

## Política monetaria e inflación en Argentina

Roberto Frenkel

Al fin de un largísimo debate y después del ostensible fracaso de la experiencia monetarista en Estados Unidos, la política monetaria es ejercitada mediante el manejo de las tasas de interés. Hoy en día, los bancos centrales en prácticamente todo el mundo procuran influenciar el comportamiento de las economías por la vía de incrementar o reducir las tasas de interés. Las autoridades monetarias se concentran en la determinación de una tasa de corto plazo, que incide en el resto de las tasas de interés a través de las operaciones de los bancos y de los mercados financieros.

El objetivo principal de esas políticas monetarias es influenciar la demanda agregada de las economías, procurando estimularla o frenarla según el caso. Colocar la el foco en forma exclusiva o prioritaria sobre la tasa de inflación – el “inflation targeting” – es una especificación particular de esa caracterización general.

He planteado en otras notas que en nuestro país no es posible controlar la demanda agregada mediante la política monetaria, porque los mecanismos de transmisión son particularmente débiles. Venimos de una profunda crisis financiera y recién estamos en los albores de la reconstrucción de un sistema. Aún así, la debilidad de los mecanismos de transmisión no es un rasgo exclusivo de nuestra economía. Pero aquí la inhabilidad de la política de tasas de interés para controlar la demanda está magnificada porque la política económica procura preservar un tipo de cambio real competitivo. Una tasa de interés elevada no sólo sería impotente, sino que sería también inconveniente, porque haría más difícil el sostenimiento del tipo de cambio. En otros países, en cambio, pese a que los mecanismos de transmisión también son débiles, la tasa de interés elevada induce la caída del tipo de cambio, que es tolerada – o bienvenida – por la política económica. Es principalmente a través de este efecto que la política monetaria de esos países incide sobre la demanda agregada y la inflación.

Que la política de tasa de interés no sea el instrumento principal apropiado para controlar la demanda agregada no significa que se desvincule del problema. Las tasas nominal y real son de todas maneras variables importantes en el funcionamiento de la economía. Por ejemplo, una tasa real negativa puede inducir la formación de existencias especulativas de bienes – particularmente en un contexto de expectativas de apreciación del tipo de cambio – y contribuir a



recalentar la demanda. De modo que la política de tasas de interés debe estar necesariamente referida a la tasa de inflación vigente. Una regla simple que ejemplifica esta idea es mantener la tasa que pagan los bancos en línea con la inflación – una tasa real pasiva neutra – y mantener la tasa que cobran los bancos más alta que la inflación – una tasa real activa positiva.

La relación con la tasa de inflación vigente no es única condición que debe satisfacer la política de tasas de interés en el contexto de política económica que rige en nuestro país. El banco central interviene en el mercado de cambios para sostener el tipo de cambio. Interviene al mismo tiempo en el mercado de dinero para esterilizar el efecto monetario de la intervención cambiaria. Dicha esterilización se practica precisamente para evitar que la tasa de interés resulte menor que la que quiere sostener el banco central, pero esta tasa es también el costo financiero que paga el banco central por lograr su objetivo. Como hemos planteado en otras notas, la tasa de interés debe satisfacer ciertas condiciones para que las políticas monetaria y cambiaria resulten sostenibles. Puntualmente, la tasa de interés de corto plazo no debe ser mayor que cierto valor máximo, que depende positivamente del rendimiento de las reservas internacionales y de la tendencia del tipo de cambio, y negativamente de la proporción de pasivos remunerados en el pasivo total del banco central. A lo largo del tiempo, la tasa de interés no debe ser mayor que una expresión que depende positivamente del crecimiento de la demanda de base monetaria y de la tendencia del tipo de cambio, y negativamente del flujo de compras del banco central en el mercado de cambios, entre otras variables. ¿Cómo se relacionan las componentes de esta expresión con la evolución de la inflación?

En el rango de tasas que hemos venido experimentando hasta 2007, la inflación ha jugado un papel positivo en la sostenibilidad de la política monetaria y cambiaria, porque la elasticidad de la demanda de base a la evolución de los precios ha sido relativamente alta. El aumento de los precios, sumado a la remonetización de la economía, ha inducido aumentos de la demanda de base que constituyen una fuente de financiamiento de costo nulo para las intervenciones del banco central en el mercado de cambios. Si la inflación se acelerara, cabría esperar un crecimiento más lento de la demanda de base, porque su elasticidad probablemente se reduciría. Esto incidiría para reducir la magnitud de las tasas de interés sostenibles.

Veamos ahora la tendencia del tipo de cambio. Existe permanentemente una tensión entre el objetivo de tipo de cambio real competitivo y el de evitar impulsos inflacionarios adicionales causados por incrementos en el tipo de cambio nominal. Esa tensión se incrementaría si la inflación se acelera. Si se apelase a la reducción



de la tendencia del tipo de cambio nominal, una tendencia más baja o nula de esta variable también implicaría la reducción de las tasas sostenibles.

Por último, las compras del banco central en el mercado de cambios muestran una tendencia creciente. Esto indica que se han afirmado las expectativas de apreciación del tipo de cambio. Esa tendencia se reforzaría y las compras serían mayores si el tipo de cambio real tendiera a caer en un contexto de aceleración de la inflación. Mayor flujo de compras implicaría también menores tasas sostenibles.

En resumen, la aceleración de la inflación podría colocar la política de tasas de interés en un conflicto. Mantener la alineación de las tasas de interés con la inflación podría resultar en tasas demasiado altas para preservar la sostenibilidad. Preservar la sostenibilidad de las políticas cambiaria y monetaria podría redundar en tasas de interés demasiado bajas con relación a la tasa de inflación vigente. Algo debería sacrificarse: la sostenibilidad o la alineación de la tasa de interés con la inflación.

Controlar la inflación es importante por muchas razones. La conclusión de esta nota es que desarrollar una política antiinflacionario integral, que evite la aceleración de la inflación y consiga que su tasa no supere la experimentada en 2006, también es crucial para resguardar la viabilidad del esquema de política económica que ha enmarcado el crecimiento de los últimos años.