

editorial

Tasas de Interés e Inflación

Desde diversas fuentes, inclusive de carácter empresarial, se ha tachado de inflacionaria la elevación de las tasas de interés recientemente anunciada por el Presidente del Banco Central, Cr. Ricardo Pascale. Puesto que la medida integra un paquete antiinflacionario, la acusación, de surtir el efecto diametralmente opuesto al pretendido, es sumamente grave. Y no se trata sólo de la gravedad del cargo, y del consiguiente interés en que se dilucide si es justo o injusto; antes aun que eso, lo que nos mueve a dedicar este artículo a esa cuestión es la desazón que nos inspira ver que el discurso sobre tema tan importante naufrague en las aguas costeras de la confusión, antes de alcanzar siquiera el alta mar de la controversia.

En este aspecto creemos que nuestro país revela una actitud idiosincrásica. Recientemente las noticias nos han hablado de los esfuerzos del Sr. Nigel Lawson, Canciller del Tesoro de Inglaterra, por frenar los pujos inflacionarios que recientemente han quedado allí de manifiesto, así como los efectos sobre Wall Street de las expectativas de que el Federal Reserve Board, capitaneado por el severo Alan Greenspan, reaccione de análoga manera ante síntomas de recalentamiento que los últimos datos publicados hacían entrever. Tanto en un caso como en otro, de lo que hablaban los cables era de medidas que, o bien consistían directamente en elevaciones de tasas de interés, o bien las implicaban, a través de medidas restrictivas sobre el crédito y la liquidez. Y, de modo general, es sobremanera difícil encontrar una descripción de una política antiinflacionista, dondequiera que sea puesta en práctica, en la cual el alza de las tasas de interés no ocupe un lugar prominente.

La razón para que ello sea así es muy sencilla. El interés es el precio del crédito. El crédito es una de las vías por las cuales el stock de dinero puede aumentar. La otra fuente original de expansión monetaria es el crecimiento de las reservas internacionales, configurada cuando el banco emisor compra divisas contra sus propios pasivos monetarios. Este caso ocupa un papel central en los procesos de inflación internacional, pero es decididamente secundario en los demás casos, que precisamente son los más frecuentemente atacados por políticas antiinflacionarias de los distintos gobiernos. Si la inflación es el resultado del excedente de la oferta de dinero sobre la demanda —y sobre esto el acuerdo de los economistas está muy cerca de ser total en el mundo entero— es esencial que como primer medida la oferta de crédito se restrinja. Y, según decíamos hace un instante, restricción de crédito y tasas de interés altas son una y la misma cosa.

Veamos la conexión entre tasas de interés y cantidad de dinero en circulación un poco más despacio. Las decisiones del BCU que estamos comentando se refirieron

a las tasas que devengan las letras de tesorería y las letras de regulación monetaria. La influencia sobre el crédito de estas últimas, que constituyen papeles que el BCU ofrece a las empresas integrantes del sistema financiero, es harto directa. Hoy un banco puede depositar pesos en el BCU a 81% a 180 días, en lugar de prestarlos a sus clientes y ponerlos en circulación. Si los pesos, en lugar de ello, retornan al banco emisor, su ser monetario se extingue. Evidentemente, cuanto mayor la tasa que ofrezca el Banco Central por recuperar el dinero que se ha visto obligado previamente a emitir, menor será la expansión del flujo de crédito y, consiguientemente, de la oferta de dinero. Las letras de tesorería son papeles con cuya colocación el sector público procura financiar su déficit sin tener que hacer funcionar la impresora de billetes, de modo que una tasa mayor, que favorece su colocación, tiende hacia la cobertura del desbalance público con recursos genuinos, en lugar de crédito de la institución emisora. También en este caso la vinculación entre tasas de interés mayores y lucha antiinflacionaria es directa.

Este género de relaciones no agota la cuestión. Representa sin duda el aspecto tradicionalmente más transitado de los vínculos entre inflación y tasas de interés, pero existen al respecto áreas nuevas, que la evolución de los acontecimientos ha hecho crecer notablemente en significación. Nos referimos a las que tienen que ver con la demanda por dinero. En este sentido el desarrollo financiero que en el mundo entero ha suscitado el avance de la inflación desempeña un papel decisivo.

Tradicionalmente el dinero se identificaba con un conjunto de activos que los agentes económicos conservaban a causa de la virtud que poseían, de poderse cambiar por otros bienes con gran facilidad, es decir, de su liquidez, pero que al mismo tiempo se caracterizaban por su falta de rentabilidad. Si había un sobreentendido básico en las discusiones sobre cuestiones monetarias, él era el de que el dinero no ganaba interés. La teoría monetaria hasta la década de los años '70 trabajó analizando la opción de los agentes entre tener dinero y bonos (o letras) en sus portafolios financieros. Una mayor tasa de interés, si bien restringía el crecimiento de la oferta monetaria, a la vez que tendía a limitar la demanda por bienes, tanto de capital como de consumo, (al frenar la inversión y promover el ahorro), al mismo tiempo tendía a debilitar la demanda por dinero, induciendo a los agentes a volcarse hacia los bonos y las letras. En ese sentido su efecto, por más que globalmente se juzgase siempre antiinflacionario, no dejaba de presentar una faceta parcial proinflacionaria. Ahora en este aspecto acontece exactamente lo contrario.

En el mundo entero, la explosión inflacionaria de los años '70 hizo que las instituciones financieras introduje-

ran toda clase de activos monetarios que reditúan interés. La única excepción actualmente está constituida por los billetes, que no representan más que una fracción pequeña de los activos monetarios totales. En el Uruguay la vinculación positiva de la tasa de interés con la demanda por dinero posee fundamentos empíricos que la ponen a cubierto de cualquier controversia.

Es interesante mencionar un caso argentino en que el efecto inflacionario de una baja de las tasas de interés puede percibirse con la claridad que sólo producen normalmente los experimentos controlados, más propios de los laboratorios que de la convivencia social. Argentina se debatía, en la etapa postabular, bajo el peso de un enorme endeudamiento interno. La presidencia del Banco Central Argentino era ocupada por el Dr. Domingo Cavallo, hoy economista del justicialismo, cuya alta competencia profesional es ampliamente reconocida. En relación con el caso uruguayo, el argentino se caracterizaba por hallarse todas las obligaciones expresadas en moneda nacional. Ello hizo concebir a Cavallo la idea de "llicuar" (o, como en realidad debió decirse, "diluir") esos pasivos con un gran golpe inflacionario. En aquel tiempo la inflación argentina estaba a un nivel bajo. El Dr. Cavallo se las arregló, sin embargo, para generar de la noche a la mañana un fuerte empuje inflacionario, que totalizó 50% en dos meses, con lo cual los pasivos quedaron automáticamente reducidos en un tercio. Y lo consiguió sin emitir. Lo único que hizo fue reducir la tasa nominal de interés máxima que podían pagar los bancos de modo que fuera fuertemente negativa. A medida que los depósitos vencían, como consecuencia —y siguiendo las características de aquella plaza estaban a plazos muy reducidos, en su mayoría de 7 días— los depositantes retiraban sus fondos y trataban de pasarse a bienes reales impulsando sus precios a un alza abrupta. Difícilmente la historia económica conozca otro caso más nítido de las verdaderas relaciones entre la inflación y la tasa de interés que el que dio en llamarse, y como tal siempre se recuerda, el cavallazo.

Presuntamente nuestros compatriotas que creen que una tasa de interés mayor es inflacionaria razonan en función del efecto sobre los costos de ese factor monetario. En realidad, los costos tienen mucha importancia, pero sólo sobre los precios relativos. Si una industria tiene una estructura de costos tal que los gastos financieros surten un efecto importante sobre el total, sus productos tendrán como consecuencia de ello un precio mayor que los de otros bienes en cuyos costos los intereses incidan menos. Pero la inflación, aquí y en todo lugar, es un fenómeno monetario, y el nivel global de los precios se determina en un ámbito en que la tasa de interés juega en sentido diametralmente opuesto a la inflación.