



 Economía

# Bajar o no las tasas, esa es la cuestión

EMILCE TERRE

En la disyuntiva que recogen los medio de comunicación entre la aparente pretensión del Presidente del Banco Central Federico Sturzenegger, por un lado, de mantener altas las tasas de interés de referencia para marcarle el pulso a la inflación; y del Ministro de Hacienda y Finanzas Alfonso Prat-Gay por el otro, de bajarlas con el fin de impulsar las inversiones productivas y con ello la reactivación económica, se halla una de las disyuntivas más largamente discutidas en la historia de la política económica: la del desempleo versus la inflación.

El capítulo 11 del libro *Macroeconomía en la Economía Global* de Larrain y Sachs (2002) dice en su primer párrafo: '(...) Por uno u otro motivo -habitualmente a partir de un déficit presupuestario crónicamente alto financiado con emisión-, el país ha atravesado un período inflacionario sostenido. Llega el momento, tal vez porque ha cambiado el panorama económico, en que de pronto se hace posible eliminar la fuente esencial de la alta inflación. (...) Sin embargo, el proceso está muy lejos de ser indoloro. Al reducirse el déficit y eliminar la fuente de inflación, el país pasa por un período de tasas de desempleo excepcionalmente altas. En otros tiempos, terminar con la inflación parece ser relativamente barato, sin un gran aumento del desempleo, y en ocasiones incluso con un auge de la economía.'

Pareciese que, cíclicamente, hay un trade-off inevitable para quienes dirigen la política económica de un país: o se resignan a convivir con una alta tasa de inflación intentando sostener el nivel de actividad y con ello el empleo, o estabilizan el nivel general de precios a costa de soportar un aumento del desempleo.

El interrogante remite a la afamada Curva de Phillips. En su versión más difundida, el modelo postula que la evolución del desempleo en cualquier momento del tiempo equivaldrá a la tasa natural de desempleo (aquella mínima con la que siempre debe convivir cualquier economía, y se conforma de aquellas personas que renuncian a un trabajo para buscar otro, jóvenes que recién comienzan a buscar su primer trabajo) menos una determinada proporción de la inflación que sorprenda al mercado (es decir, como diferencia respecto a la inflación que se esperaba de antemano). Es decir,

$$U = U_n - c(\pi - \pi^e)$$

Donde,

U = Tasa de desempleo efectiva

U<sub>n</sub> = Tasa natural de desempleo

π = Inflación efectiva

π<sup>e</sup> = Inflación esperada

c = una constante





De lo anterior, se deduce que si la inflación efectiva en un determinado período queda por encima de las *expectativas* que el público tenía al inicio (o en otras palabras, el término  $(\pi - \pi^e)$  resulta positivo), el desempleo tiende a bajar. Si por el contrario, la inflación cae inesperadamente por debajo de las expectativas el desempleo tiende a subir. Intuitivamente, resulta que los salarios son fijados de antemano (por ejemplo, mediante convenios entre sindicatos y patronales) en base a las expectativas del nivel de actividad y de precios que estará vigente durante el período en cuestión. Si a posteriori el nivel de precios resulta ser superior a dichas expectativas, el empresario no sólo puede vender a precios más altos sino que además los salarios reales tenderán a caer y la contratación del 'factor trabajo' se abarata. Si por el contrario, la inflación es sorpresivamente menor a la que tomaban como hipótesis de trabajo las partes, los salarios reales se encarecen en términos relativos. Cuando el desempleo aumenta, el poder de compra de la población se resiente lo cual determina una caída de la demanda agregada limitando las potenciales subas de precios. Así, desempleo e inflación son dos variables negativamente correlacionadas, sólo si la inflación resulta exactamente igual a la que se esperaba el desempleo se mantendrá al nivel de su mínima tasa natural.

Ahora bien, el gobierno podrá actuar sobre el nivel de empleo si es capaz de 'sorprender' con una tasa de inflación distinta a la que el mercado esperaba, una vez ya fijados los salarios nominales (por ejemplo, si desea dar un impulso al mercado de trabajo puede hacerlo mediante una política fiscal de aumento del gasto público o con una política monetaria laxa que inyecte liquidez al mercado). Sin embargo, si en los períodos siguientes ya se descuenta la nueva tasa de inflación a la hora de negociar salarios, el factor sorpresa se agota así como también el efecto sobre el empleo. De ello resulta que la disyuntiva del modelo de Phillips entre inflación y desempleo sólo rige en el corto plazo, mientras que a largo plazo no habrá sobresaltos inflacionarios y el desempleo tiende a su nivel natural.

Trasladando el modelo teórico a la realidad actual argentina, más allá de cuánto tendrá de cierto o no la supuesta disputa entre el Palacio de Hacienda y el Banco Central, mucho se ha debatido en la semana sobre el valor que debería asumir uno de los principales instrumentos de la política monetaria: la tasa de interés. En las últimas licitaciones de Lebac, el Banco Central ha convalidado tasas que rondan en 38%. A estos niveles, el costo de financiación para las empresas se hace muy oneroso impactando sobre los planes de inversión, al tiempo que el consumo se pospone. Si bien este 'enfriamiento' permite bajar la inercia inflacionaria, los niveles de actividad se resienten y con ello, previsiblemente, el empleo.

Las tasas altas tienen, además, el efecto adicional de frenar la depreciación de la moneda. Para un ahorrista medio que se debate entre comprar dólares o hacer un plazo fijo, evidentemente la mejora en el rendimiento de las colocaciones financieras en el mercado de capitales local desincentiva la demanda de dólares, quitando presión a su precio.

El dólar más bajo presta colaboración adicional al objetivo de controlar la inflación. Para todos aquellos bienes transables, cuyo precio interno dependerá del precio internacional y el factor de conversión (o tipo de cambio), un dólar más barato permite desinflar los valores domésticos de dichos productos. En otras palabras, se abarata la importación de bienes al país y enfría la vorágine exportadora. ¿A qué costo? A expensas de quienes venden productos sustitutos de los importados y de quienes producen para el mercado externo (entre ellos, los productores agropecuarios).

El trade-off queda claro. Las tasas altas serán el bastión que permitirían, efectivamente, controlar la inflación para el segundo semestre tal como pretende el gobierno, mientras que en aras de la reactivación económica se podría preferir dejarlas ceder algunos puntos. También, es claro el orden de prioridades para Sturzenegger quien en la presentación de la política monetaria para el año 2016 expuso, textualmente, el objetivo de 'cumplir con lo que plantea la Carta Orgánica y





*su estricto orden de prelación (art. 3: 'promover la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social').*

Mientras tanto, desde el Poder Ejecutivo el panorama se torna en extremo delicado, ya que el ajuste fiscal vía reducción del gasto público suma al escenario recesivo, que cada vez se hace más evidente. De este modo, incluso si pretende atacar el problema inflacionario por la vía fiscal de reducción del déficit, ello puede agudizar los problemas de la economía real –tal y como predice el modelo de la Curva de Phillips, frente a la caída en la demanda agregada la inflación resultaría menor a lo esperado pero el desempleo se profundizaría.

En el contexto actual se torna imperioso que al menos los niveles de referencia de las tasas de interés no generen un sofocón adicional a la actividad económica, especialmente si se tiene en cuenta que en la multicausalidad de la inflación la suba de tarifas ha tenido en abril una ponderación notable, no así los elementos más directamente relacionados al costo del capital. Por otro lado, cabe tener en cuenta que frente al notable incremento que viene teniendo el stock de Letras del BCRA (los Títulos del Banco Central aumentaron cerca de un 40% o 150.000 millones en lo que va del año), toda suba en la tasa de interés impacta de lleno en el peso de dicha deuda y agrava el déficit cuasifiscal.

En criollo, si se ponen todas las fichas en el programa monetario de control de la inflación se corre el riesgo que la recesión se agudice, aumenten los índices de desempleo y, sí, la caída de ventas limitará el aumento de precios. O bien, si se gradúan los ajustes apostando a minimizar los costos en términos de actividad y empleo, el disciplinamiento de los precios no podrá ser todo lo estricto que se esperaba incumpliendo probablemente algunas de las metas monetarias y fiscales que se presentaron para el año 2016. Si se quiere, en este planteo cortoplacista no hay una respuesta 'correcta', sino que exige asumir un juicio de valor: ¿crecimiento con inflación o precios estables con recesión?

