

## Las tasas de interés, ¿altas o bajas?



**R**ecientemente, el BCRA anunció que pondrá en marcha formalmente un programa de metas de inflación con vistas al 2017. Es decir, la autoridad monetaria ha decidido regular la tasa de interés (y no la cantidad de dinero) para conducir de la política monetaria y bajar la inflación. Esta decisión de Federico Sturzenegger está avalada tanto por la teoría como la evidencia empírica. Desde la teoría, Poole (1970) demuestra y concluye que se debe elegir la tasa de interés (cantidad de dinero) como instrumento idóneo para controlar la inflación cuando el mercado de dinero (el mercado de bienes) es la fuente de inestabilidad. Claramente, la demanda de dinero y el mercado monetario son las principales fuentes de inestabilidad en Argentina. Punto para el BCRA.

A su vez, el actual nivel de la tasa de interés está en el centro del debate económico. Se critica al BCRA acusándolo de que mantiene una muy elevada tasa de interés, atentando contra el nivel de actividad y el empleo. Justamente, el gran problema de la tasa de interés como instrumento de política monetaria es que el Central controla la tasa de interés nominal de corto plazo (la que mira la gente; hoy en 37,5%), pero la demanda agregada es sensible a las tasas de interés reales de largo plazo (ajustada por inflación y no observada por la gente).

El Banco Central debe fijar la tasa nominal pensando en términos reales, haciendo que la tasa de interés real sea la tasa de interés neutral. La tasa de interés neutral es la que permite que el mercado de bienes esté en equilibrio, con pleno empleo y sin desequilibrios financieros. De este modo, si la tasa de interés real es inferior a la tasa de interés neutral, la inflación sube. Por el contrario, si la tasa de interés real se ubica por encima de la neutral, la política termina siendo deflacionaria.

La dificultad es que la tasa de interés neutral no es observable, sino que es un concepto sobre el cual se edifica la política monetaria. De hecho, los

Bancos Centrales suelen estimar un rango (no punto preciso) para la tasa de interés neutral y consideran cualquier valor por arriba (debajo) de ese rango como una política contractiva (expansiva). A la luz de todo esto, salta a la vista que no sólo es complicado juzgar si "la" tasa de interés es alta o baja, sino que el promedio de la gente no tiene información para emitir dicho juicio.

No obstante, somos economistas e intentaremos brindar respuesta. La tasa de interés tiene tres tramos. Primero, el tramo que remunera el ahorro, es decir el precio que cobramos por trasladar consumo presente hacia el futuro. Segundo, un tramo que compensa el riesgo. Y por último, está el tramo que compensa a la devaluación esperada que, bajo cumplimiento de la paridad del poder de compra, es igual a la diferencia entre la inflación esperada de Argentina y la de EE.UU. (moneda de referencia).

Así, con expectativas de inflación domésticas en torno al 35% y una inflación esperada en los Estados Unidos del 2,5%, la tasa de devaluación esperada se ubica en el 32,5%. Por otra parte, asumiendo que los precios de la deuda argentina emitida en dólares incluye toda la información sobre el retorno que los argentinos exigen para ahorrar y sobre el riesgo, dado que dichos títulos, en el corto plazo ofrecen un retorno del 5% en dólares, ello implica que la tasa de interés en pesos consistente con las condiciones de arbitraje de activos internos y externos debería estar en torno al 37,5%. Punto para el equipo de Sturzenegger.

Además, para bajar la inflación desde los actuales niveles no sólo es imprescindible colocar la tasa de interés en niveles elevados, sino mantenerla en un umbral contractivo. Es más, si Ud. señor lector todavía no está convencido que la inflación y los riesgos de devaluación bajarán prontamente, debería resultar claro que si el BCRA no espera para bajar la tasas que la inflación esté en un sendero decreciente, el resultado será el opuesto al deseado. Triple de Sturzenegger.

Por Javier Milei y Diego Giacomini

7 de mayo de 2016