

por Ramón Díaz

Uno de los puntos de mi anterior artículo que los lectores deberían tener presente es el relativo a la conexión entre tasa de interés y política cambiaria. En una economía financieramente abierta, la tasa de interés no puede fijarse —si es un instrumento de la política económica, y por lo tanto "se fija"— independientemente de la política cambiaria. Hasta cierto punto este principio fue tenido en cuenta por la actual Administración, pero según un esquema que no resultó sostenible. Veamos todo esto un poco más despacio.

Por de pronto, destaquemos que la política económica puede prescindir de toda intervención sobre la tasa de interés. Si la política económica fija el tipo de cambio, como ocurría bajo el patrón oro, o bajo el sistema de Bretton Woods, dada la evolución de los precios y la tasa de interés internacionales quedarían fijados automáticamente los niveles internos de una y otra variable. Lo que los mercados domésticos determinarían sería la cantidad nominal del dinero (a través de la balanza de pagos y las variaciones del nivel de reservas) y la cantidad de capital que los agentes tomarían del exterior o colocarían en el exterior. Si las autoridades optasen por flotar la moneda doméstica (una decisión absolutamente excepcional hasta hace década y media) controlarían la cantidad nominal de dinero, y el mercado doméstico fijaría la cantidad real (a través de la tasa de inflación) y la tasa de interés nominal. Lo que el lector debe retener de este párrafo es que no se puede fijar todas las variables. Inevitablemente debe fijar alguna —la tasa de cambio o la cantidad nominal de dinero en el ejemplo— pero los mercados pueden ocuparse del resto. Si intentan fijar más variables, tiene que haber otras que queden libres y sirven para equilibrar los mercados, ya que los niveles que la autoridad intenta imponerles

## Política económica:

# Tasa de interés e inflación

no necesariamente coincidirán con los que demandan los agentes privados. Una economía en que todo se fija —todas las variables son exógenas, para decirlo en la jerga de los economistas— es una imposibilidad. O tal vez podría decirse que es el sueño del dirigista. El economista dirigista (lo de economista por lo general es un decir) se imagina a sí mismo sentado ante un tablero con muchos dials, y se ve moviendo palancas y haciendo girar llaves, hasta conseguir que todas las agujas señalen hacia los valores deseados. Pero eso no pertenece al reino de la realidad, sino al reino de los sueños.

En el Uruguay se llevó a cabo un acuerdo interpartidario que se llamó CONAPRO que estaba estructurado precisamente según esta concepción onírica, según la cual todas las variables pueden fijarse por acto de autoridad. Una de las variables sobre la cual la política económica debía influir era la tasa de interés. La CONAPRO fijó la meta de una **tasa pasiva real ligeramente positiva**. A diferencia de otros rubros de aquel documento, que mercedamente cayeron en un pronto olvido, el relativo a tasas de interés fue tenaz y fielmente promovido por el gigante del sistema financiero uruguayo, el Banco de la República (BROU), cuyo tamaño relativo en el mercado de crédito le permite ejercer una influencia dominante sobre los precios que allí se registran por depósitos y préstamos.

De hecho las tasas de interés nominales iniciaron una larga marcha, desde las crestas de cerca de 90% en que estaban situadas cuando asumió la presente Administración (marzo de 1985) hasta el valle profundo a cuya cota del orden de 55% llegaron cosa de veinte meses más tarde. A la sazón la inflación andaba por

las cercanías del 70%, de modo que la tasa pasiva se había vuelto fuertemente negativa, en lugar de moderadamente positiva. Naturalmente, para los agentes que formaban sus expectativas sobre la inflación en función de las metas oficiales, la tasa de alrededor de 55% era moderadamente positiva, como la CONAPRO había prometido, pero esa clase de agentes parecía hallarse circunscrita a cierto edificio de elegante fachada neoclásica sito en la calle Cerrito.

La tasa de interés no había bajado sola de la montaña. En marzo del '85 ocupaba la cima junto a ella la tasa de devaluación del N. peso, situada en un 83%. Hacia noviembre de 1986, cuando la tasa de interés se aproxima a 55%, la tasa de devaluación llega a un profundo 43%. Esto permitió una colocación rentable durante la mayor parte de 1986, trayendo dólares del exterior, convirtiendo a pesos, colocando los pesos y regresando a dólares al vencimiento. De hecho, la entrada no registrada de fondos en 1986 es del orden de US\$ 200 millones. Pero para fines del año la baja del interés doméstico había ido demasiado lejos, y esa clase de transacciones había perdido su atractivo. La corriente de capital podía cambiar de dirección en cualquier momento.

Al mismo tiempo, las opiniones empezaron a coincidir en cuanto a que el peso se había estado sobrevalorado fuertemente. Por cierto, la brecha entre la inflación interna y la devaluación, del orden del 10% anual en el período marzo '85-noviembre '86, superaba de lejos la inflación internacional de los precios en dólares. La caída del dólar contra las demás monedas internacionales en alguna medida ayudaba a cerrar la brecha, pero en la opinión dominante de ninguna manera lo

hacía plenamente. De hecho, a fines del año pasado las tasas cambiaron, si bien muy tímidamente, su tendencia, y el ritmo de devaluación comenzó a acelerarse de manera análogamente gradualista.

Hasta que, en la segunda mitad del año, las autoridades pisaron más firme el acelerador. A fin de junio la tasa de devaluación se acercaba a 50%; a fin de julio andaba por 60%; a fin de setiembre por 70%. En lo que va de octubre ha descendido levemente, pero todo el ascenso registrado en las tasas de interés (unos 15 puntos desde el mínimo de hace doce meses) no alcanza para compensar el efecto de la aceleración del ritmo devaluatorio: se necesitarían 8 a 10 puntos más.

Al mismo tiempo la inflación cae, y el aumento de las tasas de interés la hará caer más rápidamente en el futuro inmediato. Sobre esta relación entre tasas de interés e inflación se hace necesario decir alguna palabra más.

Hay una relación obvia entre ambos fenómenos, de la que nos ocupamos hace una semana. Si aumenta la inflación tiende a subir la tasa nominal de interés, y viceversa. Pero hay otra relación, menos clara, por más profunda, que concierne a la **tasa real de interés**. El primer economista en llamar la atención sobre ella fue el sueco Knut Wicksell, escribiendo a fines del siglo pasado, o principios del corriente. Wicksell, fundador de la llamada Escuela de Estocolmo, partía de la premisa neoclásica de que la misión de la tasa real de interés consiste en equilibrar el ahorro y la inversión. Lo que es lo mismo, equilibrar el mercado de bienes y servicios. Si el ahorro planeado supera la inversión planeada, habrá exceso de oferta en el mercado de bienes (porque el ahorro

significa la abstención de consumir, y en la hipótesis la inversión no compensaría íntegramente esa abstención). En ese caso la tasa real de interés debe bajar, para fomentar la inversión y promover el ahorro. Si no se permitiera la baja de la tasa nominal, el exceso de oferta provocaría una deflación, lo que impulsaría más abajo aún la tasa real de interés. El proceso, por tanto sería hacia una creciente caída de los precios, a menos que la tasa nominal pudiese descender lo suficiente.

Wicksell centró su atención en el caso inverso. Ante un auge, con la consiguiente expansión de la inversión, se requiere un alza de la tasa real de interés. Si la expansión del crédito bloquea la subida, habrá demanda excedente de bienes, y como fenómeno equilibrador en el mercado respectivo, inflación. Esta bajará más la tasa real. El proceso también es acumulativo.

En una economía comercial y financieramente abierta, el modelo aplicable tiene que ser más complejo, pero no cabe duda de que Wicksell nos legó la lección de que con la tasa de interés no se juega. Una lección que la CONAPRO no recordó.

La política actual debe interpretarse como una fase correctiva de los errores pasados. Una fase de realismo, bienvenida después de la fase onírica inicial. Pero como muchos remedios, con un sabor un tanto amargo. En efecto, las tasas de interés negativas de los primeros dos años deben ahora pagarse con tasas fuertemente positivas, las que deberán durar hasta que el peso se purgue de su actual sobrevaluación.

Habría sido claramente preferible dejar que la tasa de interés se fijara por el mercado. Sin embargo, dado el tamaño del BROU y su constelación de satélites, y dado su carácter institucional, carente de fin de lucro, no está en modo alguno claro que en nuestro país un mercado libre y eficiente de crédito pueda existir.