mantenía en el tiempo, buscando asegurar la reversibilidad de las operaciones y dar garantía al papel moneda emitido. Este era el esquema de funcionamiento del patrón oro, el esquema monetario que predominó a nivel global hasta la Primera Guerra Mundial (White, 2014; Gerchunoff & Llach, 2018). En la medida en que era aplicado en la mayoría de los países, generaba en forma indirecta una relación estable en el valor relativo de las monedas de los países, es decir, que se encontraba en un mundo en el que predominaba el tipo de cambio fijo entre monedas.

Es claro que el patrón oro imponía una gran limitación al accionar de la política monetaria, ya que los movimientos de la oferta de dinero quedaban supeditados al ingreso y salida de oro de los países. Pero esto no implicaba que la oferta de dinero no pudiera variar por otros motivos, y ello se debe a dos razones. La primera es que esa limitación no impedía que los bancos comerciales pudieran expandir los medios de pago a través de prestar lo que ellos recibían en depósito, en línea con lo señalado previamente. Y la segunda es que, ante determinadas circunstancias, la caja de conversión podía emitir papel moneda sin el respaldo en metal. En concreto había dos casos muy relevantes: la necesidad de rescatar al sistema bancario en caso de que enfrentaran retiros masivos de depósitos y la asistencia al soberano para solventar sus gastos, lo que se denomina señoreaje.

La aplicación del patrón oro coincidió con un período muy particular de la historia económica mundial, caracterizado por una gran globalización, tanto en el comercio de bienes como en los movimientos de capitales. La combinación dio como resultado elevadas tasas de crecimiento de la producción y el desarrollo acelerado de varias regiones, por ello, pasada la Primera Guerra Mundial, varios países intentaron reponer un sistema similar al patrón oro: el patrón cambio-oro (White, 2014; Gerchunoff & Llach, 2018). En este esquema, los principales países volvían a mantener una paridad fija de sus monedas con el oro, pero el respaldo de las mismas podría incluir, además del oro, las monedas de los otros. Sin embargo, los resultados ya no fueron tan favorables; la crisis de 1930 contribuyó a esos malos resultados, lo que llevaron a sucesivos abandonos del patrón, a punto tal que en 1937 ningún país estaba en el patrón oro. Sin embargo, a partir de 1945 el sistema monetario internacional volvió a un esquema similar. En él, el dólar norteamericano, la moneda de la nueva potencia mundial, mantenía una

paridad fija con el oro y contaba con su respaldo, mientras que el resto de las monedas mantenía una cotización fija respecto del dólar y su respaldo en dólares. El sistema terminó definitivamente cuando, en 1971, el presidente norteamericano, Richard Nixon, decidió suspender la convertibilidad del dólar en oro.

## **2. Distintas versiones de la teoría cuantitativa del dinero y consecuencias en la política monetaria del siglo XX**

### **2.1. Hume**

La insistencia en recurrir a esquemas que implicaban una gran rigidez para la política monetaria, en última instancia, reflejaba la concepción más aceptada en aquella época acerca de los efectos que las modificaciones de la oferta de dinero tienen en el sistema económico: la teoría cuantitativa del dinero. Esta teoría, de larga data, había sido muy bien expresada por David Hume en 1752 en su “Of Money” (Dimand, 2013):

(...) aunque el alto precio de las *commodities* sea una consecuencia necesaria del aumento del oro y la plata, no sigue inmediatamente a ese aumento; pero se requiere algún tiempo antes de que el dinero circule por todo el estado y haga sentir su efecto en todos los rangos de la gente. Al principio, no se percibe ninguna alteración; por grados sube el precio, primero de una *commodity*, luego de otra; hasta que el conjunto alcance por fin una justa proporción con la nueva cantidad de metálico que hay en el reino. En mi opinión, es solo en este intervalo o situación intermedia, entre la adquisición del dinero y la subida de los precios, que la cantidad creciente de oro y plata es favorable a la industria. (Hume, 1752: Mo 7, Mil 286-7).

(...)

De todo este razonamiento podemos concluir que no tiene ninguna importancia, con respecto a la felicidad doméstica de un estado, que el dinero sea en mayor o menor cantidad. (Hume, 1752: Mo 9, Mil 288-9).

Esta concepción expresa la idea de que los cambios en la oferta de dinero tienen efectos sobre la producción en el corto plazo, pero no así en el largo donde solo terminan provocando modificaciones en los precios. De aquí la adhesión a esquemas de manejo de política monetaria más bien rígidos que surge de teorías como estas.

Pero Hume avanza un paso más y afirma que:

La buena política del magistrado consiste solo en mantenerlo (dinero), si es posible, cada vez mayor; porque, por ese medio, mantiene vivo un espíritu de industria en la nación, y aumenta la reserva de trabajo, en la que consiste todo el poder real y la riqueza. (...) Esto se explicará fácilmente, si consideramos que las alteraciones en la cantidad de dinero, ya sea de un lado o del otro, no van inmediatamente acompañadas de alteraciones proporcionales en el precio de las mercancías. Siempre hay un intervalo antes de que las cosas se ajusten a su nueva situación (Hume, 1752: Mo 9, Mil, 288-9).

Así, Hume considera que, en la medida en que la oferta de dinero crezca en forma sostenida, también se puede mantener en esa situación de corto plazo en que la actividad económica se encuentra tonificada por la expansión monetaria. Es decir, a través de este mecanismo, sostener una política monetaria permanentemente expansiva lograría efectos duraderos sobre la producción, una afirmación atrevida que, como se verá luego, será cuestionada.

## **2.2. Fisher**

El otro gran exponente de esta teoría fue el notable economista norteamericano Irving Fisher, de fines del siglo XIX y principios del XX. En líneas generales, Fisher replica los aspectos conceptuales que ya se encontraban en Hume, es decir, la idea de que cambios en la oferta de dinero afectan a la producción solo en el corto plazo y se reflejan en los precios en el largo, pero le da una formulación matemática explícita y destaca el rol que la demanda de dinero juega en el cumplimiento de estos resultados (Laidler, 1977).

Para Fisher, en tanto y en cuanto la velocidad de circulación del dinero sea estable, los cambios en la oferta monetaria se verán reflejados en el valor de las transacciones y, en la medida en que la cantidad de estas sea independiente de la oferta de dinero (en el largo plazo), esencialmente en los precios de la economía. La velocidad de circulación del dinero encierra la idea de que una misma unidad de dinero interviene en varias transacciones de la economía. Fácilmente puede verse la vinculación de este concepto con el de demanda de dinero: una mayor velocidad de circulación va asociada con una menor demanda de dinero, ya que aumenta aquella cuando el público se desprende del dinero porque no lo desea. Para Fisher, esa velocidad (o lo que es lo mismo, la demanda de dinero) era estable, de ahí los resultados que obtenía.

Pero surge en Fisher algo que luego jugará un papel fundamental para la gestión de la política monetaria. Él afirma que una eventual expansión monetaria afectaría al alza las tasas de interés, en la medida en que el público anticiparía la futura suba de precios resultante de la política (Dimand & Gómez Betancourt, 2012; Dimand, 2013). Incluye así en la discusión la cuestión central de las expectativas de inflación.

### **2.3. Keynes**

Este marco teórico entró en crisis con la larga recesión que afectó a gran parte del mundo en la década de 1930 y fue reemplazado por la visión que Keynes (1992) expuso en su *Teoría General*. En ella tiene gran relevancia la denominada “trampa de liquidez”: una situación en que la demanda de dinero se vuelve infinita, es decir, que cualquier expansión monetaria termina en los bolsillos del público, sin impacto en términos de mayores transacciones, por lo que ni siquiera se pone en marcha el mecanismo de corto plazo que favorecería la producción según Hume. A esta situación, ciertamente anómala, se llegó por el colapso del sistema financiero, resultado, a su vez, de condiciones crediticias excesivamente laxas en años previos, que dieron lugar a inversiones que no rindieron lo esperado y provocaron quiebras generalizadas. En ese contexto, distinguir quién está en buenas condiciones financieras y quién no es complejo, por lo que desaparece el crédito y tener dinero es valioso. Nótese las implicancias absolutamente distintas que tiene esta situación para el manejo de la política monetaria en relación a situaciones previas.

El círculo se cierra con otro punto central de la visión de Keynes. La causa de la recesión, y más en general de los ciclos económicos, era la volatilidad de lo que él llamó “animal spirits”, la voluntad que tienen los inversores de invertir. Salir de la recesión requería del aumento del gasto público para dar impulso a la demanda agregada que se había contraído por el menor impulso inversor, lo cual, en condiciones de elevado desempleo y precios virtualmente rígidos, daría lugar a un aumento de la producción. Más aún, para Keynes, el sistema capitalista es inherentemente inestable porque está sujeto a las fluctuaciones del volátil ánimo inversor, por lo que se requiere un manejo activo de la política fiscal para compensar esa inestabilidad. Queda así planteada la escena para lo que comenzará a ser, desde entonces, el manejo de la política monetaria: debía estar orientada a facilitar el financiamiento de la política fiscal necesaria para asegurar un elevado nivel de empleo.

Comienza luego de la Segunda Guerra Mundial una época en que, tal como señalamos previamente, los países vuelven al esquema monetario rígido del patrón cambios-oro, pero un manejo más activo, específicamente expansivo, de la política fiscal, apoyado por una política monetaria laxa. Es decir, que coexiste un compromiso de que el papel moneda en circulación tenga respaldo en dólares (o en oro en el caso del dólar), pero al mismo tiempo hay expansiones monetarias que no tienen como contrapartida la adquisición del respaldo, lo que deteriora la relación de respaldo de las diversas monedas. Para esta debilidad, se sumaron controles a los movimientos de capitales. Así, comenzaba un período que remedaba el de principio de siglo, con un esquema monetario rígido, globalización del comercio de bienes con el advenimiento de la paz, pero con menos movilidad de capitales que la de aquel momento (White, 2014; Gerchunoff & Llach, 2018).

## 2.4. Curva de Phillips

¿Dónde queda en todo esto el efecto sobre los precios que tanto Hume como Fisher enfatizaban ante una expansión monetaria? El esquema de Keynes en la *Teoría General* postergaba las cuestiones relacionadas con ello hasta la situación de pleno empleo, la cual lucía lejana desde la perspectiva de los años '30. Pero el hueco se llenó con relativa facilidad. En 1958, el economista A. W. Phillips publicó un célebre artículo en el que encontraba para Inglaterra una relación decreciente de largo plazo entre la variación porcentual de los salarios y la tasa de desempleo, es decir, que con niveles bajos de desempleo iban asociadas subas rápidas de los salarios y al revés con elevado desempleo. Basta con asumir que los precios de los bienes y servicios se forman como un margen sobre los salarios (Bajo & Mones, 2000) para reformular la relación entre la variación de los precios, es decir, la inflación, y el desempleo, dando lugar a lo que se conoce hoy en día como la curva de Phillips, un concepto central en el manejo de la política económica, en general, y de la monetaria, en particular.

Con este añadido, las políticas fiscal y monetaria podrían manejarse apuntando a lograr la combinación deseada por las autoridades de inflación y desempleo. Si en el afán por lograr un elevado nivel de empleo, aprovechando el mecanismo de Hume, el aumento de precios terminaba siendo excesivo, el mismo se podría moderar siendo menos expansivo fiscal y monetariamente, aunque pagando un costo en materia de menor nivel de producción, o sea, con un mayor desempleo (Samuelson & Solow, 1960).

En los hechos, lo que terminó pasando es que se abusó de la expansión fiscal y monetaria, y la inflación comenzó a ubicarse en niveles muy elevados. Al mismo tiempo, con la emisión monetaria para financiar al fisco se fueron deteriorando las relaciones de respaldo de las diversas monedas, dando lugar a periódicas correcciones en su relación de valor con el dólar y terminando, en última instancia, con la mencionada declaración de inconvertibilidad del dólar en 1971, que no fue otra cosa que la aceptación de que no había suficiente oro para todos.

### **3. La crisis de la expansión fiscal y monetaria y el nuevo paradigma teórico de Friedman y Lucas**

#### **3.1. Crisis de la expansión fiscal y monetaria**

Comenzó así una etapa en que las principales monedas ya no contaban con ningún respaldo físico, lo que dio aún mayor libertad a las autoridades para manejar sus políticas monetarias. Al mismo tiempo, quedaba atrás la etapa en que las monedas mantenían tipos de cambio fijos entre sí y comenzaba el predominio de los tipos de cambio flotantes. Al mismo tiempo, progresivamente se iban desmantelando los controles a los movimientos de capitales, en otro paso que remedaba más aún la situación previa a la Primera Guerra Mundial. El resultado, sobre todo en las décadas de 1970 y 1980, fueron movimientos muy fuertes de los tipos de cambio, que dieron lugar a diversos intentos de los países más desarrollados por coordinar mejor sus acciones para evitarlos.

#### **3.2. Friedman**

Pero esta etapa estuvo antecedida por un cambio muy relevante a nivel teórico. A fines de 1967, Milton Friedman dio una conferencia en la que criticó fuertemente el manejo de la política económica que venía dándose al amparo de la teoría de Keynes y la curva de Phillips, y que desde el punto de vista teórico marcó el fin de la hegemonía de ese modo de proceder. Friedman retomó el tema de las expectativas de inflación que había trabajado Fisher para dar una explicación más precisa de cómo funcionaba el mecanismo que había explicado Hume y que, en última instancia, estaba detrás de la curva de Phillips. Para Friedman los efectos de la emisión monetaria sobre la producción se dan en tanto y en cuanto los trabajadores no ajusten sus expectativas de inflación. Mientras este sea el caso, el alza de precios que efectivamente produce la emisión monetaria a medida que el nuevo dinero circula por la economía deriva en una reducción del salario real, ya que



inicialmente los trabajadores no perciben ese cambio de precios; ante esto, las empresas encuentran más rentable aumentar el nivel de empleo y, por ende, la producción. La consecuencia, entonces, es que con la mayor inflación hay un menor desempleo, la relación que encontró Phillips. Pero Friedman enfatiza que el proceso no termina allí, ya que, tarde o temprano, las expectativas de inflación de los trabajadores subirán para ajustarse a la nueva realidad y demandarán mayores salarios en consecuencia, por lo que las empresas elegirán reducir el nivel de empleo, y la situación final en materia de empleo/desempleo y producción será la misma que la inicial; la única diferencia será que la economía se encontrará con una mayor inflación. Así, la relación negativa entre inflación y desempleo implícita en la curva de Phillips queda acotada al corto plazo, definido este por el lapso en que las expectativas de inflación no ajustaron; en el largo plazo, la curva de Phillips será vertical a la que Friedman llamó “tasa natural de desempleo”, por lo que esa tasa de desempleo es compatible con todo tipo de inflaciones, altas o bajas. Se vuelve así al concepto de Hume y Fisher: la política monetaria puede producir efectos reales solo en el corto plazo, mientras que en el largo solo afectan los precios de la economía. El gran avance realizado por Friedman fue identificar el rol clave que las expectativas de inflación cumplen en este proceso. La presentación de Friedman, publicada como artículo en 1968 (Friedman, 1968), está incluida en la lista de los veinte artículos más importantes publicados en la *American Economic Review*, una de las revistas científicas más relevantes en economía, en sus primeros cien años de existencia.

Pero Friedman fue más allá y postuló que, a diferencia de lo que había propuesto Keynes, los ciclos económicos son producto de los cambios en la política monetaria, los cuales, merced al lento ajuste de las expectativas de inflación, derivan en fluctuaciones de la producción (Leijonhufvud, 1992). A esto se denomina “monetarismo”. A partir de su diagnóstico, Friedman propone que la mejor forma de conducir la política monetaria es mediante el compromiso del Banco Central por mantener una tasa de crecimiento constante de la oferta monetaria, lo que se denominó “regla de Friedman”.

### **3.3. Lucas**

Poco tiempo después, la visión de Friedman sería llevada aún más lejos por Robert Lucas. Como señalamos, en el centro del análisis de Friedman estaban las expectativas de inflación, pero ¿de dónde salían las mismas? El mecanismo que él incorporó es el denominado de “expectativas adaptativas”: las expectativas de inflación son un promedio mecánico de inflaciones

pasadas. Lucas (1973) se abocó a analizar el mecanismo de Hume pero aplicando las llamadas “expectativas racionales” ideadas por Muth. En este esquema se asume que quienes forman expectativas sobre una variable lo hacen conociendo el mecanismo que la genera. En el caso en cuestión, el mecanismo que explica la inflación es el que gobierna la política monetaria, por ello, en los modelos construidos por Lucas se parte de suponer que existe un proceso sistemático detrás de la política monetaria, entendida esta como control de la oferta monetaria, que los individuos conocen y en base al cual forman su expectativa de inflación, ya que la oferta monetaria, a la larga, determina los precios de la economía, la típica conclusión de la teoría cuantitativa del dinero. La gran diferencia en los resultados respecto del modelo de Friedman es que en estas condiciones los movimientos sistemáticos de la oferta monetaria son anticipados e incorporados en las expectativas de inflación, de modo que con ellos nunca llega a producirse el proceso de Hume. ¿Hay lugar para que ocurra? Sí, ante cambios inesperados en la oferta monetaria, pero esto lleva a una conclusión extrema de cara al manejo de la política monetaria: solo tendrá efectos en la producción en la medida en que sus movimientos sean absolutamente imprevistos, lo que la hace inútil para cualquier intento de influir en el ciclo económico (Sargent & Wallace, 1975). Queda así desactivado casi por completo el mecanismo que habían descripto Hume y Fisher.

Para reforzar más aún las limitaciones que tendría la política monetaria, poco tiempo después surgió lo que se denominó la “crítica de Lucas” (Lucas, 1976). Lucas afirmaba que había enormes dificultades para intentar anticipar los efectos de cualquier tipo de política ya que, al momento de implementarla, la reacción de los individuos se vería influida por la misma política, por lo que tomar como referencia relaciones históricas entre variables no sería adecuado. En términos más técnicos, los parámetros que gobiernan las relaciones entre variables de interés, están afectados por la política que se quiera implementar.

Estos desarrollos teóricos que, como se mencionó, apuntaban a marcar lo incorrecto del concepto de la curva de Phillips como se la venía entendiendo, tuvieron una fuerte validación empírica durante la década de 1970. A causa de los dos shocks del petróleo, la inflación se elevó fuertemente en todo el mundo y el movimiento vino acompañado por caídas de la actividad económica y aumentos del desempleo, es decir, comenzaron a aparecer situaciones en las que con mayor inflación venía mayor desempleo. Las mismas no tenían lugar en la curva de Phillips original pero sí en la corregida

por expectativas: ocurrían porque la curva de Phillips de corto plazo se estaba desplazando hacia arriba con las mayores expectativas de inflación, producto de la mayor inflación que ya venían provocando las políticas fiscales y monetarias expansivas, y ahora el mayor precio del petróleo.

#### **4. La nueva política monetaria: inicios, características y situación actual**

##### **4.1. Volcker y la desinflación norteamericana**

¿Cómo debía comportarse la política monetaria dadas las nuevas teorías, la nueva evidencia, y el mayor grado de libertad producto del fin del patrón cambios-oro? Poco a poco fue ganando lugar la postura de que la política monetaria debía moderar el ritmo de crecimiento de la oferta de dinero: si, al estilo de Fisher, la demanda de dinero se mantenía estable, los precios también debían moderarse, es decir, debía bajar la inflación. Esto fue lo que guió el accionar del presidente de la Reserva Federal de entonces, Paul Volcker, quien a partir de 1979 siguió los preceptos del monetarismo para reducir la inflación norteamericana. Y lo logró, pero no fue gratis. En la medida en que las expectativas de inflación no ajustaron con la suficiente velocidad al nuevo escenario monetario, se disparó el mecanismo de Hume en sentido negativo, o sea, con reducción de la producción y aumento del desempleo.

Los desarrollos en torno a las expectativas de inflación que hubo a partir de Friedman y la experiencia de la desinflación norteamericana dejaron en claro que el resultado de cualquier política monetaria está condicionado por cómo reaccionan las expectativas de inflación. En concreto, es muy difícil reducir sostenidamente la inflación si no se reducen las expectativas de la misma; si ellas no bajan, lograr una menor inflación requiere atravesar por una recesión, al estilo de la curva de Phillips tradicional.

##### **4.2. Barro y Gordon**

En esta línea, a principios de los '80, Barro y Gordon (1983) publicaron un artículo sumamente influyente. En él interpretan la gestión de la política monetaria como un juego en el que interactúan el Banco Central y el público, que es el que forma sus expectativas de inflación, al estilo de lo propuesto por Friedman en su interpretación de la curva de Phillips. Los autores evalúan los distintos resultados que se producen en materia de inflación en función de si la política monetaria se maneja en forma discrecional o con apego a algún tipo

de regla. La conclusión es que se logra una menor inflación cuando se aplica una regla; el problema es que el mismo está condicionado por la credibilidad que tenga el auge del Banco Central a la regla. Los esquemas de patrón oro y cambios-oro claramente entraban dentro de la categoría de regla y su cumplimiento fue sostenido en el tiempo, de ahí la credibilidad que generaban y la baja inflación con la que estaban asociados. Por esto mismo, los países latinoamericanos, que enfrentaron inflaciones mucho más elevadas que las de los países desarrollados luego de la Segunda Guerra Mundial, recurrentemente intentaron esquemas de tipo de cambio fijo para atacar el problema, pero la inconsistencia de sus políticas internas impedía que los esquemas persistieran en el tiempo. En los países desarrollados el desafío era cómo lograr la credibilidad sin estar en aquellos regímenes tan rígidos; la regla de Friedman era una alternativa, pero también implicaba una rigidez muy importante. Había, en el fondo, resabios de las ideas de Keynes acerca de la inestabilidad de las economías capitalistas, y la política monetaria, liberada del corset del patrón oro y sin trampa de liquidez, era una herramienta útil.

De todos modos, los avances teóricos mencionados fueron derivando en que los bancos centrales reconocieran que las posibilidades de explotar el famoso mecanismo de Hume eran limitadas; que, en todo caso, aprovecharlo requería estabilidad de las expectativas de inflación y ello demandaba credibilidad, y la misma iba de la mano de cierta previsibilidad en su comportamiento.

### **4.3. Consecuencias en la gestión de la política monetaria**

Estas conclusiones coincidieron, también, con otros cambios en la forma de la gestión de la política monetaria. Desde la teoría cuantitativa del dinero se enfatizaba la relación entre la oferta monetaria, la producción y los precios, condicionada a la estabilidad de la velocidad de circulación del dinero, o lo que es lo mismo, la demanda de dinero. En los '80 este último supuesto comenzó a no verificarse, por lo que no era sencillo precisar los efectos que un cambio en la oferta de dinero tendría en la producción y los precios, por ello, comenzó a estudiarse la relación entre estas variables y las tasas de interés, y se encontró una mayor estabilidad. Así, comenzó a gestionarse la política monetaria con foco en lograr una determinada trayectoria de una tasa de interés relevante, la cual daría los resultados deseados en materia de inflación y producción (Calvo Bernardino et al., 2003). Es importante notar que conseguir esa trayectoria de la tasa de interés requiere modificaciones de la oferta de dinero, que en última instancia es el manejo de la política

monetaria. Lo que cambió fue el modo de calibrar lo que se deseaba hacer con la oferta de dinero, y se encontró que se podían estimar mejor los resultados de una determinada política guiando la evolución de una tasa de interés.

#### **4.4. La regla de Taylor**

En esta secuencia de eventos, John Taylor (1993) publicó un influyente artículo en el que retoma el tema de Barro y Gordon analizando el caso de la Reserva Federal, el banco central norteamericano. La Reserva Federal, ya en 1982, había comenzado a manejar su política monetaria en base a la tasa de interés. Taylor postuló que la trayectoria que le dio desde entonces a la tasa de referencia no fue caprichosa, sino que podía explicarse con una ecuación sencilla que combinaba un cierto objetivo de inflación y cuán cerca se encontraba la economía del pleno empleo, un claro resabio keynesiano. El foco del artículo estaba en mostrar que, de ese modo, la Reserva Federal había seguido una regla, al estilo de lo que analizaban Barro y Gordon, lo cual le daba credibilidad y explicaba los buenos resultados que había conseguido en materia de inflación, pero se trataba de una regla que también le daba flexibilidad a la política monetaria, porque la tasa de interés de referencia se iba fijando en función del estado de la economía, tanto en lo que hacía a inflación como a producción. Del comportamiento de esa regla, surgía que, si la inflación se elevaba por encima de lo considerado razonable, el Banco Central debía elevar la tasa de interés más que proporcionalmente, es decir, que debía buscar una tasa de interés real (ajustada por inflación) más elevada; en base a las relaciones más estables mencionadas previamente, esto debía moderar la demanda de la economía y la inflación, todo en un entorno de estabilidad de las expectativas de inflación, garantizada por el comportamiento previsible que había mantenido el Banco Central en el pasado. Con el tiempo, a este modo de conducir la política monetaria se lo denominó “regla de Taylor”.

#### **4.5. *Inflation targeting***

En forma casi contemporánea, en 1990, se produjo otra novedad muy relevante en el manejo de política monetaria. Nueva Zelanda, influida por todos los desarrollos analizados previamente, decide adoptar como objetivo último para la gestión de su política monetaria una meta para la tasa de inflación, es decir, que termina encarnando la convicción de la teoría cuantitativa del dinero de que, en el largo plazo, los cambios en la oferta de dinero se reflejan en los precios. Fue el inicio formal del esquema denominado “metas de inflación” o “*inflation targeting*” en inglés.

La combinación del régimen de metas de inflación con la regla de Taylor constituye el esquema de manejo de política monetaria que en forma creciente fueron adoptando numerosos países del mundo, incluso latinoamericanos luego del nuevo fracaso que experimentaron en los '90 con los regímenes de cambio fijo. A modo de referencia, según FMI (2021), en 2020, 43 países utilizaban un régimen de metas de inflación, es decir, el 22,4% de los países miembros de la institución, aunque el FMI no incluye en ese grupo a los países de la Unión Europea ni a los Estados Unidos que, en los hechos, adhieren a las metas de inflación.

El régimen se complementa con una comunicación muy transparente por parte de los bancos centrales en cuanto a su visión de la situación macroeconómica y las decisiones que toman con el objetivo de influir en las cruciales expectativas de inflación y capturar los beneficios de comportarse según una regla, al estilo de lo estudiado por Barro y Gordon. Pero, al igual que ocurrió en el pasado, la credibilidad en que el Banco Central se apegará a la regla puede verse amenazada si debe salir al rescate del sistema financiero o de las finanzas públicas. Por ello, los países también cuentan con instituciones dedicadas a vigilar el buen funcionamiento de los bancos y con mecanismos institucionales de diversa intensidad que buscan dotar a los bancos centrales de independencia respecto del poder político.

El resultado de la creciente implementación del régimen de metas de inflación fue la sostenida baja de la inflación en la mayor parte del mundo, hasta niveles menores al 5% anual en la gran mayoría de los casos, durante los últimos veinte años, asociada con tasas de crecimiento extraordinarias (FMI, 2022).

Pero el sistema enfrentó un evento disruptivo entre 2007 y 2008: la crisis de las hipotecas, que se originó en Estados Unidos y se expandió por el mundo.

#### **4.6. La crisis financiera de 2008**

El ciclo de menores tasas de interés internacionales que arrancó con el siglo XXI favoreció la consecución de inversiones de mayor riesgo, entre ellas, el crédito hipotecario a segmentos que habitualmente no tenían acceso al mismo, lo que derivó en fuertes alzas de los precios inmobiliarios en varios de los países desarrollados. A partir de 2004 y 2005, preocupados por la inflación, diversos bancos centrales de países desarrollados comenzaron a subir sus tasas de referencia, siguiendo el principio de Taylor. Este

movimiento fue acompañado por otras tasas de mercado, encareciendo el costo de las hipotecas y dando lugar a un aumento de la incobrabilidad de esos préstamos, sobre todo, en Estados Unidos. Así, la situación financiera de los bancos comenzó a complicarse. La Reserva Federal reaccionó proveyendo liquidez y reduciendo su tasa de referencia, sin embargo, en septiembre de 2008 la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers disparó una crisis financiera global.

La escala del fenómeno superó todo lo imaginable y las presiones sobre bancos en todo el mundo se replicaron; la globalización financiera había facilitado que en muchos países se invirtiera en esos créditos para capturar su alta rentabilidad, por ello, los efectos de su incobrabilidad se hicieron sentir globalmente, y ya no solo en bancos sino en todo tipo de instituciones financieras que habían intervenido en esos instrumentos. Era imposible no recrear el fantasma de la crisis de los años '30.

Analizando lo ocurrido en aquella crisis, Milton Friedman había concluido que la gravedad de la misma se había debido a la falta de reacción por parte de la Reserva Federal, la cual no expandió lo suficiente la oferta de dinero y permitió la caída de numerosos bancos, prolongando el ciclo recesivo (White, 2014). En la medida en que los bancos ofrecen menos de su dinero (depósitos) por su cierre, si la mayor oferta del Banco Central no compensa, cae la oferta total de dinero y empieza a operar el mecanismo de Hume en su variante recesiva. En base a esta lección, la Reserva Federal reaccionó rápidamente llevando su tasa de referencia desde 2% en septiembre de 2008 a virtualmente cero en diciembre de ese año. El movimiento fue replicado por diversos bancos centrales en el resto del mundo.

No obstante, la situación de los bancos no mejoraba y el riesgo de que el mundo entrara en un largo período recesivo como el de los '30 seguía estando. Se presentaba así un gran desafío para la conducción de la política monetaria como se venía realizando hasta ese momento, puesto que la tasa de interés ya había llegado a cero, con lo cual, si la situación demandaba una menor tasa de interés, ya no había margen para lograrlo. En el fondo, esto no era una limitante real a la capacidad de aplicar una política monetaria expansiva. Como se señaló previamente, el uso de una tasa de interés como referencia de la política monetaria no quitaba el hecho de que el comportamiento de esa tasa se lograba mediante la variación de la oferta de dinero por diversos medios, reflejando el hecho de que, en última instancia, de eso se trata el manejo de la política monetaria: expandir o contraer la cantidad de dinero en la economía. Por lo tanto, la situación requería seguir

aumentando la oferta de dinero, replicando el comportamiento que muchas veces en la historia tuvieron los bancos centrales para rescatar a los bancos. Sin embargo, las lecciones acerca de las reglas y la discreción en la política monetaria seguían siendo parte esencial de ella para preservar la credibilidad y no perder todo lo logrado en materia de estabilidad de expectativas de inflación, por ello, los bancos centrales siguieron incrementando la oferta de dinero, pero tratando de mantener un comportamiento “reglado”. A esta nueva forma de conducir la política monetaria que las circunstancias demandaban se le dio el nombre de “política monetaria no convencional”.

#### **4.7. Política monetaria no convencional**

Dentro de ese esquema, entre las primeras medidas se realizaron compras masivas de diversos tipos de activos por parte de los bancos centrales. A estas políticas se las llamó “expansión cuantitativa”, nombre que refleja el hecho de que el foco de la política monetaria pasaba a estar en la cantidad de dinero y no en un precio, como es la tasa de interés (Kuttner, 2018).

Como diversas instituciones financieras estaban enfrentando problemas, más allá de los bancos, la Reserva Federal, en su programa de expansión cuantitativa, comenzó a emitir dinero para adquirir, entre otros, diversos activos garantizados por hipotecas, el foco del problema. Esto evitaba que sus tenedores (desde particulares hasta compañías de seguros, fondos comunes de inversión y fondos de pensión) sufrieran pérdidas patrimoniales que, en la medida en que se multiplicaran, agravarían la recesión, al tiempo que buscaba mantener funcionando el mercado de crédito. La Reserva Federal, además, comenzó a adquirir bonos del tesoro, en parte, con la misma intención, pero contribuyendo a financiar la expansión fiscal que también comenzó para evitar la recesión, siguiendo las enseñanzas de Keynes.

Esquemas similares a estos se replicaron en forma coordinada en los países más afectados por la crisis, curiosamente los más desarrollados del mundo.

En general, en estos esquemas se anunciaban los montos involucrados y los tipos de activos que se iban a adquirir, como forma de mantener un comportamiento sistemático, apuntado siempre a guiar las expectativas.

Justamente para reforzar este último aspecto, entre las medidas de “política monetaria no convencional” se empezó a incluir lo que en inglés se



denominó “*forward guidance*”. Las tasas de interés que controlan los bancos centrales suelen ser de corto plazo, pero las relevantes para la demanda de la economía son las más largas. No obstante, existe una vinculación entre ambas: las tasas más largas deberían ser similares a la sucesiva acumulación de tasas cortas, por lo tanto, un Banco Central puede afectar las largas, no solo al controlar una tasa corta presente sino a través de la expectativa que genere sobre cómo esa tasa se irá comportando en el futuro. Así, a través del *forward guidance*, los bancos centrales, que ya no podían reducir la tasa de corto plazo porque se encontraba en cero, con su discurso anticipaban lo que creían que harían en el futuro con esa tasa, por ejemplo, afirmando que se mantendría baja por un período prolongado de tiempo o hasta que tal o cual indicador logara cierto nivel.

Finalmente, algunos bancos centrales, como el europeo y el japonés, incursionaron en tasas de interés negativas, como otra herramienta de “política monetaria no convencional” (Dell’Ariccia et al., 2018). En este caso, se trataba de cobrar un interés a los bancos comerciales por los depósitos de efectivo que hicieran en sus respectivos bancos centrales. El objetivo era desincentivar ese comportamiento e impulsar a los bancos a prestar sus tenencias de efectivo, de modo de tonificar la actividad económica.

Lo contundente de la respuesta no pudo evitar que el mundo entrara en una recesión en 2009, pero ya en 2010 el ritmo de crecimiento (5,4%) fue similar al previo a la crisis y no volvió a repetirse una recesión como la de 2009 en los años siguientes hasta 2020, cuando el mundo fue afectado por el COVID-19. En esta oportunidad, las respuestas de política fueron similares a las de la crisis de 2008, lo que, combinado luego con el gradual control de la enfermedad, permitió que el mundo creciera 5,9% en 2021.

Pero estos resultados ocultan aspectos muy relevantes de lo sucedido desde 2008. Con mayor o menor intensidad, desde entonces y hasta el día de hoy, los programas de expansión cuantitativa siguieron presentes en las economías afectadas, de modo tal que los incrementos de la oferta de dinero han sido siderales. Como referencia, baste notar que la base monetaria de la Reserva Federal, es decir, los billetes y monedas por ella emitidos, pasaron de US\$ 837.000 millones en diciembre de 2007 a US\$ 6,1 billones a marzo de 2022, es decir, que se multiplicó por más de siete. Las tasas de política monetaria se mantuvieron en cero en forma ininterrumpida en varios países. A nivel fiscal, los déficits se han transformado en la norma y el endeudamiento en los países más afectados por la crisis de 2008 y la del COVID alcanzó niveles alarmantes.

¿Qué puede concluirse de lo anterior? Que, una vez más, operó el mecanismo de Hume ante la expansión monetaria y que, en cierta forma, operó su versión más extrema, aquella según la cual el mantener una cantidad creciente de dinero permite que la producción de la economía se coloque en un nivel anormalmente elevado en forma sostenida. La gran incógnita que existe hoy en día es si en algún momento llegará la etapa final del mecanismo, que es el aumento de precios y la reducción de la producción o, al menos, un freno en la misma. Resulta muy llamativo que a pesar de la enorme expansión monetaria que a nivel global viene teniendo lugar desde 2008, la inflación no se disparó: desde entonces la cantidad de países con inflación superior al 10% anual se ha movido en torno a 20, sobre 196 países para los cuales compila información el FMI. Sobre el fin de 2021 aparecieron algunas señales de alza de la inflación, si bien desde niveles bajos para parámetros históricos, que se intensificaron a partir del conflicto entre Ucrania y Rusia, el cual hizo saltar los precios internacionales de *commodities*, sobre todo, los relacionados con la energía. La reacción de los bancos centrales no se hizo esperar y se empezaron a ver subas en las tasas de interés de referencia y recortes en los programas de expansión cuantitativa. Por caso, el 4 de mayo de 2022 la Reserva Federal elevó su tasa en medio punto porcentual, el mayor movimiento desde 2000.

### **III. Política monetaria en la Argentina**

#### **1. Introducción**

Para poder comprender mejor los avatares monetarios de la Argentina es conveniente tener presente la conexión que existe entre la política monetaria y la cambiaria.

En una economía que está vinculada con otras, aparece la posibilidad de comerciar bienes y servicios entre ellas y la de que los capitales fluyan entre ellas para buscar la mayor rentabilidad. En la medida en que no todos los países tienen las mismas monedas, el tipo de cambio nominal, es decir, la relación de valor entre dos monedas, influye en todas esas transacciones, por lo que manejarlo, a priori, tiene enormes efectos en el funcionamiento de una economía, y ese manejo se implementa a través de la política monetaria. Es que toda acción de política monetaria, en la medida en que cambia la cantidad de dinero en relación a la de divisas, tiene un potencial impacto sobre el tipo de cambio nominal. Por ello, así como puede orientarse el manejo de la política monetaria con foco en la tasa de interés, también se lo puede hacer apuntando al tipo de cambio.

Ante esto hay dos aspectos relevantes a considerar: qué puede querer hacerse con el tipo de cambio nominal y qué restricciones hay a su manejo.

En la medida en que el tipo de cambio influye en el precio expresado en moneda local de los productos importados y de los exportables, la trayectoria que se determine para el tipo de cambio tendrá gran impacto en la inflación. Por otro lado, un tipo de cambio “alto”, en la medida en que abarata relativamente los productos locales frente a los importados, provee un impulso a la producción local en detrimento de las importaciones, pero, al mismo tiempo, tiende a deteriorar el poder adquisitivo de los salarios; lo contrario ocurre con un tipo de cambio bajo.

Por otro lado, si controlar el tipo de cambio requiere un cierto manejo de la política monetaria, ¿es posible utilizar la política monetaria, además, para otros fines?

## **2. Del siglo XIX al siglo XX**

Imaginemos que, en un extremo, se busca fijar el tipo de cambio; este sería el caso del patrón oro. Como señalamos oportunamente, esta fue la forma de conducir la política monetaria que predominó en el mundo entre fines del siglo XIX y hasta la Primera Guerra Mundial en 1914. Su uso generalizado resultaba de la aplicación de las teorías de Hume y Fisher, y además contaba con las ventajas de una regla, al estilo de lo analizado mucho después por Barro y Gordon. Se añade un aspecto adicional cuando se adopta la perspectiva de los usos del tipo de cambio nominal: un cambio fijo ayuda a mantener baja la inflación y a favorecer cierta estructura de precios relativos. Esta perspectiva es útil para entender por qué la Argentina también adoptó el patrón oro por aquella época: más allá de ser la alternativa que predominaba en el mundo y en el ambiente intelectual, permitió mantener una estructura de precios favorable al sector agropecuario, el pilar del crecimiento del momento y que estaba completamente orientado a la exportación.

Pero para entender mejor lo que estaba ocurriendo, debe notarse que desde principios del siglo XX y hasta la Primera Guerra Mundial, el país enfrentaba precios internacionales muy favorables para su producción y un fuerte ingreso de capitales, en un contexto en que la producción agropecuaria crecía a un ritmo elevado. Esto redundaba en una abundancia de divisas que implicaba una tendencia a la baja del tipo de cambio nominal. La adopción del patrón oro y la consecuente fijación del tipo de cambio era una forma de evitar esa tendencia, que terminaría reduciendo la rentabilidad del sector más

pujante (Gerchunoff & Llach, 2018). Es importante notar dos cosas. La primera es que, en ese contexto, sostener el tipo de cambio implicaba la necesidad de expandir la oferta de dinero, de modo de adquirir las divisas excedentes al tipo de cambio que se quería defender. La segunda es que, en un sistema de convertibilidad estricto, solo se puede emitir dinero para comprar oro, por lo que siempre hay suficiente respaldo para todo el dinero emitido. Pero el patrón oro argentino no tuvo esa característica: hubo emisión de dinero con otros fines, por lo que, ante un cambio de escenario en el que el público quisiera recuperar el oro, no habría para todos. Es que, salvo en el caso de una verdadera convertibilidad, la autoridad monetaria tiene la posibilidad de emitir dinero para otros fines, más allá de sostener el tipo de cambio, lo que termina implicando un problema cuando el público desea oro.

Llegado este punto, es interesante preguntarse si es posible sostener un proceso de esas características en forma indefinida, y la respuesta la da Hume: tarde o temprano la expansión monetaria terminará impactando en los precios y generará inflación. Es decir, que a la larga los mayores precios internos terminarían provocando la pérdida de competitividad internacional que se buscaba evitar con la fijación del tipo de cambio nominal. Esta es una noción sumamente importante: la política monetaria no puede afectar en el largo plazo el tipo de cambio real, o sea, el tipo de cambio nominal ajustado por los precios internos y los externos. Se trata entonces de otra aplicación del principio de Hume, en cuanto a que los efectos de la política monetaria sobre la actividad económica (esta vez, a través de un precio clave como el tipo de cambio real) son transitorios.

No obstante, la experiencia argentina de aquel entonces no terminó porque se hubiera dado esta dinámica, sino porque la guerra interrumpió el flujo de divisas al país. Nótese que, en esas condiciones, mantener fijo el tipo de cambio nominal requería otra política monetaria: proveer al mercado las divisas faltantes, obteniendo a cambio el dinero que el público ya no demandaba, por lo que sostener el tipo de cambio iba de la mano de una contracción monetaria que favorecía la variante negativa del mecanismo de Hume, es decir, una tendencia a la recesión. ¿Por qué entonces no simplemente suspender el patrón oro? La consecuencia sería un salto del tipo de cambio ante la escasez de divisas, que provocaría inflación, caída del poder adquisitivo de los salarios, y problemas patrimoniales para todos aquellos que estuvieran endeudados en moneda extranjera, dado que el tamaño de su deuda aumentaría medido en pesos. Esta combinación recibe el nombre de crisis de balance de pagos, resultado de que los problemas surgen de la falta

de divisas. Así, el dilema que enfrenta cualquier autoridad ante un escenario como ese es entre dos males: validar una recesión vía la contracción monetaria o una mayor inflación por ajuste del tipo de cambio con los problemas asociados. Más allá de lo que pudiera ser el deseo de las autoridades, hay algo objetivo que condicionará su decisión: ante la escasez de divisas, el sostenimiento del tipo de cambio puede hacerse en tanto y en cuanto se disponga de suficientes divisas acumuladas para entregar al mercado. Por ello, lo habitual ante circunstancias como esas es que los gobiernos sacrifiquen algo de sus reservas pero, si el proceso se extiende en el tiempo y el stock de las mismas llega a niveles considerados críticos, se abandona el tipo de cambio fijo. De hecho, esto es lo que ocurrió el 2 de agosto de 1914, un día después de que Alemania le declarase la guerra a Rusia (Gerchunoff & Llach, 2018).

Se completa así el proceso de un típico ciclo económico argentino. Ante circunstancias externas favorables, la autoridad monetaria aumenta la oferta de dinero para sostener el tipo de cambio y prevenir la pérdida de competitividad (es decir, ingresa en un esquema de cambio fijo), acumulando divisas en el camino y dando lugar a la fase expansiva del ciclo. Cuando las condiciones internacionales se vuelven desfavorables, el proceso se revierte, con recesión y pérdida de reservas, hasta que finalmente se abandona el tipo de cambio fijo y el tipo de cambio salta a un nuevo nivel, provocando una inflación más elevada y todos los problemas mencionados, lo que también suele venir de la mano de debilidad o incluso caída en la actividad económica. Esta secuencia está presente la mayor parte del tiempo desde fines del siglo XIX hasta hoy, por supuesto, con diferencias en cuanto duración e intensidad dependiendo de las condiciones de cada momento.

### **3. El período de entreguerras**

Las cosas son distintas cuando no hay un compromiso por mantener un tipo de cambio fijo; tal fue el caso de la posguerra. Aquí aparecen dos tipos de desafíos. El primero es que el tipo de cambio pasa a ser flotante justamente en momentos en que no hay buena oferta de divisas, por lo que su tendencia es al alza, lo que favorece la inflación. Y el segundo es qué debe hacerse con la política monetaria una vez que ya no está abocada a la fijación del tipo de cambio; esto se trata de un desafío porque da completa discrecionalidad para el manejo de la misma, lo que puede devenir en expansiones irresponsables para explotar el mecanismo de Hume, por ejemplo, financiando el déficit fiscal o políticas de crédito barato.

Como señalamos previamente, similares desafíos existían en el resto del mundo y la tendencia era a tratar de retornar al patrón oro, que tan buenos resultados había traído. Los países que lo intentaron enfrentaron enormes problemas y luego de la crisis de 1929 la cantidad de ellos que lo mantenían comenzó a caer hasta hacerse cero en 1937 (D'Amato & Ortiz Batalla, 2020).

La Argentina transitó los años veinte con bastante tranquilidad a pesar de ya no estar en el patrón oro gracias a que el escenario internacional volvió a ser particularmente benigno y a que internamente contó con el desarrollo de la agricultura y la industria manufacturera. Obviamente, el tipo de cambio fluctuaba en función de las condiciones internacionales, y en algunos años, como en 1923, hubo una significativa depreciación del peso por la caída de los precios de exportación. Pero, al revés, en 1924 comenzó un alza de los mismos que motivó, como a principios de siglo, la fijación del tipo de cambio en agosto de 1927 para evitar la apreciación excesiva del peso, por lo que la Argentina se incorporó al patrón cambios-oro del momento (Gerchunoff & Llach, 2018). Así, comenzó la fase expansiva del ciclo, con las características mencionadas, pero apenas duró hasta mediados de diciembre de 1929. Este quiebre del régimen cambiario traería consecuencias que se extenderían hasta fines del siglo y vino acompañado en 1930 con un golpe de estado, que también iniciaría un largo período de altísima turbulencia política hasta 1983 y que condicionaría la *performance* económica del resto del siglo.

Arrancaba así otro período sin una restricción a la política monetaria, pero en un contexto internacional tremendamente desfavorable por la depresión que afectaba al mundo, lo que derivaba en caída del comercio internacional, bajos precios internacionales y ausencia de financiamiento externo, todos temas claves para un país integrado al mundo, como la Argentina de ese entonces. En el neto, el país tenía más requerimientos de divisas de las que podía conseguir y, al mismo tiempo, hubo que aumentar la emisión de dinero para ayudar a los bancos. El resultado era una tendencia al alza del tipo de cambio pero que el gobierno quería evitar por los problemas que ello traía aparejado, tal como señalamos previamente. Por ello, inicialmente utilizó las reservas que aún tenía, pero el proceso no podía continuar indefinidamente. La solución que se implementó en noviembre de 1931 fue administrar con regulaciones el acceso al mercado de divisas, lo que se denomina control de cambios. Mediante el mismo, los exportadores debían depositar sus ingresos en moneda extranjera y el gobierno luego los iba asignando a los distintos usos fijando prioridades: pagos de deuda, importaciones de materias primas y bienes de consumo indispensables,

mercaderías no esenciales y deudas atrasadas. Como el tipo de cambio que se intentaba defender con estas restricciones no era de equilibrio, persistía un exceso de demanda de divisas que derivaba en la existencia de un tipo de informal más elevado (Gerchunoff & Llach, 2018).

La situación se complicaría aún más porque, con la caída del comercio exterior, aumentó el déficit fiscal, dado que la recaudación era fuertemente dependiente de los impuestos a las importaciones. Ante la falta de crédito externo y la escasez del interno, el gobierno recurrió a la emisión monetaria para cerrar las cuentas.

Así, de esta nueva etapa de la historia argentina surgieron dos características que pasaron a formar parte protagonista de la política económica posterior y que condicionaron, en particular, a la política monetaria: el control de cambios y la financiación monetaria del déficit fiscal. Este último aspecto se vería potenciado también por el surgimiento del keynesianismo por esa misma época, tal como en otros países, pero la escala y la persistencia en la Argentina fueron llamativos (Lagos et al., 2011).

En 1933 el control de cambios mutó: se devaluó el peso, se desdobló el mercado en uno oficial y otro libre, y se implementaron permisos previos para las importaciones. Además, en el mercado oficial había un tipo de cambio “comprador”, en el que el gobierno adquiría las divisas, por ejemplo, a los exportadores, y otro “vendedor” mayor en el que vendía a los importadores. Se trató de otro tipo de esquema que volvió a repetirse en distintos momentos posteriores: tipos de cambios múltiples, en los que los exportadores (en su mayoría, ligados al agro) se ven perjudicados porque deben vender al tipo de cambio “bajo”.

Otro legado de esta época fue la creación del Banco Central en 1935. El mismo era una sociedad mixta, con catorce directores de los cuales solo tres eran nombrados por el gobierno, cuyo objetivo esencial era tener reservas para moderar las fluctuaciones del mercado de divisas, regular la cantidad de dinero y el crédito, controlar a los bancos y actuar como agente financiero del Tesoro. Su rol era el que tendría cualquier Banco Central moderno, y por diseño contaba con una fuerte independencia del poder político, algo que más tarde se consideraría clave para generar credibilidad en su accionar y moldear las expectativas de inflación (Cfr. Barro & Gordon, 1983).

#### **4. El peronismo**

Con este esquema institucional, la Argentina atravesó la Segunda Guerra Mundial y llegó hasta el triunfo de Perón en las elecciones de 1946.

Como señalamos previamente, terminada la guerra, el mundo estaba intentando restablecer el libre comercio internacional y un esquema de cambios-oro basado en tipos de cambio fijos pero ajustables contra el dólar y convertibilidad del dólar en oro. A diferencia de la época anterior de apogeo del patrón oro, previa a la Primera Guerra Mundial, en el mundo había una creciente intervención del estado en la economía, resultado de las medidas de emergencia adoptadas en el período de entreguerras y el keynesianismo, y fuertes controles a los movimientos de capitales (White, 2014).

En ese contexto, Perón optó por extender el cierre de la economía que se había generado desde 1930 y llevar la intervención estatal en la economía a niveles extremos (Gerchunoff & Llach, 2018). En el marco de su política económica, Perón expandió el gasto público en diversas direcciones, incluyendo en actividades que no quedaban registradas en las cuentas públicas pero que implicaban una necesidad de financiamiento para el estado (Grillo et al., 2020). Además, quería favorecer el desarrollo de la industria mediante el crédito barato. El financiamiento para todo esto provino de la emisión monetaria, para lo cual nacionalizó el Banco Central y todos los depósitos bancarios, de modo tal que este pasó a quedar en la órbita estatal y con control total de la oferta de dinero, ya que era quien decidía el destino del crédito. El resultado fue una expansión enorme de la oferta de dinero: la misma, que ya venía acelerándose desde la Segunda Guerra al crecer 20% promedio anual, pasó a hacerlo al 33% entre 1946 y 1951, y, como no podía ser de otro modo, la inflación acompañó, pasando de un promedio de 2,3% entre 1940 y 1944 hasta 38,6% en 1952, superando largamente el pico de 14% que tuvo Estados Unidos en 1947 (D'Amato & Ortiz Batalla, 2020). Comenzaba así una larga época en la que la inflación en la Argentina sería sistemáticamente más elevada que la de sus principales socios comerciales y de las más altas del mundo.

La economía del primer peronismo no escapó a la dinámica recurrente que explicamos previamente. Esa expansión monetaria generaba tensiones en el mercado de divisas, que se pudieron administrar gracias a los tipos de cambio múltiples heredados de la década del '30 pero fundamentalmente por un contexto internacional favorable que permitía contar con un superávit en el comercio exterior, a pesar del aumento de las importaciones. Sin embargo, ya en 1949 los precios internacionales comenzaron a ser menos favorables para el país y, sumado a ello, las campañas agrícolas de 1949/50 y la de



1951/52 estuvieron afectadas por fuertes sequías, por lo que la disponibilidad de divisas se resintió y empezó la fase negativa del ciclo económico. Por ello, ya en 1949 los tipos de cambio fueron ajustados cerca de un 33%, y se eliminó la cláusula que obligaba al Banco Central a respaldar con reservas internacionales por lo menos el 25% de la base monetaria (Gerchunoff & Llach, 2018). La sequía de 1952 fue el disparador final para que el gobierno implementara un plan de austeridad dirigido a bajar la inflación. El mismo incluyó la reducción del déficit fiscal, la moderación de la emisión monetaria, el atraso de las tarifas de servicios públicos, que eran controlados por el gobierno peronista luego de las nacionalizaciones de sus primeros años, y la suspensión de aumentos salariales por dos años. Medidas similares a estas se irían repitiendo a lo largo de los años, cada vez que el gobierno de turno debía enfrentarse a una situación inflacionaria que se consideraba insostenible.

El resultado fue que en 1953 la inflación bajó a 4% y a 3,8% en 1954, un éxito para el momento, pero aún el doble de la inflación que los Estados Unidos tuvieron en promedio en la década de 1950. Esos dos años, junto con 1969 (7,6%), serían los únicos en que el país tendría inflación anual de un dígito hasta 1993.

## **5. Los ciclos de “*stop and go*”**

A partir del peronismo la alta inflación quedó instalada como característica central de la economía argentina, afirmación que puede extenderse hasta nuestros días con la sola excepción del período 1991-2001 y 2003/4. Desde la caída de Perón en 1955 y hasta fines de los ‘80, el país iría repitiendo el proceso cíclico mencionado previamente, alternando auges, ante condiciones internacionales favorables, y crisis cuando las mismas cambiaban, estas últimas agravadas porque, con un déficit fiscal que se haría crónico, la emisión monetaria para financiarlo sin respaldo agravaba las correcciones de tipo de cambio necesarias. Para tener una adecuada dimensión del problema fiscal, baste notar que entre 1961 y 1990 inclusive el sector público consolidado (nación, provincias y municipios) tuvo todos los años déficit primario, es decir, que con todas sus fuentes de ingresos no podía cubrir los gastos más básicos; lógicamente, no tenía recursos genuinos siquiera para pagar los intereses de su deuda, y muchos menos devolver el capital. A este período de la historia económica argentina se lo denomina como de “ciclos de marchas y contramarchas”, o “*stop and go*”, el término en inglés. Abonando a esta imagen de gran volatilidad, desde la caída de Perón y hasta Alfonsín, que terminó su presidencia en julio de 1989, hubo diecisiete personas que ejercieron la presidencia, lo que da un promedio de dos años de ejercicio

frente a un mandato constitucional de seis. En igual lapso, hubo cuarenta y un ministros de economía, lo que implica una duración promedio de cerca de diez meses en el cargo.

Nótese que esta etapa de alta inflación coincide con el aumento de la inflación a nivel mundial, con particular intensidad en América Latina, que también se vio expuesta al “*stop and go*”. Pero, en la Argentina, las iteraciones del proceso se irían dando con una inflación creciente: 22,9% promedio anual en la década del ‘60, 132,9% en los ‘70, y 724,6% entre 1980 y 1990 inclusive. No solo eso: pueden reconocerse tres hiperinflaciones en el período, a saber, en 1975, 1985 y 1989 (Buera & Nicolini, 2022). Esta dinámica vino acompañada de cuatro cambios de moneda entre 1970 y 1991, en los que a la moneda se le quitaron trece ceros.

## 6. El plan de Convertibilidad

Los numerosos planes de estabilización implementados fueron claramente fallidos en sus intentos, hasta que en 1991 el denominado “Plan de Convertibilidad” consiguió domar la inflación por diez años, y con una perspectiva en aquel entonces, de que lo había logrado para siempre. En efecto, ya en abril de 1991, cuando comenzó el mismo, la inflación mensual se redujo al 5,5%; en 1992, la inflación anual fue de 17%, en 1993 de 7,4%, en 1994 de 3,8%, y desde 1995 hasta 2001 nunca superaría el 2%.

Como su nombre lo indica, el plan consistió en reimplantar la convertibilidad de la moneda argentina a razón de 10.000 australes por dólar, al estilo de lo que había sucedido en el principio del siglo, pero mediante una ley, lo que le daba una garantía adicional; en 1992 el austral sería reemplazado por el peso y la paridad de convertibilidad sería un peso-un dólar, un valor que sería el *slogan* del plan (“el uno a uno”) y que tuvo un profundo efecto psicológico en la población. En la línea de Barro y Gordon (1983), puede verse en este plan el uso de una regla muy restrictiva para manejar la política monetaria, lo que, con el efecto psicológico del *slogan*, contribuyó a domar las expectativas de inflación. Se complementó con una reforma a la carta orgánica del Banco Central que le daba como misión fundamental “preservar el valor de la moneda”, le obligaba a emitir solo contra divisas y le prohibía financiar al gobierno. Pero estas no fueron medidas aisladas. En realidad, fueron la etapa final de un plan que inició con el nuevo de gobierno en julio de 1989, luego de una hiperinflación, y que buscaba un cambio drástico en la política económica que venía rigiendo desde 1930, yendo a una economía más abierta y desregulada, con una retirada del

estado de numerosos sectores que implicaba, entre otras cosas, la privatización de empresas públicas. El movimiento se inscribía en una tendencia global, acelerada por la caída del muro de Berlín en ese año, y que se replicaba, con características propias, en otros países latinoamericanos, los cuales también venían de décadas de alta inflación y en los '80, de una crisis de deuda disparada por la suba de tasas, que Volcker implementó para contener la inflación norteamericana (Gerchunoff & Llach, 2018).

Como señalamos previamente, el uso de la política monetaria para fijar el tipo de cambio nominal es muy efectivo para bajar la inflación, y esa era la principal demanda de la sociedad argentina luego de las hiperinflaciones; como demuestran los valores mencionados, el plan fue exitoso en esa dimensión. Pero también mencionamos que la fijación del tipo de cambio tiende a favorecer una estructura de precios relativos; la que se estableció en el arranque de 1991 no era muy favorable para la exportación, lo que constituía una importante debilidad ya que hacía al sistema extremadamente dependiente de las condiciones internacionales. La misma se pudo compensar porque, con la eliminación de las numerosas regulaciones que venían perjudicando al sector agropecuario, hubo un fuerte aumento de la producción y, por lo tanto, de las exportaciones. Al mismo tiempo, con la eliminación del control de cambios que había arrancado en 1931 y el entorno político mucho más favorable a la inversión extranjera, hubo un fuerte ingreso de capitales, toda vez que en los '90, luego de casi dos décadas de desregulación a los flujos de capitales a nivel global y resuelta la crisis de la deuda latinoamericana de los '80, los países emergentes comenzaron a recibir abundantes fondos. La solidez del sistema también se reforzó porque el gobierno abandonó el déficit fiscal, facilitando el cumplimiento de la restricción legal que prohibía al Banco Central financiar al gobierno.

Pero en la segunda mitad de la década comenzó la fase declinante del ciclo a partir de un deterioro en las condiciones internacionales. El disparador fue la suba de tasa por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos a partir de 1994 para contener la inflación norteamericana. Ello provocó la salida de capitales de los países emergentes, muchos de los cuales tuvieron que ir abandonando los regímenes de cambio fijo o controlado que mantenían y permitir la depreciación de sus monedas. El caso de Brasil en 1999 fue particularmente relevante para la Argentina porque era su principal socio comercial, con el cual desde 1994 tenía un área de libre comercio, el Mercosur. Además, cayeron los precios internacionales y el déficit fiscal volvió a hacerse presente, financiado casi en su totalidad con deuda en

moneda extranjera, pero en un contexto financiero internacional cada vez más adverso.

En la medida en que el tipo de cambio estaba fijado por ley, la salida del sistema para evitar la recesión resultante, aunque hubiera sido deseada, no era sencilla de implementar. Por eso, la fase contractiva del ciclo explicado se extendió en el tiempo desde 1999, derivando en un aumento de la tasa de desempleo hasta un inédito 19,6% en octubre de 2001. En ese contexto, se agravó la corrida que ya venían enfrentando los bancos, con el público intentando convertir sus depósitos en moneda local a dólares y retirarlos del sistema ante la expectativa de abandono de la convertibilidad; si bien el Banco Central podía tener reservas para respaldar el circulante gracias a la Ley de Convertibilidad, claramente no las tenía para respaldar los depósitos. En medio de un contexto económico y social muy complejo, y luego de varios cambios de presidente, sobre el fin de 2001 el estado entró en cesación de pagos con su deuda denominada en moneda extranjera, y finalmente en el arranque de 2002 se decidió el abandono de la Ley de Convertibilidad, es decir, que se empezaba a desandar el camino que se había empezado a recorrer desde 1989.

## **7. La crisis 2001/2 y el escenario post-Convertibilidad**

Sin la necesidad de sostener el tipo de cambio y ante la compleja situación de los bancos, el Banco Central aumentó la base monetaria en 73% entre enero y febrero de 2002. En el peor momento de la crisis, el tipo de cambio llegó a multiplicarse por cuatro respecto de los niveles de la convertibilidad, lo que implicaba un potencialmente enorme impacto inflacionario y financiero, toda vez que a lo largo de los '90 tanto individuos como empresas, bancos y el mismo estado, se habían endeudado en moneda extranjera o en moneda local con cláusulas ligadas al tipo de cambio. Para atenuar estas consecuencias, el gobierno decidió transformar numerosas deudas y contratos con esas características en obligaciones en moneda local, lo que se denominó “pesificación”, en lo que se incluyeron las tarifas de los servicios públicos, que desde los '90 eran gestionados por empresas privadas. Como resultado de estas medidas, y gracias a la contención salarial que implicaba un desempleo que había trepado al 25%, la inflación de 2002 fue de 41%, elevadísima pero modesta en comparación al salto del tipo de cambio o la emisión monetaria del año, que superó el 140%.

La combinación de la depreciación del peso con la recesión de 2001/2 derivó en que el saldo del comercio exterior mejorara sustancialmente, lo que,

junto con los controles cambiarios y el default de la deuda pública, hizo que, hacia abril de 2002, el tipo de cambio comenzara a descender. En ese contexto, el gobierno consideró, como ya había ocurrido en el pasado, que era conveniente estabilizar el tipo de cambio nominal, de modo de contener la inflación y tratar de conservar esa estructura de precios relativos, definitivamente mucho más favorable para la exportación que la de la convertibilidad. Así, si bien el gobierno no anunció un objetivo explícito para el tipo de cambio, su política monetaria se hizo fuertemente expansiva para evitar la baja del tipo de cambio, lo que tenía como correlato una saludable acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central. Iniciaba así la fase alcista de un nuevo ciclo como los que describimos, que se vería potenciada en los años siguientes por una inusitada expansión del comercio global, con China como protagonista y con precios de exportación llegando a niveles récord.

Una característica inusitada de esta fase del nuevo ciclo económico argentino es que se dio en un contexto de superávit fiscal: entre 2003 y 2008 el gobierno nacional tuvo un superávit primario equivalente al 3% del PBI en cada uno de los años. No solo eso: hasta 2005 debido a que no pagaba su deuda, y luego porque la había reestructurado, el gobierno nacional también tuvo superávit financiero en todos esos años, es decir, incluso después de pagar los intereses de la deuda.

Luego de la traumática salida de la convertibilidad, el país enfrentaba una situación internacional ideal, el gobierno no necesitaba asistencia monetaria del Banco Central y los bancos tampoco, ya que había cedido el pánico. Se configuraba una situación favorable desde el punto de vista de la gestión de la política monetaria ya que el Banco Central no se encontraba forzado a salir al rescate de nadie; de hecho, la inflación, luego del pico de 2002, había descendido a apenas 3,7% anual en 2003 y había sido de 6% en 2004. Sin embargo, ya en 2005 había vuelto a superar el 10% y empezaba a transformarse de nuevo en un problema. Es que la emisión monetaria realizada para sostener el tipo de cambio en un nivel exageradamente alto comenzó a mostrar sus efectos, al estilo de lo postulado por Hume, en un contexto en que la capacidad productiva ociosa empezaba a agotarse después de muchos años de fuerte crecimiento.

En el tiempo transcurrido desde el inicio el siglo, en cierta forma, la Argentina había compartido una dinámica similar a la de otros países latinoamericanos, los cuales también habían tenido salidas más o menos traumáticas de sus tipos de cambio controlados de los años '90 y enfrentaban

un escenario internacional muy positivo, pero es por esta época que empezaría a darse una diferencia que persiste hasta hoy. En muchos de esos países la bonanza que provocaron las condiciones internacionales se aprovechó de otro modo, en general con mayor prudencia fiscal (que, como veremos, se perdió en la Argentina) y, sobre todo, con la adopción del régimen de metas de inflación para sus políticas monetarias, el que se venía usando en los países desarrollados. Al mismo tiempo, a diferencia de otros países, en la Argentina hubo un impulso político por revertir todas las políticas pro-mercado de los años '90. La diferencia entre América Latina y el Caribe en su conjunto y Argentina desde entonces es notable: la inflación en la región solo superaría el 10% anual en 2020, mientras que en la Argentina nunca bajaría de esa tasa, llegando a 57% en 2019 y a 58% en 2022.

## **8. La vuelta de la inflación, el déficit fiscal y el control de cambios**

### **I**

En la Argentina, ante el repunte de la inflación, en 2007 el gobierno comenzó con una práctica sumamente nociva que duraría varios años: falsificar la medición de la inflación. Luego, la situación comenzaría a complicarse severamente con la crisis financiera internacional de 2008, que se combinó a nivel local con una fuerte sequía, por lo que empezaría la fase descendente del ciclo. El gobierno empezó a consumirse el superávit fiscal para aplacar la recesión y, ante la falta de crédito genuino porque la reestructuración de la deuda en 2005 había dejado bastantes acreedores todavía litigando, decidió nacionalizar el sistema de pensiones, que se había privatizado a mediados de los '90. Ante la crisis, el Banco Central permitió que el peso se depreciara, poniendo fin a la virtual estabilidad que se venía dando desde 2003.

Siguiendo el ciclo mundial y terminada la sequía, el país retomó el crecimiento pero con la inflación consolidada en torno al 25% anual y con el déficit fiscal en sostenida expansión, aunque en esta configuración había una dinámica que merece ser destacada: para contener la inflación, el gobierno mantenía las tarifas de los servicios públicos con mínimos ajustes desde 2002, pero dado que los costos se habían incrementado fuertemente, la diferencia se cubría con gasto público, de ahí gran parte del incremento del déficit fiscal.

En un contexto económico cada vez más estresado, pero aún con buenos resultados en materia de crecimiento, la presidente, Cristina de Kirchner, obtuvo su reelección en 2011. No obstante, inmediatamente luego

de su triunfo y ante la imposibilidad de evitar otro salto del tipo de cambio, reimplantó el control de cambios.

Comenzó, entonces, un largo período que, obviamente con matices, se extiende hasta la actualidad, caracterizado por un nulo aumento del PBI y una inflación creciente, que ronda el 60% anual en la actualidad.

El período inició con la expansión sostenida del déficit fiscal hasta 2015, cuando llegó a 4,1% del PBI a nivel primario, financiado no solo por una creciente emisión monetaria sino también por el uso de las reservas internacionales del Banco Central, en un contexto en que fue modificada su carta orgánica yendo a contramano de lo que ocurría en el mundo, ya que se le asignaban varios objetivos y se le quitaba su independencia. Este esquema requería la persistencia del control de cambios para contener al tipo de cambio ante la enorme cantidad de dinero que se volcó al mercado; así y todo, el tipo de cambio oficial aumentó 170% a lo largo de la segunda presidencia de Cristina de Kirchner y sobre el fin de la misma el tipo de cambio informal era 50% superior al oficial.

## **9. El cambio de rumbo de 2015/6**

A fines de 2015, el proceso enfrentó un cambio importante con la asunción de Mauricio Macri como presidente, quien se propuso desandar el camino económico de Cristina de Kirchner, empezando por virtualmente eliminar en forma inmediata el control de capitales, lo que provocó un salto del tipo de cambio hacia un nivel más de equilibrio. Al mismo tiempo, consciente de la necesidad de revertir el déficit fiscal, sinceró en gran medida el atraso de las tarifas de servicios públicos, lo que redujo el gasto en subsidios. La combinación dio lugar a un salto de la inflación hasta 39% anual en 2016, en lo que además debe destacarse que se normalizó la medición oficial de inflación. A nivel monetario, Macri favoreció la independencia del Banco Central y la implantación del régimen de metas de inflación, coherente con lo que ya hacía tiempo venía sucediendo en el mundo.

La debilidad del programa radicó en la lenta reducción del déficit fiscal, que se mantuvo alto a pesar del ahorro en subsidios. El financiamiento provino del mercado internacional, como en otras épocas de bonanza, gracias a que Macri logró cerrar el default que se había declarado en 2001, y dado que había tomado la decisión de ir eliminando el financiamiento monetario para que la inflación bajara, siguiendo los lineamientos de la teoría económica más aceptada. La abundancia de divisas, tal como había ocurrido numerosas veces

antes, movió al Banco Central a intervenir emitiendo dinero para sostener el tipo de cambio y evitar la pérdida de competitividad. Esta decisión no era inocua: generaba confusión y ambigüedad puesto que el rol del Banco Central era cumplir con una meta de inflación, lo que conspiró contra su credibilidad, aspecto que se veía reflejado en que las expectativas de inflación superaban sistemáticamente la meta oficial.

La fase negativa del ciclo comenzó en 2018, cuando la Reserva Federal de Estados Unidos aceleró el proceso de suba de su tasa de política monetaria (que curiosamente había arrancado junto con la presidencia de Macri) y el país se vio afectado por otra sequía. El ingreso de capitales se cortó y el comercio exterior profundizó su déficit. El banco central, si bien no tenía un compromiso formal con un tipo de cambio, enfrenó el dilema de tantas veces: sacrificar reservas para evitar el salto del tipo de cambio y la inflación, o validar el ajuste; inicialmente quiso contener la presión, pero finalmente soltó el tipo de cambio, el cual saltó 30% en dos meses. Ante la falta de financiamiento y con déficit fiscal aún elevado, el gobierno tuvo que recurrir en junio al FMI, pero la situación no mejoró y entre agosto y septiembre de 2018 el tipo de cambio saltó otro 30%. En ese momento, el Banco Central cambió de autoridades y abandonó el régimen de metas de inflación en pos de fijar la base monetaria. Con una inflación de 40% anual y que tendía rápidamente a 50%, el objetivo era claro: siguiendo a Hume, en la medida en que se estabilizara la oferta de dinero, la inflación, a la larga, bajaría.

Esta política monetaria dura se combinó con un rápido ajuste fiscal comprometido en el marco del acuerdo con el FMI para dar lugar a cierta calma en los movimientos del tipo de cambio y contención a la inflación, la que igualmente se ubicó en torno al 3% mensual durante la primera mitad de 2019, dando lugar a un pico de 57% interanual en mayo.

## **10. La vuelta de la inflación, el déficit fiscal y el control de cambios II**

En agosto de ese año tendrían lugar las elecciones primarias para elegir los candidatos de las elecciones presidenciales de octubre. La inesperada derrota del presidente y el triunfo de la fórmula que llevaba como candidata a vicepresidente a Cristina de Kirchner provocó una estampida financiera que acabaría con el precario equilibrio que se había logrado: en dos meses el tipo de cambio volvió a subir 33%, el gobierno reestructuró su deuda en pesos y terminó reimplantando el control de cambios. El año cerró con una inflación de 54% y, si bien el déficit fiscal primario era de apenas 0,4% del PBI, los



pagos de intereses eran el 3,8% del PBI y había fuertes vencimientos de deuda en moneda extranjera los dos años siguientes. En este contexto, el nuevo gobierno, que asumió en diciembre, decretó la cesación de pagos de la deuda en moneda extranjera.

El primer año de la nueva administración estaría signado por la pandemia de COVID, al igual que en el resto del mundo, pero con una gran diferencia: el gobierno no contaba con financiamiento genuino. Como en otros países, el déficit fiscal aumentó notablemente, pero en el caso argentino el incremento fue muy superior porque el gobierno implementó una cuarentena particularmente larga que, al restringir prolongadamente la actividad económica, provocó una caída especialmente fuerte de los ingresos públicos. Así, el déficit fiscal primario escaló hasta 6,4% del PBI en 2020, y su financiamiento provino mayormente de la emisión monetaria: el monto emitido para financiar al estado nacional fue equivalente al del total de la base monetaria de fin de 2019.

Tamaño emisión implicaba un riesgo cierto a la estabilidad del tipo de cambio y, por lo tanto, un potencial impacto inflacionario significativo. El gobierno optó por usar la política monetaria para mover el tipo de cambio a un ritmo mensual más o menos estable, persistió en y reforzó el control de cambios y, al mismo tiempo, el Banco Central emitió deuda para retirar dinero de circulación. El esquema se completó con el retorno de otra práctica: el atraso de las tarifas de los servicios públicos, lo que tendía a agravar el déficit fiscal.

En septiembre de 2020 se cerró la reestructuración de la deuda con los acreedores privados y recién en marzo de 2022, la de la deuda con el FMI.

En 2021, el déficit fiscal se redujo por la mayor recaudación tributaria derivada de la recuperación de la actividad económica con el control del COVID y la mayor presión impositiva. La combinación de política monetaria y cambiaria persistió, al igual que el atraso de las tarifas de servicios públicos, pero mostrando cada vez más fisuras por la persistencia de la emisión monetaria para financiar el déficit fiscal. Sin embargo, la recuperación de los precios internacionales luego de la crisis del COVID permitió estirar la situación. Así y todo, la inflación, que en 2020 había bajado a 36% por la recesión debida a la cuarentena, subió a 51% en 2021.

La guerra entre Ucrania y Rusia desde marzo de 2022 elevó la presión al máximo. Si bien el aumento de los precios agrícolas internacionales

favorece la capacidad de generar divisas, el aumento del petróleo juega en sentido contrario, y daña gravemente las finanzas públicas porque encarece el costo de la energía, obligando al gobierno a tener que subir las tarifas para contener el gasto en subsidios y generar más inflación, o recurrir al financiamiento monetario, lo que implica más inflación a la larga. Dado que el acuerdo con el FMI restringe esta última opción, el ajuste de tarifas se hizo inevitable, aunque se viene dando en una dosis insuficiente para reducir el déficit fiscal, por ello, el financiamiento monetario persiste. Esta combinación, junto con los efectos derivados de la enorme expansión monetaria que también tuvo lugar en 2021, llevó la inflación a un escalón aún más elevado, 58% anual, y en un contexto de enorme incertidumbre sobre su trayectoria futura.

#### **IV. Conclusiones**

Hasta la Segunda Guerra Mundial la política monetaria argentina fue similar a la aplicada en los principales países del mundo y, como sería esperable, los resultados fueron parecidos, en especial, en materia inflacionaria. Luego de la misma, el rumbo difirió, coincidiendo solo por momentos; lógicamente, los resultados fueron distintos: el mundo logró controlar la inflación hasta virtualmente hacerla desaparecer en los últimos treinta años, mientras que la Argentina sigue luchando contra ella.

El exceso fiscal crónico jugó y juega un rol clave en la anomalía argentina. Tal como señalan Buera y Nicolini (2022), la esporádica disponibilidad de crédito permitió en diferentes etapas post-Segunda Guerra Mundial disociar al déficit fiscal de la inflación, pero, a la larga, la falta de prudencia en el manejo fiscal, repuso esa asociación, la gran mayoría de las veces en medio de enormes crisis.

La experiencia argentina es sumamente relevante en el presente contexto internacional, en el que coexisten enormes déficits fiscales, con elevados niveles de endeudamiento y veloz emisión monetaria heredados de la crisis financiera de 2008 y agravados por la pandemia de 2020, pero sin señales de inflación, hasta ahora. El actual conflicto entre Rusia y Ucrania y el consiguiente aumento de los *commodities* (en especial, los ligados a la energía) llevaron a que la inflación volviera a niveles de los años '80 en países que no la experimentaban hace años. Ya están los bancos centrales reaccionando en consecuencia. ¿Serán exitosos? ¿Cuál será el costo? ¿Operará el mecanismo de Hume en su variante negativa y el mundo se encaminará a una nueva recesión global? Todavía es muy pronto para

saberlo. Pero sí puede afirmarse algo: de no mediar una adecuada corrección fiscal, la inflación persistirá más allá del efecto de la guerra y se pondrán en riesgo los logros de décadas.

Pero este no es el único desafío para la política monetaria a nivel global. ¿Hay otro? Sí, las criptomonedas. Los avances tecnológicos y las bajísimas tasas de interés desde 2008 favorecieron, entre otras cosas, desarrollos como estos. El mundo de las criptomonedas es muy novedoso, diverso y volátil, con lo cual es difícil hacer análisis generales, pero pueden esbozarse algunas líneas de pensamiento con las herramientas tradicionales del análisis monetario.

¿Qué implican las criptomonedas desde el punto de vista monetario? Esencialmente, competencia para el dinero que emiten los bancos centrales y los bancos comerciales. Es decir, que en la medida en que el público las demande como sustituto del dinero más tradicional, estará cayendo la demanda de este tipo de dinero, complicando la gestión de la política monetaria por parte de los bancos centrales ya que ello tenderá a oscurecer la relación entre la oferta de su dinero y los objetivos finales, como la producción y los precios.

Pero también entrañan un riesgo como el que existía en el siglo XIX y antes, cuando cada banco emitía sus propios certificados de depósito sin mayor supervisión y el público los usaba libremente como dinero. Los problemas se presentaban cuando los bancos no podían responder por los certificados emitidos, presentándose el dilema de dejar caer a los bancos en problemas o rescatarlos mediante la emisión de un dinero confiable, generando enorme inestabilidad en el sistema económico. La regulación de la creciente cantidad de oferentes de criptomonedas es débil aún con lo cual los riesgos de que se repitan estos problemas de antaño son cada vez más relevantes. ¿Podrán los bancos centrales también con este desafío? Todavía está por verse.

¿Y la Argentina? La lucha contra la inflación sigue siendo el gran desafío, pero, tal como hemos querido mostrar en este trabajo, esa lucha es, en realidad, la lucha contra el déficit fiscal, un problema de larga data y con enormes ramificaciones más allá de lo estrictamente económico, avanzando en lo político, lo social y lo cultural. Como muestran los resultados de los últimos ochenta años, esta es una tarea enormemente difícil.

## Referencias Bibliográficas

- Bajo, O., & Mones, M. A. (2000). *Curso de Macroeconomía*. Barcelona: Antoni Bosch.
- Bank of England (2022). "Interest rates and Bank Rate". *Bank of England*. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/the-interest-rate-bank-rate> Último acceso: mayo 2022.
- Bank of Japan (2022). "Monetary Policy Releases". *Bank of Japan*. <https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/index.htm/> Último acceso: mayo 2022.
- Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). "Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy". *NBER Working Paper 1079*, National Bureau of Economic Research.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2022). "FOMC Materials". *Board of Governors of the Federal Reserve System*. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/materials/> Último acceso: mayo 2022.
- Buera, F., & Nicolini, J. P. (2022). "The History of Argentina". In Kehoe, T. J., & Nicolini, J. P. (eds.). *A monetary and fiscal history of Latin America, 1960-2017*. Minneapolis: University of Minnesota. <https://manifold.bfi.uchicago.edu/read/5d1647e2-9986-4d25-968b-118d55d4d111/section/4fb09bf3-b545-4f6f-91f3-76f3d201b15a#cho3>. Último acceso: mayo 2022.
- Calvo Bernardino, A., Fernández Díaz, A., Galindo Martín, M. A., Parejo Gamir, J. A., & Rodríguez Sáir, L (2003). *Política monetaria I: fundamentos y estrategias*. Madrid: Thomson.
- Cortés Conde, R. (1997). *La economía argentina en el largo plazo*. Buenos Aires: Editorial Sudamericana.
- Cortés Conde, R. (2007). *Historia económica mundial (3ª edición)*. Buenos Aires: Ariel.
- D'Amato, L., & Ortiz Batalla, J. (2020). "Política monetaria y bancaria: el Banco Central y el sistema financiero durante el primer peronismo". En Cortés Conde, R., Ortiz Batalla, J., D'Amato, L., & Della Paolera, G. (eds.) (2020). *La economía de Perón*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Edhasa.
- Dell'Ariceia, G., Rabanal, P., & Sandri, D. (2018). "Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom". *Journal of Economic Perspectives*, 32(4), 147-72.
- Dimand, R. (2013). "David Hume and Irving Fisher on the quantity theory of money in the long run and the short run". *The European Journal of the History of Economic Thought*, 20(2), 284-304.
- Dimand, R., & Gomez Betancourt, R. (2012). "Retrospectives: Irving Fisher's Appreciation and Interest (1896) and the Fisher Relation". *Journal of Economic Perspectives*, 26(4), 185-96.
- European Central Bank (2022). "Key ECB interest rates". *European Central Bank*.

- [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html) Último acceso: mayo 2022.
- FMI (2021). “Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2020”.
- FMI (2022). “World economic outlook database”. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April> Último acceso: mayo 2022.
- FRED (s.f.). “FRED. Economic data”. *Economic Research. Federal Reserve Bank of St. Louis*. <https://fred.stlouisfed.org/> Último acceso: mayo 2022.
- Friedman, M. (1968). “The role of monetary policy”. *The American Economic Review*, 58(1), 1–17.
- Gerchunoff, P., & Llach, L. (2018). *El ciclo de la ilusión y el desencanto*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Crítica.
- Grillo, F., Katz, S., & Machinea, J. L. (2020). “Impulso expansivo, redistributivo e industrializador: la política fiscal bajo el peronismo”. En Cortés Conde, R., Ortiz Batalla, J., D’Amato, L., & Della Paolera, G. (eds) (2020). *La economía de Perón*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Edhasa.
- Hume, D. (1752). “Of money”. <https://davidhume.org/texts/pld/mo> Último acceso: mayo 2022.
- Keynes, J. M. (1992). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (2ª edición). Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica de Argentina.
- Kuttner, K. (2018). “Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond”. *Journal of Economic Perspectives*, 32 (4), 121-46.
- Laidler, D. (1977). *La demanda de dinero*. Barcelona: Antoni Bosch.
- Lagos, M., Llach, J. J., Fracchia, E., & Marull, F. (2011). *Claves del retraso y del progreso de la Argentina*. Buenos Aires: Temas Grupo Editorial.
- Leijonhufvud, A. (1992). “Keynesian economics: past confusions and future prospects”. En Vercelli, A., & Dimitri, N. (eds.) (1992). *Macroeconomics: A survey of research strategies*. Oxford: Oxford University Press.
- Lucas, R. E. (1973). “Some international evidence on output-inflation tradeoffs”. *The American Economic Review*, 63(3), 326–34.
- Lucas, R. E. (1976). “Econometric policy evaluation: A critique”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 1, 19-46.
- Lucas, R. E. (1995). “Monetary neutrality”. Nobel Prize Lecture.
- Mankiw, N. G., & Reis, R. (2018). “Friedman’s presidential address in the evolution of macroeconomic thought”. *Journal of Economic Perspectives*, 32(1), 81-96.
- Randall, L. (1978). *Historia económica de la Argentina en el siglo XX*. Buenos Aires: Amorrortu editores.
- Samuelson, P. A., & Solow, R. M. (1960). “Analytical aspects of anti-inflation policy”. *The American Economic Review*, 50(2), 177–194.

- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1975). “Rational’ expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule”. *Journal of Political Economy*, 83(2), 241–254.
- Taylor, J. (1993). “Discretion vs policy rules in practice”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, 195-214.
- Walsh, C. (2017). *Monetary theory and policy* (4th Edition). Cambridge: MIT Press.
- White, L. H. (2014). *El choque de ideas económicas*. Barcelona: Antoni Bosch.