

## COMENTARIO DE MIGUEL H. LLITERAS AL TRABAJO DE ANA MARIA CERRO

La teoría económica ha tratado extensamente la relación entre dinero y tasas de interés, tanto en el corto como en el largo plazo. Tradicionalmente se ha planteado una relación negativa entre tasa de interés y dinero como la que suele derivarse, para un dado nivel de precios, de una función de demanda de dinero. Este análisis puede ser válido en el corto plazo y en una economía cerrada. En un análisis de más largo plazo, debe tenerse en cuenta también el efecto que un aumento en la cantidad de dinero tendrá sobre el nivel de precios y las expectativas de inflación.

Ana María Cerro en su trabajo toma estos puntos y trata de verificarlos empíricamente para una economía tan variable como la argentina y para un período de tiempo muy extenso (1950-1982), durante el cual, y sin lugar a dudas, muchos cambios estructurales se produjeron.

El comentario se divide para tratar las partes teórica y empírica. Con respecto a la primera -la teórica-, se entiende que el trabajo presenta una buena descripción de los efectos que un shock monetario tiene sobre las tasas de interés nominales y reales, es decir, efecto impacto, efecto ingreso y efecto expectativas inflacionarias. En cambio, pareciera que hay un punto no tratado en profundidad, y da la sensación de ser importante para que las tasas nominales de interés de corto y largo plazo se mantengan en niveles muy elevados; se trata de la volatilidad de los anuncios de crecimiento de la base monetaria por parte de las autoridades económicas, lo que provoca incertidumbre entre los demandantes de dinero y crédito. Con respecto a este tema, Mascaro y Meltzer <sup>1/</sup> presentan evidencia de que la incertidumbre ha incrementado las tasas de interés. Estos autores hipotizan que un incremento en la incertidumbre aumenta la demanda de dinero; este incremento tiende a su vez a aumentar la tasa de interés a medida que los agentes económicos se desplazan desde capital real a dinero y activos de corto plazo. La salida de activos reales aumenta sin ambigüedad la tasa de interés de largo plazo, ya que disminuye la demanda de instrumentos de deuda de largo plazo, baja por lo tanto su precio, y su rendimiento tiende a incrementarse. En sus trabajos, Mascaro y Meltzer encuentran que sus modelos dan como resultado un incremento también en sus tasas de interés de corto plazo como consecuencia de que la volatilidad en el crecimiento monetario y la volatilidad en su velocidad de circulación, agregan un significativo premio al riesgo en las tasas de interés nominales. Un ejemplo para el mercado de crédito argentino, lo constituye la incertidumbre que afecta a los demandantes de crédito cuando deben cubrir

una posición financiera, incertidumbre relacionada con que a la fecha de vencimiento, las autoridades monetarias coloquen en el mercado algún pasivo que restrinja liquidez; los demandantes se protegen tomando fondos durante los días previos, aumentando de este modo la demanda global, esto contribuye lógicamente a aumentar las tasas de interés nominales en el corto plazo.

Otro comentario que sugiere la parte teórica, es la necesidad de destacar que en una economía pequeña y abierta cuyo mercado de capitales está integrado al resto del mundo, las tasas de interés dependen de las prevalecientes en los centros financieros internacionales, de la tasa de devaluación esperada de la moneda del país frente a la del centro financiero, de los costos de arbitraje y del riesgo cambiario. En estas circunstancias, como lo señala Tomás Baliño en uno de sus estudios 2/, sólo podrá existir una discrepancia transitoria entre la tasa de interés observada y la dada por la relación explicada. En este caso, no cabría esperar una relación de largo plazo entre dinero y tasas de interés. El estudio de Baliño concluye que los movimientos en la base monetaria son posteriores a los movimientos en la tasa de interés, pudiendo decirse que estos últimos (movimientos en las tasas de interés) causaban a los movimientos en la base monetaria en el sentido de Granger. Tal comportamiento -agrega Baliño- se puede racionalizar en el sentido que un movimiento en las tasas de interés internas (no debido a cambios en las tasas de interés internacionales, en la devaluación esperada o en el riesgo) darán lugar a movimientos en el mismo sentido de la base monetaria, a fin de restablecer el equilibrio en la tasa de interés.

Con respecto a la parte empírica, crea dudas la utilización de series temporales que cubren períodos de política económica muy heterogéneos, y durante los cua-

les es imposible obtener homogeneidad en las distintas variables -especialmente tasas de interés-. Si bien la autora tiene en cuenta este punto, la utilización de las series 1950-82 y 1970-82 enteras influye negativamente sobre los resultados de las regresiones efectuadas. Otro aspecto a señalar es el de la periodicidad de los datos, especialmente los que fueron tomados anual y trimestralmente, ya que en una situación de alta inflación como la que ha venido soportando la Argentina, pueden existir cambios significativos en las variables económicas, particularmente las monetarias, de una semana a la otra, información que se pierde si se usan datos de periodicidad muy amplia. En cuanto a la serie de tasa de inflación utilizada, sería más correcto utilizar índice de precios al consumidor, ya que la tasa de interés nominal usada corresponde a las colocaciones a plazo fijo a 30 días trimestralizada. Finalmente en lo que concierne a la técnica de estimación utilizada -Mínimos Cuadrados Directos-, parecería necesario utilizar una técnica superior, ello en virtud de observarse alta autocorrelación en muchas de las regresiones efectuadas, lo que le quita claridad y certeza a los resultados. Además, las regresiones que dan un Durbin-Watson apropiado, no eliminan la posibilidad de que el modelo sea autorregresivo de orden superior.

Para finalizar, y a modo de conclusión, se entiende que Ana María Cerro ha realizado un gran esfuerzo de contrastación empírica de un hecho sobre el cual hay bastante evidencia y del que se encuentran ejemplos a diario que lo corroboran, es decir, que un shock monetario tiene un muy breve o casi nulo efecto inverso sobre las tasas de interés tanto nominales como reales. Sería

sumamente interesante observar los resultados luego de eliminada la autocorrelación, y probar las relaciones con distintos agregados monetarios, especialmente en el caso de las tasas reales de interés, por el distinto efecto que pueden tener los distintos agregados sobre las expectativas de inflación.

## NOTAS

- 1/ Angelo Mascaro y Allan Meltzer: "Long - and Short-Term Rates in a Risky World", Mimeo December 1982; y "The Effects of Volatile Money Growth on Interest Rates and Economic Activity", reprinted in The Congressional Record, September 1982.
- 2/ Tomás J. T. Balliño: "Evolución de las tasas de interés en la Argentina - Un análisis de series temporales"; Serie de Estudios Técnicos Nro. 44. Diciembre 1981. CEMYS - B.C.R.A.