

## **Las limitaciones de la política monetaria**

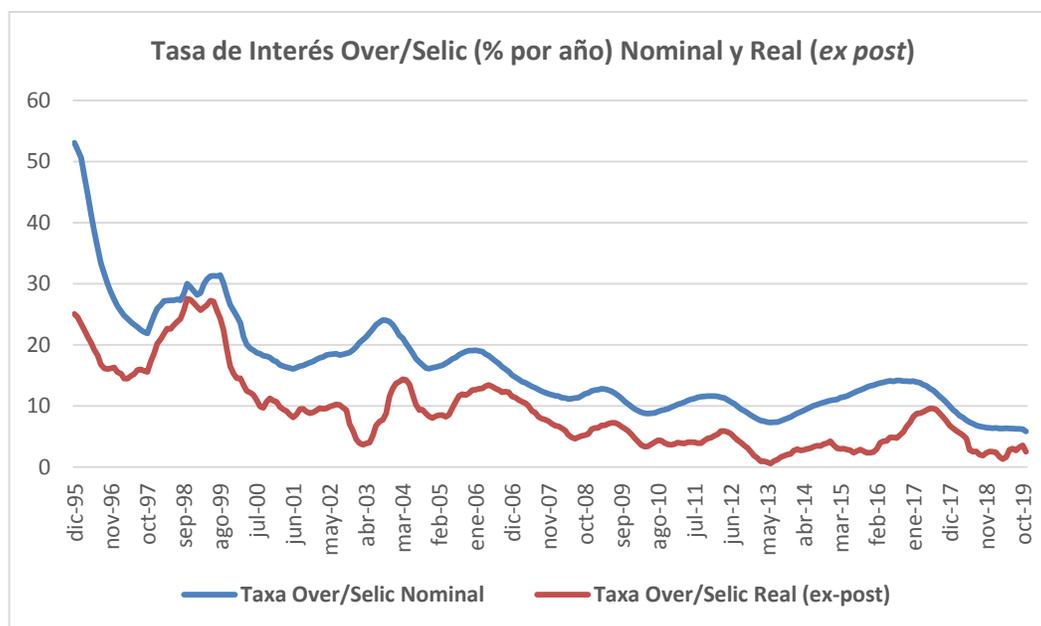
*Carlos Pinkusfeld Bastos*

Profesor del Instituto de Economía de la UFRJ.

*Gabriel Aidar*

Doctorando en Economía del Instituto de Economía de la UFRJ e Investigador Visitante en la Universidad de Columbia, Nueva York.

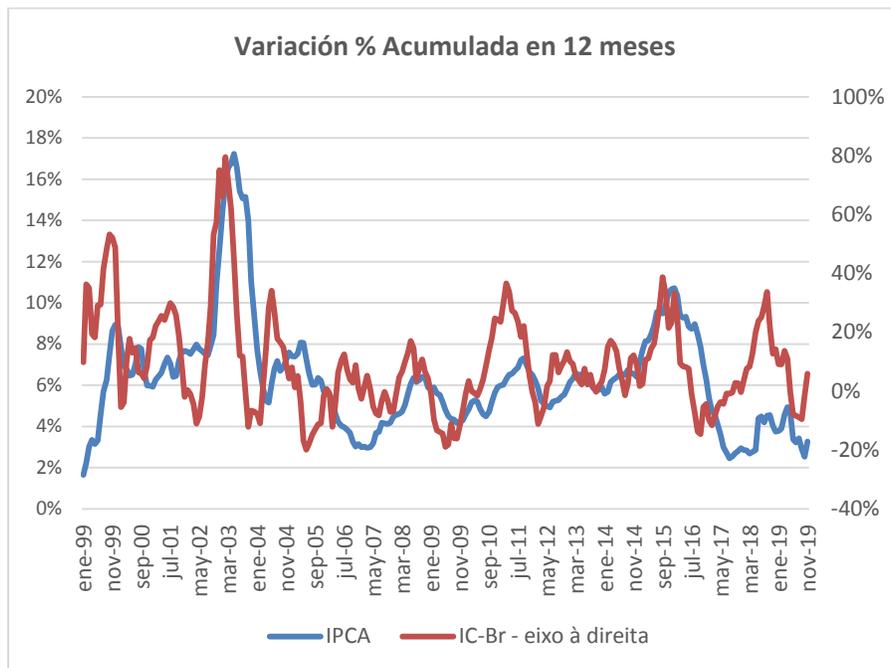
El debate sobre la tasa de interés es bastante amplio y complejo, abarcando aspectos relacionados tanto con su determinación como con los impactos en la economía en su conjunto, y las interpretaciones sobre ambos aspectos difieren radicalmente según los enfoques teóricos utilizados. Además de estos dos temas generales, en el caso brasileño, las altas tasas de interés en los últimos años incluso han suscitado un debate particular sobre su "originalidad" frente a la experiencia internacional. A pesar de la cantidad y complejidad de los temas, buscaremos en este artículo cubrirlos brevemente, comenzando con la originalidad de las tasas de interés extremadamente altas.



Fuente: Banco Central do Brasil

Inicialmente, se puede ver en el gráfico que, a pesar de las altas tasas de interés ex post reales estas han tendido a caer desde 1999. Hay varias explicaciones concurrentes para explicar tal reducción, pero una explicación directa para esto es el abandono del ancla cambiaria adoptada en el Plan Real. Esto permitió una mayor flexibilidad en la política de tasas de interés posterior a 1999. Es importante destacar aquí que esta tasa de interés básica se entiende como una variable exógena determinada por el Banco Central.

Si bien, por un lado, la evidencia de una supuesta dependencia de la tasa de interés básica de los indicadores fiscales o de expectativas es, como mínimo, cuestionable, la restricción externa y la necesidad de atraer capital para compensar la cuenta corriente brasileña históricamente negativa son parámetros importantes para las tasas de interés brasileñas. Vale la pena señalar que la relación entre las tasas de interés y la determinación de precios en Brasil pasa principalmente a través del canal del tipo de cambio, vía shocks de oferta y no de demanda. Por lo tanto, el diferencial cada vez mayor entre las tasas de interés nacionales e internacionales al atraer dólares aprecia la tasa de cambio, con un impacto en las reducciones de costos y, en consecuencia, de la inflación (Summa y Serrano, 2018). El siguiente cuadro muestra cómo los shocks externos de commodities, que ya tienen en cuenta el efecto del tipo de cambio, ayudan a explicar los cambios en la tasa de inflación.

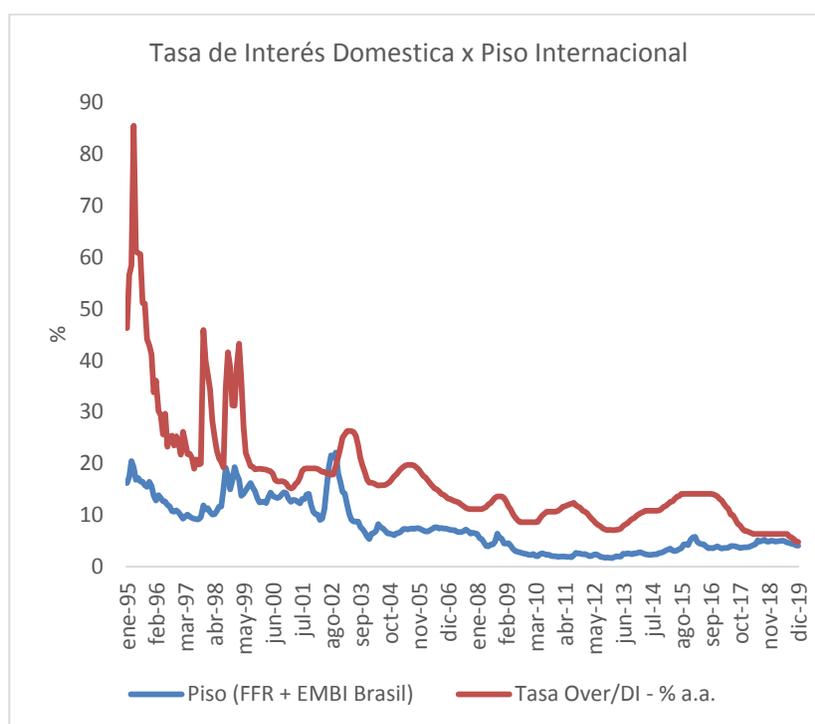


Fuente: Banco Central do Brasil

Sin embargo, incluso dentro de esta tendencia a la baja de las tasas de interés, se pueden identificar algunos subperíodos con características peculiares. La tasa de interés básica real muy alta, que fue de 20% en promedio entre 1995 y 2000, se redujo en el período de 2000 a 2010 a 8,5% en promedio con el relajamiento de la restricción externa. Este valor tiene una nueva caída significativa 4.5% entre 2007 y 2015, aumentando a 6.4% en el gobierno de Temer entre 2016 y 2018, para caer persistentemente a un valor actual de menos de 3.3%. Vale la pena señalar que, a pesar de toda la exageración en torno al valor nominal históricamente bajo, en términos reales a lo largo de todo el 2013, se registraron tasas más bajas que las actuales, debido a la fuerte y rápida caída promovida por el gobierno de Dilma Rousseff en 2012.

El examen de esta serie de tasas de interés deja en claro que hay dos cuestiones que deben entenderse: el nivel de las tasas de interés y las fluctuaciones que presenta la serie. Con respecto al nivel, es importante tener en cuenta que la tasa de interés doméstica tiene, como dijimos, un piso determinado por factores exógenos: la tasa de interés internacional básica más el riesgo país y la expectativa de devaluación cambiaria. Se puede ver entonces cómo la trayectoria de las tasas de interés doméstica está directamente relacionada con la tasa de interés internacional y el riesgo país.

Por lo tanto, una reducción en la tasa de interés internacional y/o del riesgo país abre la posibilidad de una reducción de la tasa de interés. Otro punto importante se refiere a la dinámica específica del riesgo país, que depende en gran medida de la evolución de las condiciones externas de liquidez internacional, incluida la propia tasa de interés internacional (Aidar y Braga, 2019). Por lo tanto, la caída de las tasas de interés a partir de 2003, que se observa en el primer gráfico, se explica en gran medida por factores externos que mejoran las cuentas externas del país y la reducción de las tasas de interés internacionales. Estos factores, junto con una política deliberada de acumulación de reservas por parte de varias economías en desarrollo, han llevado a aflojar la restricción externa sobre estas economías, incluido Brasil (Serrano, 2013).



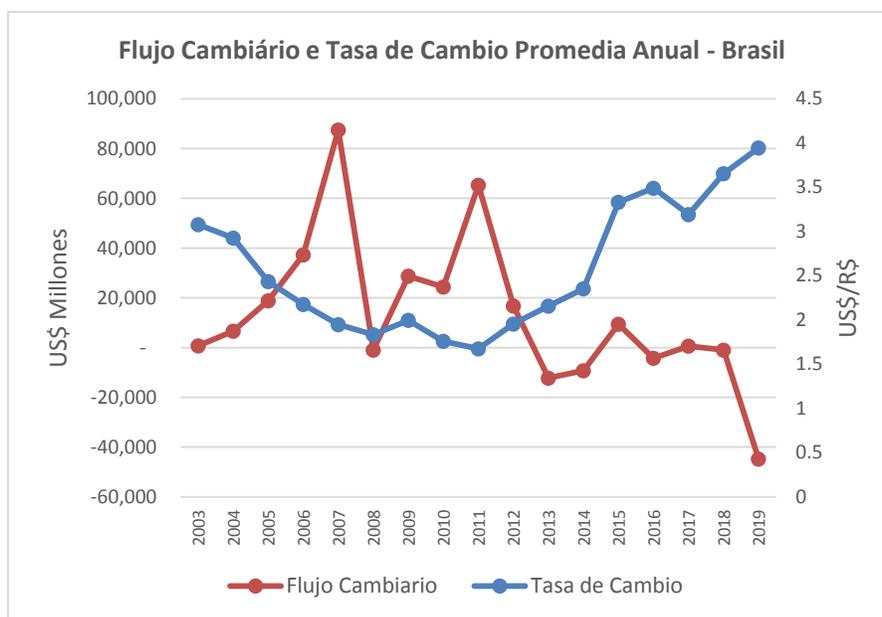
Fuente: Banco Central do Brasil y Bloomberg

Aún así, incluso existiendo una tendencia declinante, hay fluctuaciones en las tasas de interés domésticas que se explican por la política de metas de inflación adoptada desde 1999. En este caso, existe un "mandato" en virtud del cual el Banco Central está obligado a reaccionar con alzas en las tasas de interés frente a un aumento de la inflación, o cuando se aleja del centro de la meta. Este es el caso, por ejemplo, del año 2013 mencionado anteriormente, cuando la tasa de interés real estaba

en el rango de 1.4%, aproximadamente 1% por debajo de la tasa promedio reciente. Sin embargo, debido a que la inflación se desvió del objetivo, se necesitaba un nuevo ciclo de alzas en las tasas de interés. Vale la pena mencionar que en este período hubo un pico inflacionario debido a los shocks de costos, principalmente debido a la devaluación de la moneda en el período y la mayor repase de estos costos para las ganancias salariales (permitidos debido a un mayor poder de negociación de los trabajadores y a la propia institucionalidad de aumentos reales del salario mínimo). En 2015, un nuevo shock de precios monitoreados (combustible y electricidad), y el mantenimiento de la presión hacia la devaluación del tipo de cambio, requieren un aumento nominal adicional en las tasas de interés (Bastos y Aidar, 2019).

El fuerte aumento de las tasas de interés nominales desde 2013 es seguido por un aumento en las tasas de interés reales en 2016, cuando la inflación se desacelera rápidamente. Esta disminución se asoció principalmente con la apreciación del tipo de cambio y el comportamiento de los precios monitoreados después del shock de 2015. Esto permitió a BACEN hacer una reducción persistente en las tasas de interés en un patrón cíclico consistente con el pasado histórico de este siglo. Además de las muy bajas tasas de interés mundiales y el riesgo país de alrededor de 300 puntos, el llamado piso de tasas de interés permitió esta fuerte caída. Desde finales de 2016, BACEN reduce nuevamente su tasa de interés nominal (la tasa real solo comienza a caer a mediados de 2017).

Como se mencionó anteriormente, todavía no hemos alcanzado los valores reales observados anteriormente, pero desde julio de este año viene siendo registrado un resultado diario negativo en el flujo de dólares con el Banco Central gastando dólares para tratar de contener, sin éxito, la trayectoria de devaluación cambiaria. En 2019, el saldo de flujo de divisas fue un déficit de US \$ 45 mil millones. Las consecuencias inflacionarias de este aumento del tipo de cambio ciertamente se verán amortiguadas por un mercado laboral muy fragilizado y un menor efecto de la indexación de precios administrados. Cabe señalar que hubo un aumento de la inflación a fines de 2019 en Brasil, pero la inflación al consumidor cerró el año creciendo un 4,3% interanual, aún por debajo del período anterior. Aun así, y dependiendo del valor de ese pico, será interesante ver si el Banco Central dejará de cumplir su mandato de combate de la inflación dentro del régimen de metas e incluso, uno se pregunta, si la tasa de interés doméstica es compatible con un flujo cambiario capaz de "cerrar" la balanza de pagos dado el valor del déficit de cuenta corriente.

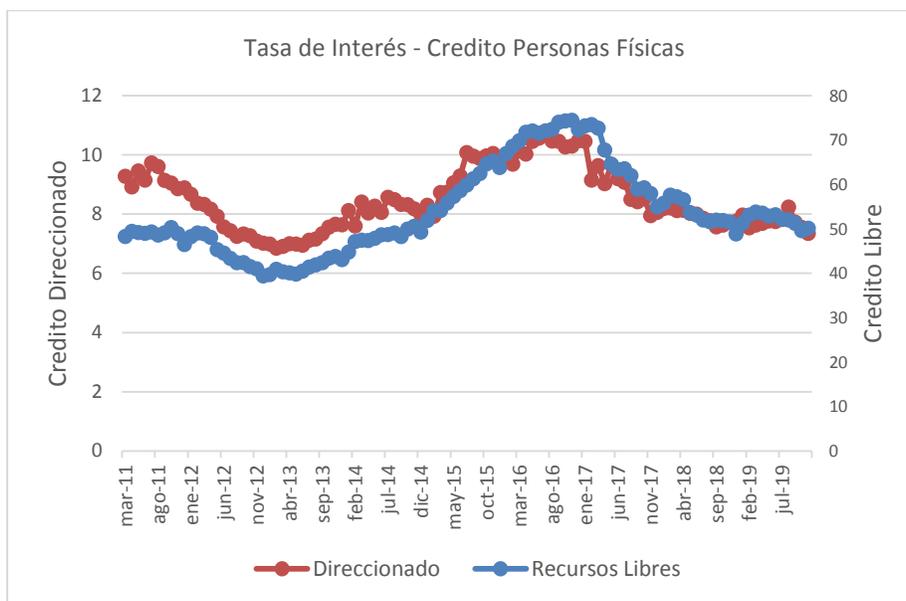


Fuente: Banco Central do Brasil

En otras palabras, como ocurrió en 2013, es improbable que el Banco Central quede inmóvil frente a una situación de deterioro cambiario e inflacionario. Hasta ahora, la formulación de un escenario para un probable aumento nominal de las tasas de interés sigue el guión de un banco central que está limitado tanto por la política de metas de inflación como por la necesidad de atraer dólares para cerrar la balanza de pagos. Sin embargo, cuánto de esa posible rueda de aumentos de las tasas nominales aumentará las tasas de interés reales es una pregunta que volverá a plantear el debate sobre la economía política de las tasas de interés, es decir, la capacidad de presión política de las clases propietarias para una transferencia regresiva de ingresos por parte del Estado a través de pagos de intereses.

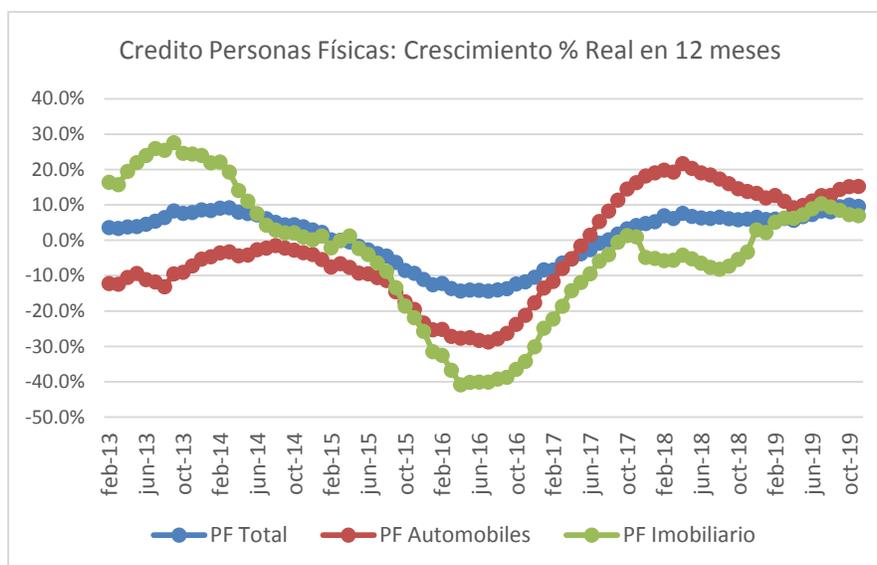
A pesar de la discusión sobre el nivel de la tasa de interés, la eventual presión para la tasa de interés ante el deterioro de las cuentas externas debilita aún más la estrategia del gobierno de colocar el peso de la recuperación económica en la política monetaria y su efecto sobre el crédito al consumo. En este sentido, vale la pena mencionar que hubo un movimiento simétrico entre los intereses y los préstamos para crédito individual a partir de 2017. Los primeros interrumpen una tendencia al alza desde 2013 y los segundos pasan al campo de crecimiento positivo a fines de 2017. La caída de las tasas de interés para personas físicas combinó el efecto de la caída de las tasas de interés básicas (SELIC) y, en menor medida, la reducción del diferencial bancario promedio. Sin embargo, si bien las tasas de interés básicas continuaron disminuyendo en 2019, los spreads promedio en este año

fueron más altos que en 2018. Los préstamos a personas físicas continuaron expandiéndose en 2019. Por lo tanto, además de la presión externa, el primer problema relacionado con la fragilidad de la política monetaria fue el muy alto spreads de préstamos cobrados por los bancos a las personas físicas.



Fuente: Banco Central do Brasil

Por lo tanto, existe una cierta ambigüedad en los datos recientes de crédito al consumo (personas físicas). Se identifica un crecimiento real, impulsado principalmente por el financiamiento para la compra de automóviles (15,2%) e financiamiento inmobiliarios (7,0%). Este aumento se refleja en los datos de ventas minoristas de automóviles, que crecieron un 10% interanual y la reciente mejora en el gasto en construcción civil. Sin embargo, la perspectiva de que las tasas de interés ya no bajarán más en forma significativa no ofrece la expectativa de que el crédito tendría la capacidad de llevar a una recuperación vigorosa en la economía. El probable aumento inflacionario con un impacto negativo en los salarios reales y las medidas de debilitamiento del empleo ciertamente comprometerán los ingresos de los trabajadores, lo que, sumado a la generación limitada de empleos formales, tendrá un impacto negativo sobre el consumo y la demanda de crédito (Bastos y Aidar, 2019).



Fuente: Banco Central do Brasil

Las tasas de interés también podrían afectar positiva y significativamente la inversión privada. Sin embargo, esta idea se encuentra con una serie de limitaciones de diversos tipos: desde la crítica teórica y empírica a una relación inversa sistemática entre interés e inversión, pasando por la existencia de una capacidad ociosa significativa que ciertamente inhibe la voluntad del empresario para aumentar aún más su capacidad. Productiva<sup>1</sup>.

Si bien la reducción de las tasas de interés básicas tiene un impacto distributivo favorable, la confianza de que la política monetaria será el instrumento que aisladamente podrá generar una recuperación económica sostenida es frágil desde el punto de vista teórico y empírico y se enfrenta a la discusión que se produce en los países desarrollados que justamente subraya la limitación de estas políticas al enfatizar la necesidad de usar políticas fiscales expansivas. Además, en vista del deterioro del resultado reciente de las transacciones en cuenta corriente, nos parece que BACEN puede enfrentar la necesidad de aumentar las tasas de interés nominales si la rápida devaluación del tipo de cambio comienza a tener reflejo en los precios. De esa forma, el escenario de bajas tasas de interés nominales y reales puede ser extremadamente inestable dada la situación de las cuentas externas del país.

<sup>1</sup>Para un estudio empírico sobre el impacto de la demanda final en las inversiones productivas en Brasil, ver Braga (2018).

## **Referencias**

Aidar, G. & Braga, J. (2019) Country-Risk Premium in the Periphery and the International Financial Cycle 1999-2019, Working Paper, n. 342/2019, IE/UFF.

Bastos, C. P. & Aidar, G. (2019) Brazil's Economy: Recent Trends and Perspectives, Working Paper, n. 15/2019, IE/UFRJ.

Braga, J. (2018). Investment Rate, Growth and Accelerator Effect in the Supermultiplier Model: the case of Brazil, Working Paper, n. 332/2018, IE/UFF.

Serrano, F. (2013). Continuity and Change in the International Economic Order: Towards a Sraffian Interpretation of the Changing Trend of Commodity Prices in the 2000s, pp. 195–222, in Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Volume Two, UK, Springer.

Summa, R. & Serrano, F. (2018) "Distribution and Conflict Inflation in Brazil under Inflation Targeting: 1999-2014", Review of Radical Political Economics, 50(2), pp. 349-369.