



ARTÍCULOS

## Un estudio sobre la indexación financiera en un marco de precios relativos erráticos

Alberto José Figueras

Revista de Economía y Estadística, Cuarta Época, Vol. 32, No. 1-2 (1991): 1º y 2º Semestre, pp. 85-115.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3772/3612>



La Revista de Economía y Estadística, se edita desde el año 1939. Es una publicación semestral del Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaíso s/n, Ciudad Universitaria. X5000HRV, Córdoba, Argentina.  
Teléfono: 00 - 54 - 351 - 4437300 interno 253.  
Contacto: [rev\\_eco\\_estad@eco.unc.edu.ar](mailto:rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar)  
Dirección web <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/index>

### Cómo citar este documento:

Figueras, A. (1991). Un estudio sobre la indexación financiera en un marco de precios relativos erráticos. *Revista de Economía y Estadística*, Cuarta Época, Vol. 32, No. 1-2: 1º y 2º Semestre, pp. 85-115.

Disponible en: [<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3772/3612>](http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3772/3612)

El Portal de Revistas de la Universidad Nacional de Córdoba es un espacio destinado a la difusión de las investigaciones realizadas por los miembros de la Universidad y a los contenidos académicos y culturales desarrollados en las revistas electrónicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Considerando que la Ciencia es un recurso público, es que la Universidad ofrece a toda la comunidad, el acceso libre de su producción científica, académica y cultural.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/index>



REVISTAS  
de la Universidad  
Nacional de Córdoba



Universidad  
Nacional  
de Córdoba



FCE  
Facultad de Ciencias  
Económicas



1613 - 2013  
400  
AÑOS

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACION FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRATICO

Alberto José Figueras\*

### INTRODUCCION

La actual coyuntura nos presenta un plan de estabilización con desindexación. Si bien es cierto que la indexación alimenta (o retroalimenta) la inflación, su eliminación en una comunidad "económicamente neurótica" (como diría Hicks) no carece de riesgos, tal como ya lo adelantara R. Dornsbuch en comentario a un trabajo de P.Arida y A.Lara-Resende, expuesto en diciembre de 1984, en una conferencia promovida por el Institute of International Economics en Nueva York.

Suprimida hoy la indexación como método (al menos por ahora), es conveniente analizar sus ecos en el pasado, en especial en el particular caso

*\*Profesor de Economía de esta Facultad*

de la indexación financiera.

Resulta aleccionador observar sus debatidos efectos distributivos sobre el ingreso de distintos grupos; y, en singular, su impacto sobre el sector asalariado y sobre el sector empresarial.

La inflación es un fenómeno económico difícilmente definible, en razón de las diversas modalidades que presenta y los múltiples factores que operan en su causalidad.

Sin embargo podemos caracterizarla como un proceso, es decir una sucesión de fenómenos, que se manifiesta en una tendencia hacia el aumento continuo del nivel general de precios; no obstante es posible que haya inflación sin aumento de los precios, si se impusieran diversos controles para impedirlos. es por ello, frecuente distinguir entre inflación "abierta" e inflación "reprimida". En la primera la tendencia se manifiesta sin ocultamientos sobre los NGP; en la segunda, por el contrario, estos aumentos se encuentran embozados a través de controles (los cuales, es probable provoquen distorsiones mayores que la inflación abierta en sí misma).

Ha sido común, en el período de postguerra, dentro de las economías occidentales, verificar la presencia de una variante, podríamos decir, de la inflación abierta: la inflación reptante, caracterizada por un aumento moderado, pero sostenido e irrefrenable de precios y salarios. Si bien las tasas de variación media anual son moderadas a largo plazo suponen una apreciable pérdida del poder adquisitivo; así desde 1950 a 1970 el dólar americano, el franco suizo y el marco alemán perdieron, aproximadamente, el 40 % de su valor real, y la libra esterlina más del 50 %.

Los efectos económicos del proceso inflacionario se presentan como una derivación de las señales enviadas a los sujetos económicos a través de los precios relativos.

Estos efectos podemos agruparlos en:

- a) Efectos sobre la asignación de recursos
- b) Efectos sobre el crecimiento económico
- c) Efectos sobre la distribución del ingreso
- d) Efectos sobre el Mercado Financiero
- e) Efectos sobre la composición del Comercio Internacional y Balanzas de Pagos.

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

En este trabajo nos interesan, particularmente, los efectos asignativos de la inflación. A ellos no abocaremos.

La pugna por la captación del ingreso entre sectores, ramas de actividad, etc., a través de la manipulación de los precios monetarios sobre los que cada uno tiene control, trae como consecuencia una dislocación de los precios relativos, ya que éstos se verán empujados por presiones monopólicas y no situaciones de competencia.

Además una inflación de carácter continuo, durante décadas, trae como consecuencia, y con objetivos de contención de la misma: controles de precios, fijación de tasas de interés y otras prácticas que restringen el movimiento de los precios relativos<sup>1</sup>.

Por otra parte se considera que la presencia de inflación persistente, junto con una tasa de interés nominal regulada a un nivel tal que genere una tasa de interés real activa negativa originará una incorrecta aplicación (por los tomadores de fondos) de los recursos, seleccionando proyectos de inversión, que si privadamente pueden resultar provechosos (dado el costo nulo del dinero) para el empresario, de ningún modo pueden ser ventajosos desde la perspectiva macroeconómica de la sociedad.

A su vez, la permanencia (en la República Argentina) durante largos años de tasas negativas, según el trabajo de Alieto Guadagni, generó una estructura productiva absolutamente ineficiente; y al tonarse la tasa real (activa) ligeramente positiva (como en la mayoría de los Países Industrializados (PI)) el stock de capital de equilibrio se vió reducido y se contrajo el flujo futuro de inversión, al mismo tiempo que al regir un precio racional de un recurso escaso (más escaso cuando el país es más subdesarrollado) la estructura productiva irracional generada durante décadas quedó, en su mayoría, completamente descolocada. Ejemplo notorio resultan en nuestro país las fábricas de autopartes.

Otro aspecto relevante, y frecuentemente olvidado, es el impacto del funcionamiento del sistema financiero sobre la flexibilidad de los precios. Cuanto mayor sea el costo de oportunidad del almacenamiento del bien económico en cuestión (en el supuesto que sea posible hacerlo) más alta será su posible flexibilidad a la baja. Por tanto si el costo financiero de ese almacenamiento es nulo, o más aún si fuese negativo, el empresario ante una caída en la demanda puede responder con una contracción en la oferta que llevara nuevamente el precio a su nivel anterior, pues al no contar con un costo financiero de stock (a menudo, por el contrario, en épocas de alta inflación una buena aplicación de fondos -o al menos una "cobertura" razonable- resulta ser acumular inventarios) puede distribuir su producción actual en los infinitos períodos sucesivos, restando flexibilidad a la baja a los precios de mercado.

Como contrapartida de estas afirmaciones, debemos destacar que, ante una tasa real excesivamente elevada, el alto costo de oportunidad que conllevaran los inventarios puede desembocar en una liquidación (inconve-

mercado.

Es razonable esperar que haya una causalidad bidireccional entre inflación e indexación, donde la última realimenta a la primera. Una cuestión a dilucidar es la cantidad e intensidad de este efecto; aunque, como veremos en el apartado, la indexación en el Mercado Laboral tendería a suavizar expectativas y reducir el mark-up que acelera la espiral.

#### IV. LAS CRITICAS ERRONEAS Y EL ESTUDIO EMPIRICO

Un problema presente en el financiamiento de cualquier proyecto, bajo condiciones inflacionarias, radica en el método de amortización adoptado para el mismo. Podríamos enumerar tres opciones alternativas:

- a) Cuota fija
- b) Cuota variable (a partir de tasa de interés variable)
- c) Cuota (y saldo) indexados

En la alternativa "a" la tasa de interés implícita incorpora la inflación esperada. Si ésta en la práctica, pasa a ser mayor, entonces la entidad prestamista se verá perjudicada; si por el contrario, es menor, el damnificado será el prestatario.

La opción de tasa de interés variable, que acompaña el ritmo inflacionario, posee la característica que merma, para ambas partes, el riesgo inherente a la falta de una previsión precisa de la tasa inflacionaria. Sin embargo, en ambas alternativas (a y b), el problema de la denominada "carga frontal"<sup>6</sup> persiste.

La solución al riesgo (disminuyéndolo), así como al problema de la carga frontal, se encuentra en el crédito indexado.

No obstante esta variedad de créditos tiene numerosísimos detractores. Veamos brevemente cuales son los argumentos más válidos.

- i) No necesariamente el índice corrector evolucionará con la misma intensidad que los ingresos del proyecto (o del solicitante del crédito, en general). Esto puede deberse a un desfasaje coyuntural, o a una modificación de los precios relativos de más largo plazo. Por supuesto que esta circunstancia se ve agravada bajo una inestabilidad creciente de la tasa.<sup>7</sup>

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

ii) La razón más esgrimida no es, sin embargo, la anterior sino aquella que nos habla de una deuda "siempre creciente" a pesar de abonar una cuota "constantemente mayor". Este argumento envuelve una falacia, por no catalogarlo directamente de sofisma, ya que si bien es cierto que la cuota es creciente (nominalmente) no lo es la deuda nominal, sino sólo en una fracción del período de amortización.

Por otra parte, si hablamos en términos de magnitudes reales, como corresponde, la deuda siempre va decreciendo y la cuota permanece constante. Con el objeto de clarificar lo antedicho, exponemos el siguiente ejemplo numérico (Cuadro I).

Se supone que una deuda inicial de \$ 100, pagadero en 10 cuotas de \$ 10 (reales) c/u; por otra parte nos figuramos una inflación del 15 % mensual, durante los 10 meses. Además, a fin de no complicar el ejemplo, y dado que la tasa de interés, en los créditos indexados, suele ser no significativa respecto del índice corrector (v.gr. 15 % anual, frente a una indexación del 200 %) no consideramos su presencia.

Observando el Cuadro I, y la gráfica correspondiente, podemos apreciar, que la Deuda Nominal (Columna B) crece hasta el período 4 para luego crecer hasta extinguirse; mientras que la Deuda Real disminuye desde el momento inicial (Columna F).

Ahora bien, expuestas estas importantes aclaraciones respecto de la Indexación como método, pasemos a considerar qué es una tasa de interés real, para luego analizar empíricamente si los prestatarios de créditos en los últimos años sufrieron tasas positivas o, por el contrario, las tasas que enfrentaron fueron negativas.

La expresión matemática de la tasa de Interés Real es:<sup>9</sup>

$$\text{Tasa Int.Real} = \frac{\text{Tasa inter.nominal} - \text{Tasa inflac.}}{\text{Tasa de inflación} + 100} \times 100$$

Evidente es que mientras la tasa de interés nominal sea mayor que la tasa de inflación la tasa real será positiva (en el caso opuesto lo será negativa).

Cuando nos referimos, en la fórmula, a tasa de inflación implícitamente aludimos a la tasa de aumento del precio del producto o servicio que vende el tomador del crédito. De modo tal que un ingenio azucarero al momento de decidir la conveniencia de un crédito debe enfrentar la tasa de interés nominal (o la evolución esperada del índice corrector del crédito indexado

por la tasa de interés nominal, en su caso) con el aumento que se estima en el precio del azúcar durante la vigencia del préstamo.

Ahora bien la tan criticada, y azotada, Circular 1050 del Banco Central no es sino un método particular de indexación.

Los créditos indexados, para los deudores netos, tienen la dramática consecuencia que la deuda no es extingible por el sólo paso del tiempo (cohabitando con una inflación disparada).

Expuesto este juicio concerniente a la indexación, en general, de los créditos (lo cual supone, por supuesto, negar transferencias de ingresos) digamos que la Circular 1050 conlleva en su corrector una serie de ventajas económicas<sup>9</sup>, generalmente (o francamente) ignoradas por muchos de sus detractores.

a) La tasa pactada sobre la corrección por el Índice Financiero no incluye un sobrecargo por riesgo excesivo en las operaciones de Largo Plazo, dado que el índice corrector es equivalente al costo financiero para las entidades.

b) Al eliminarse este riesgo, en el Largo Plazo aumenta la Oferta de Fondos para el mismo, facilitando la obtención de préstamos con fines productivos (o bien de "consumo" por el núcleo familiar en ese plazo, e.g. la construcción de la vivienda).

Hechas estas clarificaciones teóricas podemos pasar al análisis de lo realmente ocurrido en nuestra economía en vinculación a la Circular 1050 (y su índice corrector conocido como Índice Financiero).

Para el análisis vamos a distinguir dos sectores:

a) Mercado de servicios empresariales

b) Mercado de trabajo

A partir de la consideración que sus mercados son esencialmente diferentes, y sus ingresos, en el período que nos preocupa, han tenido una evolución disímil.

En el CUADRO II observamos los precios de distintos bienes, con los cuales se pretende ejemplificar el mercado empresarial. También se encuentran tabulados los salarios de tres sectores de la actividad manufacturera privada, y un área del sector público (docentes). Asimismo hemos consignado el Índice Financiero y el Índice de la Construcción.

Tomando como partida estas cifras se ha elaborado el Cuadro V de Coeficientes (o evolución de los índices) para los períodos que constan en

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

el encabezamiento de cada columna (Ver Apéndice C).

En el Cuadro VI<sup>10</sup> obtenemos las tasas de interés real considerando, por una parte, el Índice Financiero como índice de corrección, y la tasa de interés aplicada sobre el capital corregido; y, por otra parte, el precio del bien o servicio (salario en caso del trabajador) que enajena el prestatario. Se han considerado, como hemos antedicho, dos grandes grupos, de acuerdo al tipo de ingreso que le corresponde:

- i) el mercado de servicios empresa-riales, que presenta un ingreso no administrado; es decir su precio fue libre;
- ii) el mercado de trabajo que, en cambio, presentó un precio controlado a lo largo del período.

Apreciamos, pues, una honda distorsión que revela altas tasas negativas para las empresas, y altas tasas positivas para los préstamos personales (en general aplicados, como es de suponer, al "consumo" familiar; incluyendo en este concepto a la vivienda).

La racionalidad económica, y la justicia distributiva, nos dicen que, en principio, la situación debería encontrarse invertida: el sector productivo responder a tasas reales positivas y, por el contrario, subsidiar, en lo posible, la construcción de viviendas. Recordemos, como pauta de comparación, que en el período 1960-80 la tasa real en los Estados Unidos nunca fue negativa, y la más alta en ese lapso se registró en 1967 con el 4,15 % anual. Si se compara con los valores de la Columna IV, Cuadro VI, Apéndice C, se observa una clara distorsión: las empresas reciben un fuerte subsidio, y la construcción de viviendas es duramente castigada.

Podemos apreciar que quien obtuvo un crédito por la Circular 1050 en Agosto de 1980, y lo aplicó, v.gr. a aumentar stock de harina (podría ser un gran almacén, un molino harinero, etc.) a agosto de 1982 había obtenido una tasa real negativa del 38 %; y si lo visualizamos año por año tendremos que en 1980 (desde abril) sufrió una tasa positiva (12 %); siendo, en cambio, negativa para los años 81 (26 %) y 1982 (1,7 %). Los bienes manufacturados han pretendido representar las tasas que habría soportado el sector en los períodos considerados (aunque bajo fuertes supuestos).

Vemos que si para el sector comercial y productivo (empresas) las tasas agosto 80-agosto 82 fueron fuertemente negativas o levemente positivas, para el sector cuyos ingresos provienen directamente del trabajo personal fueron altamente positivas; poniendo al asalariado (y su núcleo familiar) al borde mismo de la cesación de pagos. Recordemos que la generalidad de los préstamos personales, bajo la 1050, lo fueron con el propósito de la construcción de vivienda propia.

Existe una honda diferencia entre un préstamo a quien opera en el mercado empresarial (préstamo con fines productivos) y quien lo hace en el mercado de trabajo (y ha obtenido el crédito con fines de "consumo").



El mercado de trabajo posee la característica diferencial que no se edifica sobre la toma de riesgo, sino que está dominado por la preocupación sobre la seguridad económica; y ésto se presenta en función del núcleo del cual emerge la oferta en este mercado: la unidad familiar. Las sociedades industriales modernas aseguran a la familia contra una "quiebra" en el sentido usual de los negocios, amparándole contra la insolvencia (resguardo que es más acentuado en los Países Industrializados).

Por el contrario a diferencia de aquellos que ofrecen su trabajo personal, el empresario toma un riesgo al reorganizar los factores de la producción<sup>11</sup>, y por ello percibe una retribución: el beneficio. No puede, por tanto, alegar la muy conocida "teoría de la imprevisión", pues su "recompensa" se basa precisamente, como diría Walras, en su ubicación intermedia entre el mercado de servicios productivos y el de productos, corriendo el riesgo de no ganar nada si el precio de los productos no es superior a los costos (incluido el financiero); pero, como contrapartida, puede realizar beneficios considerables si el primer precio es superior al segundo.

Si, en cambio, puede y con justicia, sustentar su imposibilidad de previsión quien de suyo opera en el mercado de trabajo (asalariado), y no tiene por tanto, ni como ocupación, ni como habitualidad asumir riesgos económicos; al menos de tal magnitud que pueden sumirlo en la insolvencia. Esta persona que contrajo la deuda indexada (por el IF de la Circular 1050) vio retrasada su retribución respecto de tal corrector. Sufriendo, por ello, altas tasas reales positivas. Este retraso surgió como consecuencia de una imprevista estampida de las tasas pasivas en su relación con los salarios. Hecho difícil de conjeturar en el momento del estudio que originó la Circular 1050.

De allí que sostenemos que el corrector utilizado DEBIO marchar "pari passu" con el precio del servicio que este sujeto económico (asalariado) prestaba. Es decir, con el salario. De modo tal que el núcleo familiar no se viera sumido en la deplorable prueba de la "cesación de pagos".

Todo esto argumentado en base a un PRINCIPIO DE JUSTICIA DISTRIBUTIVA que, siguiendo a Tomás de Aquino, es aquella que la comunidad le debe a sus miembros.<sup>12</sup>

En el plano del ámbito empresarial (i.e. tomador de riesgos) la justicia a regir debe ser la CONMUTATIVA<sup>13</sup> (aquella que los miembros se deben entre sí), propia de los contratos (en razón de que los sujetos actuantes se encuentran en un mismo plano de jerarquía).

Coincidimos, entonces, que infortunadamente el índice corrector aplicado (sin discriminar en razón del motivo del préstamo) a un aspecto profundamente social como el crédito para vivienda, ha generado una honda distorsión y un lógico malestar, por ello hubiera sido necesario un cambio de pauta más acorde con el ingreso del trabajador. En cambio, por el contrario, el índice no es censurable en el caso del préstamo con fines de aplicación en el mercado empresarial, antes bien hubiese sido menester una

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

corrección hacia arriba<sup>14</sup> (tasas activas nominales más altas a aplicar sobre el capital ajustado en los créditos con fines comerciales-productivos<sup>15</sup>) a fin de llevar a niveles positivos (o al menos nulo) las tasas soportadas por las Empresas.

### V. LA IMPORTANCIA DEL MERCADO FINANCIERO EN LA ASIGNACION DE RECURSOS

Importancia del mercado financiero: En una sociedad compleja (industrial, "capitalista" en el vocabulario de E. Von Böhm-Bawerk) existe un punto de encuentro entre las unidades superavitarias (ahorristas) y las unidades deficitarias (tomadores de fondos). Este es el llamado MERCADO FINANCIERO; y su mayor eficiencia permitirá la correcta función intermediadora-asignadora que le está reservada.

El precio que rige las transacciones en este mercado es la tasa de interés. La vigente para el ahorrista (tasa pasiva) y la cobrada al tomador (tasa activa), distanciada por "el spread" financiero.

Hay quienes sostienen que el mercado, bajo un régimen de tasa libre asignará eficientemente los recursos a las distintas alternativas de créditos (vía tasas activas que pudieran controlarse indirectamente a través de la Política Monetaria).

Otros analistas propugnan, en desacuerdo, que la asignación mejor se logrará por un crédito dirigido, bajo tasas activas administradas.

No obstante esta polémica en torno al nivel de las tasas activas, existe un mayor consenso, al menos en el nivel de análisis teórico, en cuanto a que el soporte insustituible del Mercado de Crédito han de ser tasas pasivas reales positivas que hagan preferible el ahorro al consumo presente, o a la distorsionada inversión directa en activos reales. En nuestro país durante los largos años de tasas pasivas reales negativas se produjo una canalización defectuosa del ahorro, aplicándose a bienes durables (automóviles, viviendas) directamente por las unidades superavitarias (perdiéndose las ventajas, propia de la dicotomía ahorrista-inversor, al no canalizarse el ahorro hacia sus usos de mayor rentabilidad), y dando por resultado final una baja tasa de crecimiento, al no favorecerse el incremento de la INVERSION REAL en los sectores productivos de más alta rentabilidad.

Por último destaquemos que, en un contexto inflacionario, la TASA REAL de interés es incierta ex-ante. El ahorrista sólo conocerá la tasa nominal, y a posteriori, transcurrido el período de aplicación, y en base a la depreciación del signo monetario, sabrás el rendimiento real obtenido.

## VI. EL SUBSIDIO IMPLÍCITO

**Subsidio implícito:** Suele definirse el subsidio como un "aporte que el Estado realiza" con títulos diversos (subsidio familiar, subsidio de desempleo, etc.), interviniendo en un determinado mercado, con el fin de incrementar, en definitiva, la cantidad negociada en el mismo.

De acuerdo a lo antedicho nos encontraríamos ante un subsidio solamente cuando existiera una transferencia del Sector Público hacia el Sector Privado, reduciendo el precio de compra para los consumidores y/o aumentando el ingreso medio para los productores.

No obstante habría ejemplos en los cuales existiría subsidio aún cuando no se concretaría un flujo de fondos en el sentido Sector Público-Sector Privado. Sería éste el caso de una transferencia de recursos entre distintos subsectores del Sector Privado.

Podríamos, entonces, conceptualizar el subsidio, en sentido lato (definición "débil"), diciendo que es una transferencia de fondos entre sectores sin la contraprestación debida de regir un mercado libre.

Durante décadas esta situación rigió en el mercado financiero, con un traspaso incesante de fondos de ahorristas a tomadores de fondos en virtud de tasas reales negativas (activas y pasivas). Todo lo cual desarticuló el circuito financiero y, ante la aceleración de la inflación a niveles hiperinflacionarios (en los primeros meses de 1975 la tasa alcanzó al 300 % mensual, volumen terrorífico si recordamos que en la República de Weimar la mayor inflación mensual tocó el techo del 600 %), el hecho se tornó en alarmante para la sociedad, pues amenazaba con destruir el mercado de capitales (menguado) existente en el país, a causa de la caída de la tasa de ahorro. Declinación motivada por un exceso de incertidumbre y retorno altamente negativo, que, incluso, contribuiría a acelerar la tasa de incremento de precios al tornar en "impaciente" al consumidor tipo (que prefiere adelantar demanda ante lo adverso que le resulta sacrificar consumo: vale decir realizar ahorro).

A fin de aproximar al lector a la situación de subsidio financiero implícito en el mercado de capitales presentaremos dos cuadros que resumen en sí la evolución de la tasa de interés real durante las tres últimas décadas (ver Cuadro III y Cuadro IV).

Como puede desprenderse de la comparación entre tasas activas y pasivas reales del Cuadro IV ha existido una relación directa entre ambas, en el sentido que una tasa real pasiva negativa implicaba una tasa real activa también negativa (generalmente menor). La excepción principal a esta regularidad se presenta entre los años 1977/90, en donde la transferencia de recursos no se produjo de ahorristas a inversores, sino de aquellos hacia los intermediarios financieros (en esos cuatro años las tasas fueron negativas para los ahorristas, pero al par registraron valores positivos picos

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

para los tomadores<sup>16</sup>). Existió una "pérdida de energía", "una fuga" en el circuito de intermediación que fue captado por el sector financiero (lo que explica, en parte, su expansión en la participación porcentual en el PBI).

Para reforzar lo argumentado haremos una breve consideración teórica basada en el instrumental analítico convencional.

Decíamos que existe subsidio cuando se produce una transferencia forzada de ingresos, por vía de intervenciones del Estado, con precios por debajo de los que los agentes económicos hubieran pactado. Es el caso del crédito subsidiado por implementación de una tasa de interés máxima, que de expresarnos con total pureza teórica constituye un precio máximo.

Como se sabe los precios máximos, en general, fuerzan un exceso de demanda en el mercado, generando un racionamiento que debe ser resuelto por algún conducto. Por lo común los sistemas utilizados constituyen una solución menos eficiente que las señales de precios (colas, partidismo, etc.).

Veamos, a fin de clarificar, un mercado financiero en el cual se establece una tasa máxima de interés pasiva inferior al precio de equilibrio. Por otra parte, y bajo la consideración que, en casi todos los países del mundo, la autoridad monetaria maniobra la oferta de fondos de manera tal que la tasa nominal de equilibrio lleve a una tasa real (pasiva) aproximadamente nula (o levemente positiva), podemos considerar, en una simplificación analítica, que todas las tasas reales por debajo de la de equilibrio serán negativas y positivas aquellas que le superan.

La curva de oferta presenta una continuidad aún a tasas negativas (si bien con una fractura, y mayor elasticidad en su tramo inferior), por diversas causas como:

- a) escasez de activos financieros alternativos;
- b) una profunda aversión al alto riesgo presente en el mercado extrabancario (en donde no hay tasa regulada);
- c) rendimiento aún más negativo en caso de una preferencia absoluta por la liquidez.

El punto crucial de la cuestión está en la transferencia de recursos de ahorradores a tomadores de crédito. Veamos como opera. El capital es un recurso escaso. Por definición un bien económico. Y uno de los "postulados" analíticos de nuestra disciplina nos dice que los bienes económicos detentan siempre precios positivos (por su escasez, y ante ello, necesidad de racionar la demanda). De allí que el uso del capital exija retribución positiva en términos reales (al menos en el equilibrio de largo plazo) si se pretende que el sistema económico asigne con eficiencia sus recursos escasos.

Si la tasa de equilibrio es definida por hipótesis como nula, y todas las inferiores como negativas, significa que, para un volumen de crédito  $q_1$ , el monto de retribución debería ser, de acuerdo a lo antedicho en el párrafo anterior como argumento económico, al menos igual a cero

( $q_1 \times R_E = R_E \cdot C q_1, 0$ ). No obstante los ahorristas reciben un monto menor

( $q_1 \times R_m = R_m \cdot D q_1, 0$ ). "Negativo" al ser  $R_m$  una tasa real negativa. Existe por tanto una apropiación de recursos por los tomadores de fondos: un subsidio implícito.

Podríamos incluir esta breve incursión teórica diciendo que carece de equidad como de rigor económico la vigencia de tasas nominales reguladas que conduzcan a tasas reales negativas.

Resumiendo: Hemos apreciado la presencia del subsidio implícito a través de tasas reales negativas durante décadas, -persistentes aún en los años regidos por la Reforma Financiera de 1977 (Ver Apéndice C, Cuadro VI)-, así como la conveniencia de su remoción, con el objeto de conformar un Mercado Financiero eficiente, conducente a asignaciones correctas.

A su vez han sido apreciados los efectos inflacionarios en sus diversos aspectos, analizando el intento de superación de estos problemas, (reduciendo los efectos adversos de sus impactos en la estructura de precios relativos), a través del uso del instrumento INDEXACION.

Ratio esencial de su implementación es superar la presencia de un subsidio implícito (tasas reales negativas).

Hemos planteado que debió contemplarse, por inexcusables criterios sociales, la excepcionalidad del préstamo de consumo (v.gr. hipotecario, para la edificación de la vivienda familiar), considerando, por un lado, las especiales características del mercado en que se desenvuelve el sujeto prestatario (esto es, el asalariado); y, por otro lado, las condiciones particulares que se sucedieron en el período 1977/84 para los préstamos indexados bajo el Índice Financiero (altas tasas reales positivas, si consideramos como fuente de ingreso del deudor el rubro salarios (ver Apéndice C, Tabla IV).

Dicho esto pasemos a una breve consideración de un mercado tan singular y trascendente como el mercado laboral y su vínculo estrecho con el problema inflación-indexación.

UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE  
PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

CUADRO III

TASAS BANCARIAS DE INTERES EN TERMINOS REALES

AÑO	TASA ACTIVA	TASA PASIVA
1950	-14,3	-18,3
1951	-21,4	-25,0
1952	-22,1	-25,7
1953	4,3	- 1,0
1954	4,5	- 0,8
1955	- 3,4	- 8,3
1956	- 4,5	- 9,2
1957	-11,4	-15,8
1958	-16,0	-20,2
1959	-48,3	-50,2
1960	-13,0	-17,3
1961	- 2,8	- 7,7
1962	-10,2	-15,6
1963	- 7,3	-13,0
1964	- 5,8	-11,6
1965	-10,6	-16,0
1966	-12,8	-18,1
1967	-11,0	-16,4
1968	- 1,1	- 7,1
1969	5,9	0,4
1970	0,3	- 4,9
1971	-13,9	-16,9

FUENTE: A. GUADANI, "Las tasas de interés negativas y la distorsión de la inversión real en Argentina", Bs.As., 1972.

## REVISTA DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA

**CUADRO IV - TASAS DE INTERES**

AÑO	TASA PASIVA REAL (en %) (1)	TASA ACTIVA REAL (en %) (2)
1951	-31,7	-30,3
1952	-13,6	-10,9
1953	3,7	3,4
1954	-11,2	1,3
1955	-4,1	-3,6
1956	-11,7	-9,9
1957	-17,7	-13,6
1958	-30,3	-30,3
1959	-47,8	-45,2
1960	-5,9	8,4
1961	-10,7	-5,7
1962	-18,1	-16,0
1963	114,3	-5,8
1964	-7,2	-6,4
1965	-20,6	-12,2
1966	-15,4	-4,7
1967	-13,7	-4,8
1968	0,06	9,7
1969	2,7	7,2
1970	-10,0	-7,6
1971	-18,9	-19,1
1972	-27,4	-28,7
1973	-17,6	-12,6
1974	-15,7	-15,1
1975	-71,2	-70,6
1976	-62,0	-60,3
1977	-4,8	2,0
1978	-14,6	12,84
1979	-9,1	2,1
1980	-4,2	22,4
1981	7,9	12,3
1982	-28,5	-38,2

**FUENTE:** *Periodo 1951/73 - Gaba, Ernesto. Indexación de la Economía. Gerencia de Investigaciones Económicas. B.C.R.A. 1975. Periodo 1974/82. FIEL.*

**NOTA:** (1) *Deflactor: Índice de Precios al Consumidor.*

(2) *Deflactor: Índice de Precios Mayoristas no Agropecuario Total.*

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

### VII. EFECTOS DE INDEXAR EN EL MERCADO DE TRABAJO

Sería conveniente una reflexión respecto a la indexación en un mercado particular tan vital como el mercado de trabajo. En una economía no indexada los salarios pactados nominalmente tendrán incorporadas, en su momento, las expectativas inflacionarias prevalecientes para el período de vigencia del convenio; y como esos salarios constituyen, en el corto plazo, el principal componente de la curva de costos marginales se producirá una contracción en la oferta, que tenderá a convalidar esas expectativas de aumentos de precios. Por lo tanto, la tasa de inflación presentará una inercia de precios. Por lo tanto la tasa de inflación presentará una inercia que tornará dificultosa su contención, antes bien se producirá una carrera por superar, cada sector, las expectativas que fijó el otro en el momento de la concertación (espiral precios-salarios).<sup>17</sup>

Por otra parte, si, en optimista suposición, los incrementos salariales, por una circunstancia eventual, no se incorporasen en su totalidad a los precios (significaría que las expectativas de alza superaron a la realidad) el salario real subirá, y por tanto se producirá una contracción en la ocupación.

La posibilidad cierta de evitar estas situaciones negativas es que se contrate eliminando las expectativas, en otras palabras, como si se operara con magnitudes reales, pese a hacerlo con magnitudes nominales. Lo cual se logra vía indexación.<sup>18</sup>

### VIII. ELIMINAR LA INDEXACION TIENE SUS RIESGOS

Hemos visto que las erráticas modificaciones de precios generan pérdidas económicas reales (en ingreso en el corto plazo, en eficiencia en el largo plazo). Se ha recomendado con frecuencia como medida correctiva la indexación total y generalizada; pero, a su vez, cualquier variación "real" en el mercado de bienes exige una modificación en los precios relativos, pero si todos los precios nominales están indexados los precios relativos no se modificarán, y esto impedirá que las variaciones necesarias en la conducta económica de los sujetos, y en la estructura productiva, sean efectivizadas.

Ante esto suelen plantearse dos soluciones posibles:

- a) una indexación parcial: Es decir, por ejemplo, la corrección se efectuaría no con base directamente en el índice del NGP sino utilizando éste con una corrección hacia abajo por situaciones coyunturales<sup>19</sup> (lo cual reduciría el factor de ajuste).

No obstante cuánto más parcial es la indexación, más expuesta estará la estructura de precios a vaivenes erráticos, mayor



importancia tendrá el rol de las expectativas; y mayor, en definitiva, será la "indexación" ex-ante de las magnitudes nominales.

La aplicación, en junio de 1985, de una política anti-inflacionaria, basada en un SHOCK DE DESINDEXACION (opuesto a la estrategia gradualista), tal como el PLAN AUSTRAL, impuso en su momento ciertas consideraciones:

a) tal política ya había sido comentada desde el ángulo teórico en un artículo titulado "Inertial Inflation and Monetary Reform: Brazil" de Persio Arida y Lara-Rasende (dos economistas de la Univ. Católica de Río de Janeiro).

b) a continuación de tal artículo, la crítica al mismo de Rudiger Dornsbuch destacó la EFICACIA DEL INSTRUMENTO, pero a la vez, señaló LO RIESGOSO DE LA MEDICINA. Así escarbando en la historia encuentra como experiencia histórica de política económica similar la implantación en Hungría del "tax pengő" (algo así como un "austral magiar") en enero de 1946. En aquella oportunidad, efectivamente, la desindexación de la economía redujo bruscamente la tasa inflacionaria al 1 % anual durante 3 a 4 meses, para luego -ante la necesidad política de emitir - (cobertura del déficit fiscal)- explotar hasta llegar al 37.000 % anual.

c) la conclusión es fácilmente deducible: la DESINDEXACION puede llevar a una ELIMINACION CASI TOTAL del problema inflacionario,... pero también PUEDE CONDUCIR A UNA HIPERINFLACION al descontrolarse la conducta de los sujetos económicos, quienes ante la imposibilidad de la cobertura (vía indexación) tornan sus preferencias en angustiosamente "impacientes". Y para esto no es menester la expansión sustancial de la Base Monetaria, puesto que la velocidad de circulación tenderá a elevarse a infinito.

Algo de esta previsión de Dornsbuch aconteció al fracasar el Plan Austral: se desembocó en la primera hiperinflación argentina (que encontró su cima en el segundo semestre de 1989: para costo de vida, 1000 % entre mayo y julio; y 2000 % entre abril/agosto).

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

### IX. CONCLUSION

El ensayo pretende elaborar una visión de conjunto sobre el debatido tema de la indexación. Plantea, en apretada síntesis, las distorsiones emanadas de un proceso inflacionario. En especial por la presencia de una alta inestabilidad en la tasa de variación de los precios, dado que sus pendulaciones son causa suficiente de que el sujeto económico no pueda predecir, con aproximación razonable, la tasa de variación de los precios para el próximo período, y ante la incertidumbre, y el riesgo que ella connota, recurre a una cobertura (aún en exceso) incrementando (o intentando incrementar) "su" precio, incluso por sobre su propia expectativa.

Podríamos compendiar diciendo:

- a) Como escolio de lo antedicho se origina una desarticulación en la estructura de precios relativos.
- b) Para salvar este desarreglo surge la necesidad de una corrección por algún medio operativo. Optándose, en principio, por la indexación basada en algún índice de precios (incluyendo en este concepto el precio del dinero: la tasa de interés).

Como nota especial de este punto se encuentra la Circular RF Nro. 1050 del BCRA, la cual originó profundas protestas sociales, en virtud de una evolución inesperada de la relación tasa de interés-salarios.

Resultan plenamente comprensibles tales quejas en el sector asalariado por la presencia de tasas FUERTEMENTE POSITIVAS, (p.ej. agosto 80/agosto 82 del 72,5 % en términos reales para el sector asalariado docente); pero estos reclamos son perfectamente RECHAZABLES en el caso del sector empresarial, ya que disfrutó incluso de tasas negativas (agosto 80/agosto 82, sector "siderúrgico", tasa real negativa del 30 %).

Señalamos, además, el temprano comentario de Dornsbuch a un proceso de desindexación. Comentario en el cual el profesor norteamericano remarcará los riesgos inherentes a tal instrumento. La salida final del PLAN AUSTRAL cumplió aquellos vaticinios: hiperinflación.

El PLAN CAVALLO de estabilización interrumpe, como era lógico de esperar, la indexación, para así suprimir la realimentación del proceso y operar con expectativas a la baja en los precios (o al menos en su tasa de crecimiento) por los sujetos económicos. Sin embargo, no hay que perder de vista aquel anticipado recelo de Dornsbuch, ... ante un leve repunte de la tasa de inflación, el temor de los agentes, y su conducta "económicamente neurótica"<sup>20</sup>, puede desembocar ya no en una inflación persistente (pero controlable) sino, nuevamente, en una hiperinflación.

**APENDICE A**

Deducción de la tasa de Interés Real:

La tasa de interés nominal (N) surge de "capitalizar" por la tasa de inflación (I) a la tasa de interés real (R). Esto es:

$$(1 + N) = (1 + R) (1 + I)$$

Por tanto, para obtener la tasa real (R) no queda sino despejar:

$$R = \frac{1 + N}{1 + I} - 1 \quad (1)$$

Puede llegarse a un cálculo alternativo.

Operando en el segundo miembro de (1) tenemos:

$$R = \frac{1 + N - (1 + I)}{1 + I} = \frac{1 + N - 1 - I}{1 + I} = \frac{N - I}{1 + I}$$

Digamos, de paso, que con similar expresión se trabaja para conocer la rentabilidad real de cualquier bien. Por ejemplo, si en el momento cero un bien x vale \$ 1 y en el momento uno vale \$ 3; y la inflación general para el período ha sido de 2, entonces el Valor Real, depurado de la inflación se obtiene por:

$$\frac{1 + N}{1 + i} = \frac{VN}{VI} = \frac{3}{2} = 1.5$$

y para conocer su rentabilidad real se le resta la unidad

# UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

## APENDICE B

Indice Financiero:

El Indice Financiero surge como resulta de la tasa de interés equivalente diaria a la tasa de interés testigo para operaciones pasivas a 30 días.

La tasa de interés pasiva se encontraba administrada, en el sentido de regir una tasa máxima posible (durante el mes de diciembre 1982 fue fijada en el 8,5 % mensual) determinada por resolución del Banco Central.

Veamos como se calculó el Indice Financiero, por ejemplo durante el mes de diciembre de 1982 (con tasa máxima para operaciones a 30 días del 8,5% mensual, pero en función que el valor fijado es un precio máximo, y por ende se puede operar debajo del mismo, la tasa testigo resultante, durante todo el mes, fue del 8,49 % mensual, vale decir un centésimo por debajo de la tasa máxima).

Sabemos que

$$1 + j = (1 + i)^m$$

por tanto:

$$j = (1 + i)^m - 1$$

donde "m" puede ser entero o fraccionario, y representa el número de veces que la unidad de tiempo para la cual se quiere calcular la tasa equivalente "j", contiene a la unidad de tiempo de la tasa "i" conocida.

En nuestro caso tendremos:

$$j = (1 + 0.0849)^{1/30} - 1 = 1.002719 - 1 = 0.0027$$

Obtenida la tasa diaria equivalente le adicionamos la unidad y ese valor,  $(1 + j)$ , se multiplica por el Índice Financiero acumulado anterior para obtener el del día en cuestión.

Por ejemplo: IF acumulando al 15/12/82 = 1005,626  
 IF  $(15/12/82) \times (1 + j) = 1005,6269 \times 1,0027$   
 IF  $(16/12/82) = 1008,36$

## APENDICE C

La tasa de interés nominal, a cobrar por el préstamo, se carga sobre el capital ajustado.

Si consideramos el caso de los Bancos Oficiales, éstos aplicaron una tasa activa nominal desde Abril 1980 a enero 1982 del 18 % anual (tasa proporcional 1,5 % mensual) y desde febrero hasta diciembre 1982 una tasa del 12 % anual (tasa proporcional: 1 % mensual).

Veamos el proceso de cálculo de la tasa de interés real en el caso particular del bien "negociado" Harina. Trabajemos para el período Agosto 82-Agosto 80.

Obtendremos primero, la tasa a aplicar sobre el Coeficiente emanado del IF. Dado que existen dos períodos, uno con tasa mensual del 1,5 % (17 meses) y otro período con tasa del 1 % mensual (7 meses), tendremos:

$$(1 + i_0)^{17} \cdot (1 + i_1)^7 = 1 + g$$

(Agos. 80-Ene. 82) (Feb. 82-Agos. 82) (Agos. 80-Agos. 82)

En cifras:

$$(1 + 0.015)^{17} \cdot (1 + 0.01)^7 = 1 + g$$

$$= 1,2880 \times 1,0721 = 1,38008$$

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

Tomamos del Cuadro V el coeficiente de evolución del IF para el período: 5,17; y multiplicando:

Coeficiente IF x Tasa Nominal

en cifras

$$5,17 \times 1,3808 = 7,14$$

Que jugaría las veces de tasa de interés "nominal" en nuestra expresión de tasa de interés real (R), para el período Agosto 80 - Agosto 82<sup>21</sup>.

Aplicando la formulación de tasa real ya desarrollada:

$$R = \frac{N-I}{1+i} = \frac{714\% - 1215\%}{1315\%} = -38.1\%$$

Que nos expresa la tasa real, Ag. 82-Ag. 80, para el sujeto económico cuyo bien negociado fue HARINA, obteniendo de su enajenación los ingresos para la cobertura de sus costos financieros.

### CUADRO V

#### RECALCULO DE TASA "NOMINAL"

INDICE	Ago. 82	Dic. 80	Dic. 81	Dic. 82	
	Ago. 80	Abr. 80	Dic. 80	Dic. 82	
IF.	5,17	1,48	2,56	2,27	
Alambrón	10,73	1,32	2,85	3,93(a)	Set82)
Aluminio	9,29	1,38	2,94	4,19	
Estaño	10,47	1,25	4,06	3,85	
Cemento	6,46	1,30	2,97	2,98	
Azúcar	6,26	1,15	2,67	3,05	
Harina	12,15	1,38	4,48	2,63	

REVISTA DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA

SALARIOS (Sectores)	Ago. 82 Ago. 80	Dic. 80 Abr. 80	Dic. 81 Dic. 80	Ago. 82 Dic. 81
Alimentos	5,49	1,81	2,23	1,66
Textiles	4,70	2,00	1,76	1,80
Petróleo	3,44	1,43	2,07	1,47
Docentes	3,72	1,64	2,20	1,36
IF.	--	--	--	1,681.
Constr.	4,63	1,82	2,25	1,79
Cargos/préstamos	7,14	1,67	3,06	2,57

CUADRO VI

TASAS REALES

INDICE	I	II	III	IV
	Ago. 82 Ago. 80	Dic. 80 Abr. 80	Dic. 81 Dic. 80	Dic. 82 Dic. 81
Harina	-38,10	12,2	-25,90	-1,7
Alambrón	-30,60	15,1	5,45	s/d
Estaño	-29,00	18,7	-19,08	-26,4
Aluminio	-20,90	12,2	3,04	-31,2
Cemento	9,10	20,4	2,26	-10,3
Azúcar	12,10	24,2	10,62	-11,9

UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE  
PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

SALARIOS (Sectores)	Ago. 82 Ago. 80	Dic. 80 Abr. 80	Dic. 81 Dic. 80	Ago. 82 Dic. 81
Alimentos	25,4	-5,0	25,7	6,4
Textiles	42,8	-11,0	47,1	1,1
Petróleo	83,3	9,9	32,2	12,7
Docentes	72,5	1,1	26,8	19,9
Valor de la propiedad	44,6	-5,3	24,9	-28,0

BIBLIOGRAFIA

- BRANSON, W.; Teoría y Política Macroeconómica, Méx. 79.*
- BRONFENBRENNER Y HOLZMAN, Panorama contemporáneo de la Teoría Ec., Volumen I, Madrid 70.*
- BURTON, J.; Inflación de Salarios, Barcelona 74.*
- DE PABLO, J.C.; Macroeconomía, Bs.As. 79.*
- DORNSBUSCH Y FISCHER; Macroeconomics, Cambridge 81.*
- FIGUERAS, A.J.; Asignación de recursos y medidas de Política Económica, CEUPS, UNC, Cba.83*
- FIGUERAS, A.J.; Subsidio implícito con precios relativos erráticos, CEUPS, UNC, 85.*
- FRISCH, H.; Theories of inflation, Cambridge 1983.*
- HAGEN, E.; Teoría Económica del Desarrollo, Buenos Aires, 71.*
- HAWKINS Y PEARCE; Evaluación de las Inversiones, Barcelona 74.*
- HEGEL, J.G.; Líneas fundamentales de la filosofía del derecho, Bs.As. 1937.*
- HICKS, J.R.; Valor y Capital, México, 1968.*
- KATONA, George; Psicología de la Economía, Bs.As. 79.*
- KEYNES, J.M.; Teoría General, México 56.*
- KEINE, J.E.; Economía del Trabajo, Barcelona 74.*
- LAIDLER y alter; Desequilibrio, Inflación y Desempleo, Barcelona 79.*
- OECD; La inflación: un problem actual, Madrid 71.*
- SCHNEIDER, E.; Teoría de la Inversión, Bs.As. 78.*
- SEGURA, J.; Inflación, Paro y Mercado Laboral, Madrid 74.*



## REVISTA DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA

**TOSTA DE SA, G.;** *Investimentos no mercado de capitais, Rio de Janeiro, 1979.*

**VASSALLO, A.;** *El problema moral, Bs.As. 1966.*

**ZAWADZKI, K.;** *La economía de los procesos inflacionarios, Barcelona 74.*

### Publicaciones Periódicas (artículos)

**AUERNHERIMER, L.;** La polémica de la Indexación, "Mercado", Febrero 1979.

**CAVALLO y DADONE;** Índice Implícito en la Tasa Testigo. Solución a los problemas de indexación en créditos a largo plazo, Estudios del IEERAL, Nov./Dic. 1979.

**FERNANDEZ, Roque;** Aspectos Financieros del Desarrollo Económico en un entorno inflacionario, "Mercado", octubre 1978.

### CUADRO I

PERIODO	Indice Acumulado A	Saldo Actualizado B	Cuota Actualizada C
1	1,15	115	11,5
2	1,32	119,0	13,2
3	1,52	121,7	15,2
4	1,75	122,5	17,5
5	2,01	120,7	20,1
6	2,31	115,7	23,1
7	2,66	106,5	26,6
8	3,05	91,9	30,6
9	3,51	70,5	35,2
10	4,04	40,5	40,5

UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE  
PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

(B-C) Saldo Actualizado post-pago D	(C-A) Cuota Deflactada E	(B-A) Deuda Deflactada (pre-pago) F
103,5	10	100
105,8	10	90
106,5	10	80
105,0	10	70
100,6	10	60
92,6	10	50
79,9	10	40
61,3	10	30
35,2	10	20
--	10	10

**CUADRO II**  
Evolución de los precios (en pesos ley)

Años	Meses	I	II	III	IV	V
		Alambrón (000)	Aluminio (000)	Estaño	Cemento (000)	Azúcar
<u>80</u>	Enero	1498	3090	34800	159	61750
	Abril	1453	3500	38300	186	79500
	Agosto	1769	4329	40100	224	92000
	Dici.	1916	4844	47920	241	91500
<u>81</u>	Enero	2116	4975	55970	246	95500
	Abril	2593	6288	61000	268	129000
	Agosto	3399	10132	111320	470	219000
	Dici.	5461	14239	194600	716	244500
<u>82</u>	Enero	7471	16483	220000	851	295000
	Abril	11048	20594	230000	1035	325000
	Agosto	18982	40233	420000	1447	576000
	Dic.	21457	59596	750000	2135	745000

REVISTA DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA

VI						
Salarios						
Harina	Alim- entos	Tex- tiles	Petró- leo	Do- cente	I.Financ.	I.Cont.
	(000) P.Gral.	(000) P.Gral.	(000) P.Gral.	(000)		
570	---	---	---	295,5	100,0	211133
602	809	772	1260	295,5	122,0	239686
720	988	1034	1551	388,0	150,3	335694
830	1465	1542	1797	485,0	180,8	385145
890	1461	1543	2310	572,4	191,3	397174
1250	1720	1681	2220	572,4	236,3	445938
2890	2363	1750	2301	800,0	345,8	633027
3710	3275	2710	3730	1064,9	463,3	865440
3990	3180	2328	3640	1065,0	498,0	914056
3850	3795	2934	4137	1065,0	614,1	1001766
8750	5424	4865	5339	1445,0	777,5	1553327
9777	---	---	---	3053,6	1050,3	s/d

*FUENTE: Para el caso de los bienes se han utilizado las fuentes empleadas por el I.E.E.R.A.L. para la comparación internacional de precios.*

- Col.I: Alambrrn de 10mm; precio por Tm. (Fuente:Acindar)
- Col.II: Precio por Tm. (Fuente: Aluar)
- Col.III: Precio por Kg. (Fuente: Pittsburgh)
- Col.IV: Precio por Tm. a granel (Fte.: Asociac.de Fabricantes de Cemento)
- Col.V: Precio por bolsa de 50 Kg. (Fte.: relevamiento de datos en supermercados de la ciudad de Córdoba, realizado por el IEERAL)
- Col.VI: Precio por Kilogramo (Fte: idem caso anterior, Col. V)

*Para el caso de SALARIOS*

*a) en Alimentos, Textiles y Petróleo se ha tomado el promedio general, según publicación de FIEL.*

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

b) *en Docentes se ha tomado el salario básico de Jefe de Trabajos Prácticos de una Universidad Nacional, dedicación simple.*

- <sup>1</sup> Eliminandose así uno de los factores positivos "atribuidos", según algunas opiniones, a la inflación: la convalidación de ajustes en la economía a través de un crecimiento diferenciado de todos los precios. En una economía con estabilidad absoluta de precios nominales, una modificación en el sector real v.gr. la pérdida de una cosecha, no se reflejaría con presteza en las relaciones de precios, dado esa misma inercia de estabilidad.
- <sup>2</sup> Cfr. J.C. De Pablo. "Una política antinflacionaria para la Argentina" Ciencia e Investigación, Mayo-Junio de 1973.
- <sup>3</sup> Fisher, I.: "Purchasing power of money", New York, 1922; "Stabilizing the dollar", New York, 1920.
- <sup>4</sup> "Remedies for fluctuations of general prices" editado en "Memorials of Alfred Marshall" de Arthur Pigou, N.York, 1956.
- <sup>5</sup> El reconocimiento de la inflación (en el sentido de posibilitar la vigencia, en condiciones inflacionarias, de precios relativos que se acerquen en mucho a los que existirían bajo condiciones de estabilidad de precios) "se intentó", en la Argentina, desde 1976: en el mes de junio de ese año se indexaron las deudas impositivas y a partir de setiembre de 1978 se hizo lo propio con las deudas previsionales (tradicionales pasivos, hasta entonces, sin costo financiero real positivo para el sector de empresas, lo cual fue minando durante lustros el Subsistema Previsional y concomitantemente empobreciendo a la clase pasiva), y desde 1977 la Corte Suprema de Justicia tornó en habitual la indexación de las deudas en litigio judicial.
- <sup>6</sup> Esta consiste en el peso excesivo de los servicios de la deuda sobre los ingresos del proyecto en los primeros años
- <sup>7</sup> Para corroborar las violentas variaciones de los precios relativos en nuestro país ver Juan Llach, "Los precios de una década", Novedades Económicas Nro. 27, y "Estudios" 24 (I.E.E.R.A.L.)
- <sup>8</sup> Ver Apéndice A.
- <sup>9</sup> Para un mayor detalle ver de Cavallo y Dadone "Índice implícito en la Tasa Testigo. Solución a los problemas de indexación en Créditos a Largo Plazo". Estudios Nro. 12, año 1979.
- <sup>10</sup> Ver Apéndice C.
- <sup>11</sup> Bert Hoselitz distingue entre una actividad empresarial industrial, que realmente "recombina" los factores de la producción; y la actividad empresarial comercial que tiende, más bien, a trabajar sobre la "intermediación" en el mercado.
- <sup>12</sup> En la justicia distributiva los sujetos actuantes no se encuentran en un

mismo plano de jerarquía. Y siguiendo a Aristóteles, podemos decir que consiste en dar a cada uno según su mérito (igualdad que él denominan geométrica). Arriesgándonos a errar podríamos reemplazar el vocablo mérito por el concepto "necesidades y circunstancias", para adaptarlo mejor al mundo económico de hoy; aproximándonos, así al concepto de REDISTRIBUCION.

<sup>13</sup> Que se aproxima a la "sinalagmática" de Aristóteles.

<sup>14</sup> Exceptuándose las actividades promocionadas.

<sup>15</sup> Una consideración sustantiva a realizar es que el enfoque apunta al concepto microeconómico de asignación de recursos de manera eficiente, y al principio de equidad en la retribución a los factores de la producción. Sin embargo, el incremento de la tasa de interés real para los tomadores de crédito (empresas) en un análisis macroeconómico, y al menos en el Corto Plazo, tendría un obvio efecto contractivo, lo cual sería perjudicial en un marco necesitado de reactivación.

Es decir que, si bien, lo aquí expuesto puede conducir a una correcta aplicación de recursos en el Largo Plazo, no hay que perder de vista que en una economía en "vías de desarrollo" el problema crucial se centra en la desocupación de los recursos más que en su aplicación eficiente. La dificultad macroeconómica ya no es distribuir correctamente los factores entre las ocupaciones, sino que consiste, en primer lugar, en encontrar una ocupación productiva para los recursos que no se emplean. Se suele argumentar que "la producción ineficiente es mejor que ninguna producción". Lo cual es en un todo acertado, pues a menos que sea evidente que los recursos empleados en una actividad ineficiente pueden transferirse con prontitud a mejores usos, representa una pérdida neta para la economía dejarlos fuera de acción (pues su costo alterno es igual a cero).

<sup>16</sup> Esto es así si consideramos el nivel agregado, y deflactamos las tasas por índices generales. Sectorialmente, como puede apreciarse en el Cuadro IV (Apéndice C), se presentaron casos de tasas reales negativas (activas).

<sup>17</sup> Siendo  $U_t$  = tasa de desempleo en el período  $t$   $p^*$  = incremento esperado de precios;  $p'$  incremento real de precios. Concomitantemente con el incremento de salario obtenido no se produce un aumento de la productividad, y ante la negativa del sector empresarial de resignar beneficios, se incrementarán los precios de los bienes y esto repercutirá, ipso facto, en las expectativas de precios. Según lo expuesto en la ecuación (1), esto llevará a una mayor tasa de inflación salarial para cada uno de los posibles niveles de desempleo. En otras palabras la conocida curva de Philips sufrirá desplazamientos sucesivos hacia la derecha, "exigiendo" mayores tasas de inflación para mantener un dado nivel de empleo (llevando a la inflación incontrolable). (En la ecuación 1 está

## UN ESTUDIO SOBRE LA INDEXACIÓN FINANCIERA EN UN MARCO DE PRECIOS RELATIVOS ERRÁTICO

implícita la inexistencia de ilusión monetaria en los sujetos económicos). Con la indexación ex-post se logra eliminar el factor expectativas presente en la ecuación y, con ello, posiblemente morigerar la potencia de la espiral inflacionaria.

<sup>18</sup> Cfr. L. Auernheimer. "La polémica de la indexación". Mercado, Febrero 1979.

<sup>19</sup> Algo así se pretendió con un Índice de Precios al Consumidor que EXCLUYA LAS VARIACIONES EN EL PRECIO DE LA CARNE (hacia fines de 1979, inicios de 1980).

<sup>20</sup> HICKS, en su obra VALOR Y CAPITAL, distinguió entre una comunidad "económicamente normal" (en la cual las expectativas son poco sensibles) y una comunidad ECONOMICAMENTE NEUROTICA. En este último caso las expectativas son extramadadamente sensibles: la elasticidad-precio de las expectativas es MAYOR QUE 1 (uno). Esto es, pr ejemplo, un incremento del 10 % en los precios corrientes conduce a un incremento en los precios esperados mayor al 10 %. (Valor y Capital, 1968, págs. 205, 328/331).

<sup>21</sup> Calculamos de modo semejante los valores para los períodos:

$$\text{Abril } 80 / \text{Dic. } 80 = 1,48 \times 1,126 = 1,67$$

$$\text{Dic. } 81 / \text{Dic. } 80 = 2,56 \times 1,196 = 3,06$$

$$\text{Dic. } 82 / \text{Dic. } 81 = 2,27 \times 1,132 = 2,57$$

$$\text{Ag. } 82 / \text{Dic. } 81 = 1,68 \times 1,088 = 1,83$$

y a partir de los mismos, como tasas "nominales" (i), obtenemos con los datos, Cuadro V, las tasas reales (R) que se consignan en el Cuadro VI.

1945

Dear Mr. [Name],

I have received your letter of the 15th and am sorry that I cannot give you a more definite answer at this time. The matter is being reviewed and I will be in touch with you again as soon as a final decision has been reached.

Very truly yours,

[Signature]

Yours faithfully,  
[Name]