

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

DANTE SIMONE

El Dr. M. Brodersohn en su muy interesante comentario se refiere a la influencia de tasas de interés negativas en la decisión marginal de inversión. Llega a la conclusión de que aún con tasas de interés negativas en el sistema bancario, no se llevarán a cabo decisiones de inversión en proyectos que tengan tasas de interés negativas. Ello en virtud:

- 1) de que las empresas no tienen como única fuente de financiamiento los créditos del sistema bancario, sino tienen además la reinversión de utilidades, financiamiento extrabancario y financiamiento externo, que según el Dr. Brodersohn, tienen tasas de interés positivas en términos reales.
- 2) Que la empresa para su inversión tomará como costo para su financiamiento, no el costo directo de financiación sino los costos de oportunidad, es decir las posibles inversiones "alternativas como aumentos de inventarios y/o colocaciones en el sistema extrabancario o en el exterior". Esto aún en el caso de que se financien totalmente a través del sistema bancario.

Estimo que estas conclusiones no invalidan la afirmación que publicara en mi trabajo "sobre política monetaria en alta inflación" de que, "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". Esta afirmación entiendo es correcta por definición y no puede ser refutada ya que para ello es suficiente:

- 1) que el activo real resultado de la inversión se aprecie a la tasa promedio de inflación,
- 2) que se haya financiado a una tasa de interés negativa. La misma se encargará de darle beneficios al inversor.

Distinta en cambio es la expresión "frecuente 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 tasas de retorno igual a cero o aún negativa, pero por supuesto menos negativa que la tasa de interés".

Voy a tratar de analizar lo que dicen los no académicos:

Comencemos con las *empresas*: Coincido allí con el Dr. Brodersohn que una empresa racional al decidir su proyecto de inversión no tomará en cuenta simplemente el costo directo de financiamiento sino fundamentalmente sus costos de oportunidad.

Así los rendimientos alternativos a la realización de un proyecto de inversión, que menciona el Dr. Brodersohn son la acumulación de inventarios, la adquisición de activos financieros extrabancarios y la adquisición de activos financieros en moneda extranjera.

Vamos a analizar estos tres casos:

- 1) La acumulación de inventarios por encima de las necesidades normales de la empresa, que se aprecian a la tasa promedio de inflación, tiene normalmente rendimientos negativos en términos reales. En efecto no es posible suponer que no existen costos por almacenaje, mantenimiento, obsolescencia, etc. Estos costos están más que compensados en términos nominales por la tasa de inflación pero en términos reales implican una tasa de rendimiento negativa. Por supuesto, está el riesgo de ganancias o pérdidas de capital, en el sentido de que estos inventarios se aprecian en más o en menos que la tasa promedio de inflación. En esos casos el resultado sería incierto, pero explica el porqué de la "desaparición" de bienes ante perspectivas de escasez de los mismos. Las perspectivas de ganancias de capital se hacen más ciertas.
- 2) Los activos financieros extrabancarios no necesariamente toman la tasa de inflación. Actualmente la tasa de interés nominal de depósitos en activos financieros de riesgo reducido en el mercado extrabancario oscila en el 30 % anual, por lo que con una tasa de inflación del 60-70 %, la tasa de interés es bien negativa en términos reales.
- 3) Restan solamente, la colocación de activo en moneda extranjera. En el orden interno hay pocos activos que tienen estas características a bajo riesgo. En cuanto a la colocación de activos en el exterior los mismos tienen tasas de rendimientos positivos en términos reales, pero la colocación de fondos en el exterior no es legal ya que se trata de operaciones expresamente prohibidas. Esto genera, entre otras razones, además de un problema de valoración de leyes económicas por encima de leyes de orden público, que exista una subvaluación del peso argentino en ese mercado a través de un tipo de cambio que en el momento actual implica una subvaluación del 35 a 40 % con respecto al tipo de cambio financiero e incluso al de paridad teórica.

Tenemos entonces que de las alternativas de inversión las fácilmente accesibles, inventarios y activos extrabancarios, pueden implicar tasas de interés negativas en términos reales. A pesar de ello la "inversión" en inventarios es sumamente común por parte de las empresas.

Quizás la única alternativa de inversión con tasas de interés positivas en términos reales además de una inversión real de mayor rentabilidad es la fuga de capitales al exterior. Esto también explica porqué Argentina es un país "exportador de capitales".

Sin embargo el hecho que en general es conveniente enviar capitales al exterior no significa necesariamente que es cierto en forma incondicionada ya que la suba del precio en el mercado paralelo de la divisa extranjera reducirá los incentivos a la colocación de capitales en el exterior. A menos que se espere que el margen de subvaluación del peso se mantenga indefinidamente.

Sintetizando, el costo de oportunidad de las empresas en los ejemplos que mencionó el Dr. Brodersohn no parte de cero sino de tasas negativas en términos reales, por lo que no puede inferirse, al tener en consideración costos de oportunidad, que las empresas no colocan sus fondos en inversiones de tasas de rendimiento negativo en términos reales. Especialmente si tienen acceso fácil al crédito bancario. Por otra parte, si tenemos en cuenta el factor riesgo, acumular inventarios es menos riesgoso que realizar una inversión a largo plazo.

Además el hecho de que en un período determinado el rendimiento promedio de la inversión a nivel macroeconómico sea del 11 % en términos reales, no es suficiente como para negar que se hacen inversiones con tasas de rendimientos negativas.

El Dr. Brodersohn se refiere en su comentario a las pautas de inversión de las Empresas. Quisiera referirme a la inversión de las familias. En una economía con un mercado de capitales desarrollado, que funciona a tasas de interés positivas en términos reales, normalmente las familias invierten en forma limitada en activos reales. Pero en un mercado como el nuestro que funciona con tasas de interés negativas en términos reales en casi el 95 % de su extensión y que para conseguir no ser expoliado por el sistema requiere una alta sofisticación financiera, los ahorristas tienden a hacer su propia inversión. Sería interesante investigar entonces si un departamento en Mar del Plata que se utiliza dos meses al año tiene rendimientos reales para el inversor, si se piensa que tiene que hacer frente a impuestos, gastos de mantenimiento y depreciación.

También sería interesante analizar si esos departamentos se hubieran construído, si el adquirente hubiera tenido que pagar un 6 % de interés con cláusula de reajuste a la inflación.

Yo creo que el costo de oportunidad de un ahorrista modesto y normal, no sofisticado en cuanto a manejos financieros, puede ser una tasa de interés negativa de 25-30 % en este momento sino quiere recurrir a activos externos. Inventarios no puede acumular, el mercado extrabancario también es negativo. Su alternativa es tratar de comprar algún activo real que quizás se aprecie a la tasa promedio de inflación, o comprar activos externos pagando el sobreprecio del mercado paralelo.

Después de todo, hay algo de verdad en la afirmación de los círculos no académicos, aún considerando los costos de oportunidad.