

COMUNICACIONES

POLITICA MONETARIA EN ALTA INFLACION: UN COMENTARIO SOBRE TASAS DE INTERES BANCARIAS REALES NEGATIVAS Y DECISION MARGINAL DE INVERSION

MARIO S. BRODERSOHN*

El propósito de este trabajo es analizar más detenidamente la siguiente afirmación incluida en un interesante estudio de Dante Simone publicado en esta revista: "Con tasas de interés negativas en términos reales, inversiones con una tasa de rendimiento nula en términos reales arrojarán beneficios desde el punto de vista del inversor"¹. Otro ejemplo similar lo constituye un trabajo publicado por FIEL: "un proyecto de inversión cuya tasa de retorno en términos reales fuese igual a cero, se podría llevar a cabo debido a que la financiación del mismo, a tasas de interés negativas, resulta en un incremento de la tasa de retorno del capital propio"². Expresiones de este tipo también son frecuentes en círculos económicos no académicos, que sostienen que debido a que los bancos realizan préstamos a tasas de interés inferiores a la tasa de aumento de los precios, es decir, a tasas de interés reales negativas, se llevan a cabo proyectos de inversión con tasa de retorno igual a cero o aún negativa, pero por supuesto menos negativa que la tasa de interés.

En todas estas afirmaciones cuando se mencionan tasas de interés reales negativas debemos entender que se refieren a los préstamos bancarios. Para evaluar estas hipótesis debemos desdoblar el análisis en dos partes.

Primero, considerar si la existencia de tasas reales negativas en los préstamos bancarios conduce a que la decisión marginal de inversión se realice con una tasa real de interés positiva o negativa al introducir, además de dichos préstamos, otras fuentes de financiamiento.

Segundo, considerar si cuando se mencionan las tasas de retorno nos referimos a estimaciones realizadas con criterio privado o social.

El análisis de estos dos temas reviste importancia en países en donde el proceso inflacionario persiste por largos períodos de tiempo ya que de ser válida la afirmación de que se realizan proyectos con tasas de retorno (privada y social) nula o negativa, el deterioro económico en esos países sería

* Investigador Jefe, Centro de Investigaciones Económicas, Intituto Torcuato Di Tella.

¹ SIMONE, DANTE, "Sobre política monetaria en alta inflación", *Económica*, N.º 1 (Enero-Abril, 1972), pág. 55.

² BELOZERCOVSKY, N. A., RIVAS, A. P. y PALAZZO, R. S., "Tasas de Interés y Política Monetaria", Libro N.º 5, FIEL, 1970, pág. 3.

significativo. En el Cuadro N° 1 se aprecia que en la Argentina, en los 15 años que comprende el período 1952-66, la tasa de interés real sobre préstamos bancarios fue negativa en 13 años. En Brasil, en un solo año la tasa de interés fue real positiva.

Para evaluar las afirmaciones anteriores debemos analizar el costo marginal de las distintas fuentes de financiamiento de la inversión privada, partiendo de dos supuestos:

- a) el mercado de capitales no es perfecto;
- b) debido a la persistencia del proceso inflacionario las empresas no sufren de ilusión monetaria, es decir, guían sus pautas de usos de fondos en función de tasas reales de interés y no de las nominales.

CUADRO N°. 1

TASA DE INTERES BANCARIA EN ARGENTINA Y BRASIL
(1952-66)

AÑOS	TASA REAL MEDIA DE INTERÉS SOBRE PRÉSTAMOS ^a	
	Argentina ^b	Brasil ^c
1952	— 22.1	— 5.5
1953	+ 4.3	— 2.7
1954	+ 4.5	— 10.2
1955	— 3.4	— 4.5
1956	— 4.5	— 6.3
1957	— 11.4	+ 1.8
1958	— 16.0	— 1.2
1959	— 48.3	— 22.5
1960	— 13.0	— 4.2
1961	— 2.8	— 17.5
1962	— 10.2	— 22.0
1963	— 7.3	— 29.4
1964	— 5.8	— 28.6
1965	— 10.6	— 5.8
1966	— 12.8	— 6.0

a La tasa de interés real se determinó como sigue: $i_r = \frac{100 + i_o}{100 + \Delta P} - 1$ donde:

i_r = tasa real

i_o = tasa nominal

ΔP = variación anual del índice de costo de vida.

b GUADAGNI, ALIETO A., *Las Tasas de Interés Negativas y la Distorsión de la Inversión Real en Argentina*. Simposio de Buenos Aires, Programa Latinoamericano para el Desarrollo de Mercado de Capitales, OEA, Mayo, 1972, op., cit. La tasa de interés nominal no ha sido ajustada por gastos, comisiones y saldos compensatorios exigidos por los bancos.

c CHRISTOFFERSEN, LEIF H., *Interest Rates and the Structure of Commercial Banking System under Inflationary Conditions - A Case study of Brasil*, IBRD, Working Paper N° 26, Octubre 1968. Las tasas de interés nominales han sido ajustadas por gastos, comisiones y saldos compensatorios.

Las fuentes de fondos pueden ser internas y externas. La primera de ellas está constituida por la reinversión de utilidades y la depreciación. La segunda categoría está constituida por préstamos bancarios y extrabancarios, por préstamos del gobierno, etc. En esta última categoría excluimos el financiamiento que se podría obtener a través de la emisión de acciones por su insignificante aporte. Además, excluimos los préstamos de proveedores nacionales porque a nivel agregado, el conjunto de las empresas privadas tienen una posición financiera deudora neta, es decir, reciben fondos de las otras unidades económicas (familias, gobierno, sistema financiero y sector externo)³.

El costo marginal de cada una de estas fuentes debe ser definido en función de su costo de oportunidad y no por su costo directo. Las fuentes internas tienen un costo de oportunidad dado por los usos alternativos de esos fondos⁴. Es evidente que este último costo no estará dado por la inversión en el sistema bancario, ya sea como activo o como cancelación de pasivos, por tener un costo real negativo. Quedarían abiertas alternativas como aumentos de inventarios y/o colocaciones en el sistema extrabancario o en el exterior. En el caso de inventarios, suponiendo que los mismos se reajustan con el proceso inflacionario y que no hay gastos de mantenimiento y almacenaje, el costo en términos reales sería cero. A partir de ese nivel mínimo comenzaría a subir el costo de oportunidad dependiendo de la tasa de interés interna y externa del sistema financiero extrabancario y de la política de ajuste del tipo de cambio.

En cuanto a las fuentes externas podríamos distinguir dos grupos. El primero estará integrado por fuentes de fondos con un costo marginal real negativo. Se incluyen en esta categoría los préstamos bancarios⁵ y las deudas fiscales y previsionales crecientes del sector privado con el gobierno debido a que este último generalmente autoriza el pago en cuotas de los impuestos con una tasa de interés real negativa.

El otro grupo de fuentes externas lo constituyen los préstamos de entidades financieras extrabancarias, que al no estar sujetas a restricciones legales en cuanto al nivel de la tasa de interés, pueden ofrecer fondos a un costo marginal real positivo. El inversor o demandante de fondos le imputa además un riesgo asociado con la necesidad de hacer frente a servicios financieros constantes de amortización del capital e intereses cuando existen fluctuaciones en el nivel de utilidades de la empresa. En otros términos, a medida

³ Para un análisis más detallado de este punto, ver: BRODERSOHN, MARIO S., *Financiamiento de Empresas Privadas y Mercados de Capital*, Simposio de Buenos Aires, Programa Latinoamericano para el Desarrollo de Mercado de Capitales, OEA, Mayo 1972.

⁴ El análisis de la interrelación entre el costo de las distintas fuentes de financiamiento y la decisión de inversión ha sido originalmente analizado por DUESENBERY, JAMES *Business Cycles and Economic Growth* (New York: McGraw-Hill Book Co., 1958, Capítulo 5) y J. MEYER y E. KUH, *The Investment Decision* (Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1957).

⁵ Se incluye en el costo los gastos y comisiones así como el "saldo compensatorio" que normalmente imponen los bancos.

que aumenta la relación deudas/utilidades la suma del costo real y el imputado crece debido al riesgo asociado con oscilaciones en las utilidades⁶.

En cuanto a los préstamos del exterior su costo marginal dependerá de la política cambiaria. Si se utiliza el régimen de devaluación a saltos con una fuerte sobredevaluación inicial, su costo puede ser real negativo durante un período de tiempo, generalmente muy reducido. Por el contrario, con el sistema de "crawling-peg" su costo marginal es real positivo.

Definidas las distintas fuentes de financiamiento y su costo de oportunidad, resta analizar la interrelación entre las mismas y la decisión de invertir⁷. El análisis de la inversión de empresas privadas en un país con alta inflación⁸ puede ser visto a través de la demanda y oferta de fondos. Los distintos rubros que componen la oferta de fondos ya han sido examinados más arriba y de dicho análisis surgen tres tramos, que se representan en el Gráfico N° 1.

Este gráfico mide en el eje de las ordenadas la tasa de retorno y el costo marginal del financiamiento y en el eje de las abcisas el monto de la inversión privada.

El primer tramo de la oferta de fondos (A) está dado por la suma de los préstamos bancarios y las deudas fiscales y previsionales de las empresas con el gobierno y tienen un costo marginal real negativo. En el período 1956-59 representaron en promedio el 15 % del total de las fuentes de financiamiento de empresas industriales constituidas como Sociedades Anónimas⁹. El segundo tramo (B) está formado por las fuentes internas y que en dicho período representaron el 33 % del total. A fin de simplificar el análisis supondremos que la alternativa a la inversión física es acumular inventarios por lo que su costo de oportunidad es cero. El tramo final (C) está dado por los préstamos financieros del sistema extrabancario nacional y del exterior, que tiene un costo efectivo e imputado real positivo y creciente¹⁰.

⁶ En el caso de los préstamos bancarios también habría que imputarle el riesgo de que una política de congelamiento de precios transforme la tasa de interés real de negativa a positiva. Sin embargo, por lo general la política de precios máximos es de muy corta duración.

⁷ Para un análisis más detenido de este tema, ver: BRODESOHN, MARIO S., "Eficacia de la Política Monetaria en una Economía Inflacionaria con Tasas de Interés Reales Negativas", *Revista de Ciencias Económicas*, Temas de Economía, 1972.

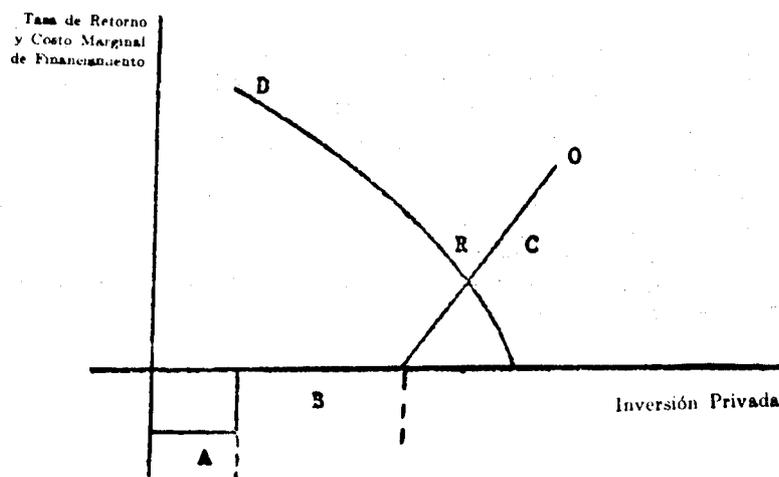
⁸ Dado que este trabajo es un comentario al ya mencionado de SIMONE, aceptamos su definición práctica de alta inflación cuando la tasa anual promedio de aumento de precios varía entre el 25 y 30 %.

⁹ Banco Central de la República Argentina, *Inversiones y Fuentes de Recursos, Balances Agregados y Resultados de un Conjunto de Sociedades Anónimas Nacionales. Años 1955-69*, Suplemento del Boletín Estadístico N.° 11, Noviembre 1961.

¹⁰ Debemos llamar la atención que el cuadro de fuentes y usos de fondos del Banco Central constituye una agregación de cuentas de 285 Sociedades Anónimas Industriales y no una consolidación de las mismas al no deducirse los flujos entre empresas. Por esta razón entre las fuentes se incluyen los préstamos de proveedores, que como indicamos más arriba, deberían excluirse al ser las empresas privadas deudoras netas con respecto a las otras unidades económicas. A nivel de empresa individual el costo de esta fuente dependería de su capacidad de encubrir en el precio tasas de interés, lo cual a su vez está determinado por su posición oligopólica en el mercado.

En el Gráfico N° 1 se ordenan los proyectos de inversión (demanda de fondos) en función decreciente con respecto a la tasa de retorno. Surge de dicho gráfico que la decisión de inversión, indicada por el punto *R*, se realiza a un costo marginal del dinero real positivo. Es decir, que si bien una de las fuentes de financiamiento tiene un costo real negativo ello no implica que se puedan encarar proyectos con tasa de retorno (con criterio de rentabilidad privada) nula o negativa. Esta conclusión coincide con los resultados de Petrei de que la tasa promedio de retorno privada del capital físico en la industria ha sido en términos reales del 11 %¹¹, en el mismo período en que las tasas de interés de los préstamos bancarios eran reales negativas (1961-67).

GRAFICO 1



Por supuesto, la conclusión anterior definida en términos macroeconómicos implica que cada proyecto se financia en iguales proporciones con cada una de las fuentes internas y externas de financiamiento. Si eliminamos este supuesto de equiproporcionalidad en el origen de las fuentes, ya que por lo general tienen mayor acceso al crédito bancario empresas grandes que pequeñas, las ya establecidas que nuevas empresas; nos preguntamos si sería posible llevar a cabo proyectos con tasa de retorno privada negativa en el caso de que se financien totalmente con préstamos bancarios. La respuesta en general es negativa ya que existirían otras alternativas de inversión como ser stocks y/o activos financieros con un retorno positivo.

Es decir, en la realización de un proyecto debemos distinguir entre el costo de la fuente de recursos y la decisión de inversión, ya que en este último caso la decisión estaría guiada por sus usos alternativos o costo de oportu-

¹¹ PETREI, AMALIO H., "Rates of Return to Physical Capital in Manufacturing Industries in Argentina", tesis doctoral para la Universidad de Chicago, Septiembre 1971.

nidad. Sólo en el caso extremo en que esos préstamos bancarios estuviesen atados a la realización de ese proyecto, sería posible realizar inversiones con tasa de retorno negativa¹².

Las pautas de comportamiento de grupos privados ratifican nuestra conclusión. Por ejemplo, generalmente se sostiene que los préstamos que realizan los bancos (a tasas de interés reales negativas) al sector agropecuario no se invierten en el sector sino en otros activos reales o financieros. Ello se debe a que se dirigen hacia actividades con mayor rentabilidad que la agropecuaria. Otro ejemplo de comportamiento similar ha sido el caso en épocas pasadas para los préstamos a los ingenios azucareros en Tucumán.

Por lo tanto, las tasas de interés reales negativas de los préstamos bancarios, salvo en el caso extremo de líneas de crédito atadas, no conducen a realizar nuevos proyectos de inversión con tasas de retorno (con criterio privado) nula o negativa. Sus efectos perniciosos se manifiestan en la distribución del ingreso y en la promoción de sectores intensivos en capital. En el caso de empresas con proyectos ya realizados dichos préstamos constituyen un subsidio que puede prolongar la permanencia de empresas ineficientes.

El análisis realizado hasta aquí se refiere a proyectos evaluados de acuerdo a la rentabilidad privada y no a la social. En este último caso resulta imposible evaluar a priori la influencia de la tasa de interés en la realización de proyectos con productividad social negativa o nula, ya que al ser real positivo el costo marginal del dinero para la decisión marginal de inversión, deberíamos considerar no solo el precio sombra del capital sino también de los otros factores productivos.

¹² Por préstamos atados entendemos los relacionados con líneas específicas de créditos bancarios, como ser forestación, hotelería, etc.