

# Sube tasa de interés, baja inflación

por Ramón Díaz

A fines de setiembre la tasa de aumento del índice de precios al consumidor en los doce meses previos se situó a un nivel mínimo en varios años (60,7%) luego de haber descendido consistentemente desde aproximadamente un año atrás, cuando se ubicó en un 78,5%. Al mismo tiempo la tasa de interés ofrecida por los bancos para depósitos en pesos venía subiendo apreciablemente, alcanzando el nivel máximo desde abril de 1986. Este sube y baja de tasas de interés e inflación tal vez extrañe a algunos lectores, que supongan que el factor principal de variación de la tasa nominal de interés es la tasa de inflación. Este artículo y el próximo tienen por fin procurar aportarles al respecto alguna claridad.

Comencemos señalando que esa hipotética suposición que he atribuido a algunos lectores no deja de ser razonable. Ella implica que la tasa real de interés es relativamente constante, tanto en el tiempo como en el espacio. Lo primero es un supuesto razonable, porque la tasa real de interés se explica por factores tales como la productividad del capital físico y la propensión de la población a ahorrar, y esos factores no están sujetos a cambios violentos ni erráticos. Lo segundo también es razonable, porque el capital es móvil internacionalmente en una gran área, y puede acudir hacia donde sea asequible un rendimiento diferencial, con el consiguiente efecto igualador.

Veamos un ejemplo. A principio de setiembre la tasa de interés para colocaciones a 90 días era en Alemania del 4% y en Suecia del 9,5%. ¿A causa de una tasa real de interés marcadamente diferente en Frankfurt y Estocolmo? El movimiento de los precios nos permitirá responder. En los últimos 12 meses a agosto los precios al consumidor habían aumentado 0,8% en Alemania y 4,9% en Suecia. Ello basta para sugerirnos poderosamente que fue el diferencial de tasas de inflación lo que explica el grueso del diferencial de tasas de interés entre aquellos dos países. Pero tratemos de ser un poco más precisos.

Antes que nada debemos hacer explícita una complicación. La tasa real de interés que yo obtengo por un depósito a 90 días que contrato hoy equivale al interés nominal que me ha prometido el banco descontando la erosión que la inflación ocasionará en mi activo. Este último elemento lo conoceré propiamente sólo después del vencimiento, pero la decisión de depositar o —alternativamente— pasarme a dólares y prestar al 8%, la tengo que tomar ahora. Por tanto, el único concepto operativo de tasa real en un momento dado debe recurrir a la inflación **esperada** en ese momento. Por ejemplo, digamos que yo extrapolo la inflación registrada en los últimos doce meses hacia el futuro. Esta fue de 60,7%. Y sea de 65% la tasa que el banco se obliga a pagarme. Mi tasa real es de  $1,65/1,607 = 1,027$ , lo que, restando 1 y multiplican-

do por 100 me da una tasa real del 2,7%. La tasa real de otro puede ser, por supuesto, y normalmente será, diferente. Cuando hablamos de la tasa real en realidad estamos manejando una entelequia. Nunca nadie observó la tasa real. Todo lo más, puede ser estimada. Para ello es preciso tener una teoría sobre cómo la gente forma sus expectativas sobre la inflación futura. Presumir que extrapola la experiencia pasada, como acabamos de hacer, es una de las teorías más elementales y primitivas, pero el decirlo no implica afirmar que existe ninguna teoría generalmente aceptada y necesariamente preferible a aquélla. En este artículo, a título de aproximación, persistiré en ese modelo elemental de formación de expectativas.

Pero volvamos a las tasas de interés e inflación en Alemania y Suecia, y preguntémosnos sobre las tasas reales en uno y otro país. En Alemania, conforme a lo adelantado, tenemos  $1,04/1,008 = 1,032$ ; restando uno y multiplicando por 100 obtengo una tasa real del 3,2%. En Suecia:  $1,093/1,049 = 1,042$ , de donde extraigo una tasa real del 4,2%. La tasa real en Suecia es casi un tercio mayor que en Alemania, pero la tasa nominal es holgadamente más del doble: la mayor parte de la diferencia está explicada por las distintas tasas de inflación.

Ahora bien, supongamos que yo soy un residente en Alemania y contemplo colocar fondos en Suecia a fin de aprovechar el diferencial de tasas de interés. De hecho, a mí la inflación sueca en tanto que alza de

precios al consumidor, me tiene sin cuidado. Lo que a mí me inquieta es la cantidad de marcos alemanes (DM) que obtendré con las coronas suecas que habré cobrado —principal más intereses— al vencer la operación. Una vez más tengo que resolver una incógnita, a saber, la depreciación que sufrirá la corona en relación al DM, antes de saber si la operación me conviene. Si yo espero que esa depreciación sea del 5,1% anual, la operación no me resultará atractiva, ya que obtendría el mismo rendimiento colocando en Suecia y en Alemania. Si la apreciación del DM fuera algo menor, la operación me convendría, y si fuera mayor entonces les convendría a los suecos traer fondos a Alemania. La tasa en DM resultante de colocar fondos en Suecia para un tenedor de DM que debe regre-

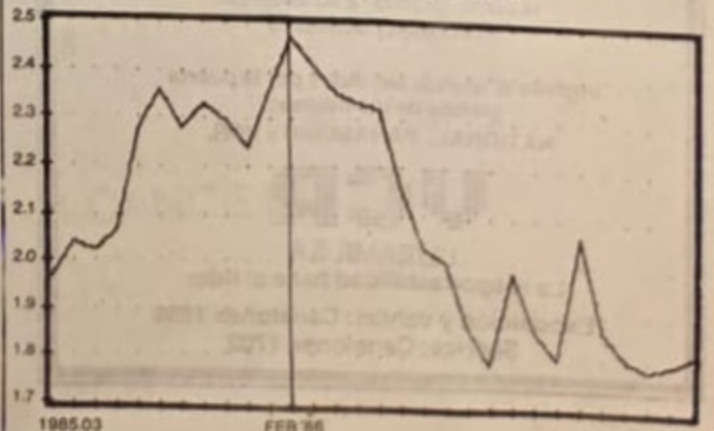
sar a esta moneda al vencer la operación se llama **tasa de arbitraje**.

## ■ Las tasas en el Uruguay

Veamos lo acontecido en nuestro país dentro de esta materia desde la inauguración del presente gobierno. Comencemos con las tasas nominales. En marzo las tasas pasivas a 90 días estaban a un nivel de 89,2%. En los doce meses siguientes cayeron 20 puntos. En 1986 continuaron su descenso, y en noviembre registraron un mínimo relativo con 55,6%. Luego las tasas inician un ascenso muy suave, hasta que comienzan a trepar vigorosamente en el último par de meses. Mientras tanto, ¿qué pasó con la inflación? Los doce meses a marzo de 1985 cerra-

(pasa a pág. 22)

COCIENTE ENTRE LOS DEPOSITOS A PLAZO Y LA BASE MONETARIA



## “Sube tasa de interés...”

(viene de pág. 2)

ron con un alza de 67.9%, por tanto, usando siempre un modelo extrapolativo de expectativas, la tasa real al estrenarse el nuevo gobierno era decididamente positiva (12,7%). En los doce meses siguientes el IPC se aceleró hasta 83,2%. Consiguientemente la tasa real cayó a -7,8%. Naturalmente, la misma tasa real de que veníamos hablando. Para entonces el gobierno ya había adoptado una meta de 50% para la inflación futura. Para todos los que creyeran que la meta del gobierno iba a alcanzarse, la tasa era fuertemente positiva (12,6%). Podemos tomar como paradigmas dos agentes: un extrapolador escéptico, que mira la inflación pasada y no cree en las metas oficiales, y un crédulo oficialista, que forma sus expectativas leyendo las declaraciones de la autoridad monetaria. Para el primero la tasa sigue negativa hasta hace muy poco; en noviembre del '86, cuando la tasa nominal registra un mínimo relativo, el extrapolador escéptico percibía una tasa real de -11%; en marzo de este año, de -7,2%. Mientras para el oficialista rabioso la tasa nunca dejó de ser positiva.

Como dijimos, nadie observó nunca una tasa real, pero ello no nos condena a una total

indefinición. La tasa real tiene efectos, y a través de ellos podemos inferir qué está pasando. La demanda por depósitos a plazo en pesos empezó a caer estrepitosamente a partir de marzo de 1986, como la gráfica anexa a este artículo deja ver con toda claridad. En febrero de 1986 por cada peso de base monetaria (pasivos monetarios del BCU) había casi 2 y medio de depósitos a plazo. En octubre esta razón había descendido más de una cuarta parte, hasta 1,8. Como la tasa real de interés representa la remuneración por los depósitos, es preciso concluir que los depositantes en conjunto se acercaban más a la visión del extrapolador escéptico que de la del oficialista ingenuo.

La implicación de esta inferencia es que, de cada peso que el BCU emitía en el lapso respectivo, progresivamente menos era usada como depósito de valor y más como medio de pago, presionando sobre los precios. Pero antes de meternos más hondo en el análisis debemos tener otra variable en cuenta. Para alguien que coloque dinero en el Uruguay pero resida en el exterior, los movimientos del IPC carecen de importancia y los mismo puede decirse de aquéllos cuyo **habitat** financiero sea el dólar

por otros motivos. Para los agentes de estas especies, la evolución del tipo de cambio es de importancia suma, unida a la de la tasa de interés por activos expresados en otras monedas, digamos depósitos a plazo en dólares. Lo que —según ya sabemos— es igual, estos agentes resolverán acerca de depositar o no depositar en pesos sustancialmente comparando las tasas que se les ofrecen por esa clase de activos con la **tasa de arbitraje**.

Como podremos apreciar dentro de una semana, mientras las tasas reales permanecían negativas desde marzo de 1986, deprimiendo la demanda por activos expresados en pesos, al menos las tasas nominales se conservaban por encima de las tasas de arbitraje, gracias a la modicidad y previsibilidad de las minidevaluaciones resultantes del régimen cambiario puesto en práctica por nuestra bicéfala autoridad monetaria. Cuando esa política ya no pudo mantenerse, por razones que también veremos en el próximo artículo, y hubo que apretar el acelerador devaluatorio, algo inevitablemente tenía que acontecer con las tasas nominales. Sin contar con el alza que están experimentando las tasas en el mercado mundial. Pero para abarcar toda esta temática tendremos que esperar hasta el próximo jueves.