



ARTÍCULOS

Criterios Básicos para la Elección de Fuentes y Aplicación Alternativa de Fondos. Perspectivas del Ahorrista y del Empresario

Domingo Felipe Cavallo

Revista de Economía y Estadística, Tercera Época, Vol. 17, No. 1-2-3-4 (1973): 1º, 2º, 3º y 4º Trimestre, pp. 25-43.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4633>



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

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

Cómo citar este documento:

Cavallo, D. (1973). Criterios Básicos para la Elección de Fuentes y Aplicación Alternativa de Fondos. Perspectivas del Ahorrista y del Empresario. *Revista de Economía y Estadística*, Tercera Época, Vol. 17, No. 1-2-3-4: 1º, 2º, 3º y 4º Trimestre, pp. 25-43.

Disponible en: <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4633>

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>

CRITERIOS BASICOS PARA LA ELECCION DE FUENTES Y APLICACION ALTERNATIVA DE FONDOS. PERSPECTIVAS DEL AHORRISTA Y DEL EMPRESARIO *

DOMINGO CAVALLO

1. INTRODUCCION

Los criterios básicos para elegir fuentes y aplicaciones alternativas de fondos dependen significativamente del tipo de sujeto económico que deba tomar la decisión. Es por ello que en primer lugar analizaremos quiénes toman decisiones financieras en nuestro país. Haciendo una clasificación muy común de los sujetos económicos, podemos afirmar que, tanto las familias como las empresas, el gobierno y los intermediarios financieros deben adoptar casi permanentemente decisiones financieras.

Las familias tienen cierta capacidad de ahorro (superávit financiero) y deben decidir su aplicación. La decisión típica que deben adoptar es entonces, una elección entre aplicaciones alternativas de fondos: se enfrentan con una gama de activos financieros susceptibles de ser comprados y deben decidir cuál o cuáles son en definitiva, adquiridos. No obstante, las familias a veces deben decidir también sobre fuentes alternativas de fondos, especialmente cuando adquieren bienes durables de consumo.

Las empresas generalmente tienen déficits financieros y deben conseguir las fuentes de fondos que utilizarán para cubrirlos. La decisión típica de las empresas es entonces, una elección entre pasivos financieros alternativos, pero también deciden aplicaciones de fondos, ya sea porque hay períodos en los que tienen superávits financieros, o bien porque las modalidades de su negocio conducen a que parte de su activo esté constituido por activos financieros.

* Conferencia pronunciada por el autor el 18 de setiembre de 1973 en las Jornadas UNIVERSIDAD-EMPRESA-1973 sobre el tema "LA EMPRESA Y EL MERCADO FINANCIERO".

El Gobierno y sus distintas dependencias deben decidir generalmente, cómo financiar sus déficits y sus proyectos de inversión. Es decir que se enfrentan con decisiones sobre pasivos financieros alternativos.

Los intermediarios financieros tienen la misión de compatibilizar entre sí las demandas y ofertas de activos financieros y hacen de las decisiones sobre fuentes y aplicaciones de fondos, su actividad principal.

Los criterios que debe seguir el gobierno para resolver sus necesidades financieras son objeto de estudio de la disciplina comúnmente denominada "Finanzas Públicas" y los que toman en cuenta los intermediarios financieros corresponden al campo de la "Economía Monetaria y Bancaria" y no constituyen el objeto de estas Jornadas. Aquí nos ocuparemos fundamentalmente de los criterios útiles para las decisiones financieras que deben tomar las familias y las empresas. A las primeras, las imaginaremos enfrentadas a la elección entre activos financieros alternativos pues deben resolver qué aplicación harán de sus fondos provenientes de sus ahorros. A las empresas las supondremos frente a la necesidad de optar entre pasivos financieros susceptibles de cubrirles los déficits originados en sus procesos de evolución e inversión. No obstante, los criterios de las familias para decidir aplicaciones de fondos serán también útiles para las empresas, cuando se enfrenten con decisiones de esa naturaleza y a su vez, los criterios de las empresas para elegir los pasivos financieros más convenientes, servirán en alguna medida a las familias cuando deban resolver el financiamiento de sus compras de bienes de consumo durables.

2. CRITERIOS PARA LA APLICACION DE FONDOS (ELECCION DE ACTIVOS)

Los criterios que las familias deben emplear para elegir los activos financieros a cuya compra destinarán los fondos provenientes de sus ahorros, pueden resumirse en los tres siguientes: liquidez, seguridad y rentabilidad.

La *liquidez* de un activo financiero es el grado de facilidad con que el mismo puede convertirse en dinero. La liquidez está determinada básicamente por el plazo original del activo y su valor de realización, en caso en que pueda ser liquidado antes de aquel plazo. Obviamente, mientras más largos sean los plazos originales, menos líquido es el activo. A su vez, activos del mismo plazo diferirán en su liquidez cuando la realización de los mismos en fechas anticipadas

tenga mayor o menor grado de dificultad, lo que se traducirá en menores o mayores valores de realización.

La *seguridad* que un activo financiero implica es la probabilidad que existe de que el mismo no se transforme en un crédito incobrable. La seguridad está determinada por la solvencia del emisor del activo y de quienes lo avalan, la protección jurídica que el Estado asegura a su titular, etc.

La *rentabilidad* es la capacidad de generación de ingresos para su titular, que cada activo financiero significa. La rentabilidad está determinada básicamente por el interés nominal y la modalidad de pago pactada, la pérdida o ganancia de capital que pudiere acontecer, los impuestos que gravan a los intereses y a las ganancias de capital así como a la tenencia de los activos y finalmente el ritmo e impacto de la desvalorización monetaria provocada por la inflación.

Así, un interés nominal pactado sobre el valor total del activo durante todo el período de su existencia, mientras el activo se va liquidando parcialmente en forma gradual (modalidad conocida como interés cargado o directo), significa un interés efectivo que suele ser cercano al doble del interés nominal. Por ejemplo, si un activo de \$ 120 se irá liquidando a razón de \$ 10 mensuales y se pactan intereses cargados o directos del 1,5% mensual pagaderos en forma simultánea a las amortizaciones, el interés efectivo del activo es el 2,75% mensual y surge del siguiente cálculo:

$$\frac{\text{cuota (10 + 1,8)}}{\text{Valor (120)}} = a \frac{-1}{12} i$$

Otra modalidad que crea diferencias entre interés nominal e interés efectivo es el pago anticipado de los intereses pactados. Así por ejemplo, un activo financiero de cancelación total a los 180 días y de valor nominal 100, para el que se pacta una tasa de interés semestral del 10% adelantada, implica un interés efectivo del 11,11% semestral que surge del siguiente cálculo:

$$\frac{\text{interés nominal (10)}}{\text{Valor nominal - interés adelantado (100 - 10)}} = 0,1111$$

A su vez, un interés nominal del 18% anual, que se abona mensualmente en forma proporcional (1,5% mensual), significa un interés efectivo del 19,57% anual que se determina de la siguiente forma:

$$(1 + 0,015)^{12} - 1 = 0,1957$$

La pérdida o ganancia de capital se calcula en función del valor de compra y de venta del activo. Así si un ahorrista compra un activo a \$ 100 y lo vende al cabo de doce meses en 110 tiene una ganancia de capital del 10% que habrá que adicionar al interés efectivo del activo.

El impacto de los impuestos que gravan a los intereses, a las ganancias de capital o a la tenencia de los activos, deben compararse con la tasa de impuesto promedio que el titular del activo hubiera tenido que oblar de haber obtenido las mismas ganancias a partir de activos alternativos. Desde este punto de vista los impuestos pueden contribuir a aumentar o a disminuir la rentabilidad efectiva del activo financiero, según que signifiquen una tasa menor o mayor a la tasa promedio que alternativamente hubiera pagado su titular. Así por ejemplo, una familia que pague una tasa promedio del 25% en concepto de impuesto a los réditos por sus ingresos ordinarios, y que obtiene un interés efectivo del 20% libre de impuestos a los réditos por poseer un activo financiero, en realidad está obteniendo un ingreso equivalente al 26,67% en término de réditos ordinarios. Si por el contrario la familia no fuese alcanzada normalmente por el impuesto a los réditos ni por impuestos que gravan sus otros activos y la tenencia del activo financiero estuviera gravada con una tasa anual del 5% sobre su valor nominal, un interés del 20% anual se transformaría en un ingreso efectivo del 15% anual en términos de réditos ordinarios.

La tasa de desvalorización monetaria, cuando el activo no modifica su valor al mismo ritmo que la inflación, se transforma en un factor importante de disminución de la rentabilidad. Así por ejemplo un interés del 20% anual, con una tasa de inflación del 30% implica una rentabilidad real del -10% anual. En otros términos, la tenencia del activo financiero, en lugar de haber originado una ganancia ha significado una pérdida.

En resumen, el cálculo de la rentabilidad de un determinado activo financiero debe contemplar todos los aspectos comentados. En una época de inflación muy acelerada, la tasa de desvalorización monetaria suele superar a todos los otros factores que contribuyen positivamente a la rentabilidad y entonces los activos financieros, en especial los que contienen algún mecanismo de reajuste de valor por inflación, tienen rentabilidad negativa, y constituyen una alternativa desfavorable frente a la posibilidad de que los fondos sean aplicados

a cualquier activo real —terrenos por ejemplo— que por lo menos asegure el mantenimiento de su valor a precios constantes.

Ello explica el auge de este último tipo de aplicaciones de fondos. Quien por cualquier razón no puede adquirir activos reales y necesariamente debe mantener activos financieros, como ocurre con los pequeños ahorristas movidos por motivos precaucionales, se ven sometidos a un proceso intenso de descapitalización, que en unos pocos años les absorbe la mayor parte de sus ahorros. Existen sólo dos vías para evitar estos efectos: la estabilidad de precios, es decir la desaparición de la inflación o la popularización de mecanismos de actualización del valor de los activos financieros.

3. CRITERIOS PARA SELECCIONAR FUENTES DE FONDOS (SELECCION DE PASIVOS)

Los criterios de las empresas para elegir las fuentes de financiamiento que utilizarán pueden resumirse en tres elementos básicos: el plazo, el costo financiero y las posibilidades de obtención.

El *plazo* se refiere en este caso, al período al cabo del cual el pasivo debe ser cancelado. Los determinantes fundamentales del plazo real son el plazo originariamente pactado y la facilidad de renovación. El plazo del pasivo juega un rol determinante en función de la naturaleza del déficit a financiar. Los déficits de inversión, es decir los que se originan en incrementos en el activo fijo de las empresas, requieren fuentes de financiamiento de plazos suficientemente largos en consonancia con los períodos en los cuales generarán los ingresos suficientes para cancelarlas. Los déficits originados en incrementos de activos corrientes, tales como créditos de corto plazo o existencia de mercaderías, pueden financiarse con pasivos también de corto plazo. Los desajustes entre la naturaleza de los déficits y el plazo de los pasivos utilizados para financiarlos, suelen ser la fuente más importante de situaciones críticas en las finanzas de las empresas.

El costo *financiero* incluye a todas las erogaciones que enfrenta el empresario con motivo de la utilización de una determinada fuente de fondos. Los determinantes principales del costo financiero son el interés nominal y modalidad de pago, las comisiones y otros requisitos que suelen exigirse, los costos de gestión del pasivo, los reajustes de valor nominal entre el momento en que se adquiere el pasivo y el momento en que se lo cancela, y las diferencias de precios de contado y financiado, cuando los pasivos van ligados a operaciones de compra de bienes.

Respecto al interés nominal y la modalidad de pago valen todas las consideraciones formuladas al considerar este mismo aspecto, con relación a la rentabilidad de los activos financieros. Tasas de interés nominales cargadas o directas, por pasivos amortizables gradualmente, dan lugar a costos financieros efectivos cercanos al doble del de los nominales. Los intereses cobrados por adelantado significan también costos financieros reales superiores a los nominales y la diferencia se acentúa a medida que se alarga el período por el cual se cobran los intereses adelantados. El pago mensual, trimestral o semestral de intereses, aun cuando sean vencidos, da lugar a costos financieros anuales superiores a los que generalmente se mencionan.

Las comisiones y otros requisitos adicionales que se suelen exigir a los demandantes de fondos también incrementan los costos financieros con relación a las tasas pactadas. Así, una comisión del 2% por gestión de cobranza de un documento descontado de 180 días de plazo que figura realizada al 20% anual, en realidad significa un costo financiero superior al 24% anual. Más exactamente, si tenemos en cuenta que tanto los intereses como la comisión se cobran por adelantado, el costo financiero efectivo es del 13,6% semestral, es decir más del 27% anual. Para determinarlo realizamos los siguientes cálculos:

$$\frac{\text{interés descontado} + \text{comisión} (10 + 2)}{\text{Monto del pasivo} - (\text{interés desc.} + \text{comisión}) (100 - 10 - 2)} = 0,1364$$

Las exigencias adicionales como mantenimiento de apoyo en cuenta que obliga a las empresas a mantener disponibilidades por montos superiores a las necesarias para su evolución normal, también producen incrementos en los costos financieros. Así por ejemplo, si en la operación antes mencionada de descuento de documento, el Banco o intermediario interviniente erige un apoyo en cuenta corriente del 33% (es decir 1 de depósito por 3 de crédito), la tasa semestral pasa del 13,64% que habíamos calculado al 20,67%, es decir que la tasa anual efectiva es superior al 41%. En efecto:

$$\frac{13,64}{100 - 33} = 0,2067$$

Los costos de gestión del pasivo son también un elemento importante en la determinación del costo financiero. En algunos casos

se establecen en forma de comisiones de gestión y colocación, cobradas por las entidades intervinientes, como cuando se emiten acciones y debentures. En otros casos se manifiestan en forma de controles administrativos adicionales tales como auditorías especiales a cargo del deudor, o simplemente papelería y tiempo adicional de directivos y empleados de la empresa. Este costo debe ser tenido muy en cuenta, porque puede llegar a representar importantes erogaciones.

Los reajustes de valor nominal cuando los mismos se hayan pactado, también constituyen costos financieros adicionales. Estos costos se determinan por comparación entre el valor original del pasivo y el que tiene al momento de la cancelación. Estos reajustes son especialmente claros cuando el pasivo se ha pactado en moneda extranjera y pueden o no ser conocidos con exactitud de antemano, según que sea o no factible contratar un seguro de cambio.

Las diferencias entre precios de contado y precios financiados de los bienes cuya adquisición da lugar al pasivo financiero, también deben ser tenidos en cuenta al calcular los costos financieros. Así, si el precio de un bien es 100, con un descuento del 20% por pago al contado y un interés del 20% anual en caso de pago al cabo de un año, el verdadero costo financiero es del 50% anual. En efecto:

$$\frac{20 + 20}{100 - 20} = 0,50$$

El tercer criterio empleado por los empresarios para elegir entre los pasivos financieros es la *posibilidad de obtención* de los mismos. Estas posibilidades están determinadas por disposiciones legales que establecen límites al endeudamiento de las empresas con los Bancos y entidades financieras en general, así como factores internos y externos a la empresa que determinan el grado de confianza que inspira a los potenciales proveedores de fondos. Otro factor limitante de mucha importancia, es la disponibilidad de garantías personales y reales que la empresa puede llegar a ofrecer.

En materia de disposiciones legales son especialmente importantes los límites al endeudamiento bancario máximo de las empresas que fija el Banco Central de la República Argentina. Estos límites se establecen en relación al patrimonio neto del solicitante estimado por el Banco y son los siguientes:

Clase de Crédito	En el conjunto de bancos	En cada Banco	Cliente exclusivo
Directo (Adelantados en cuenta corriente, pagarés a sola firma y mancomunados)	40 %	10 %	20 %
Directo y pagarés de listas	60 %	30 %	50 %
Por todo concepto (directo, listas y garantizados)	80 %	60 %	65 %

Estos límites ponen de manifiesto la importancia que tiene el mantenimiento actualizado del patrimonio neto declarado en los Bancos y que en la jerga corriente se conoce como "carpetas de crédito al día".

El grado de confianza que la empresa inspira, es otro elemento determinante de la posibilidad de obtener fuentes de fondos. El mantenimiento y acrecentamiento de esta confianza justifica plenamente que a veces se soporte costos financieros un poco más elevados, por mantenimiento de disponibilidades precaucionales. Es fundamental considerar que en nuestro país y en todos los países del mundo sigue siendo cierto que los intermediarios financieros abren el paraguas cuando deja de llover y lo cierran cuando empieza. Esta tendencia desfavorable para las empresas, responde a razones y características del negocio financiero muy difíciles de modificar de manera global y por consiguiente las empresas lo tienen que considerar como un dato de la realidad. Es por ello que el mantenimiento de la confianza, aun a costa de costos financieros mayores en las épocas en que la empresa no tiene dificultades, es una política generalmente inteligente. El planeamiento financiero de las empresas es otro instrumento eficaz para la preservación de la confianza de los proveedores de fondos hacia la empresa, porque una de las causas más frecuentes de deterioro de su imagen son las promesas de pagos que no se cumplen y que derivan en renovaciones sucesivas y no contempladas originariamente por el intermediario financiero interviniente. En este campo es importante la recomendación de enfocar los problemas financieros de una empresa con sentido realista y buscando desde el comienzo las soluciones más completas posibles, pues las enmiendas transitorias y riesgosas, en un alto porcentaje de los casos, terminan por agravar el problema en lugar de solucionarlo.

La disponibilidad de garantías es otro determinante fundamental de la posibilidad de obtención de fuentes de fondos. En este aspecto, es importante para las empresas mantener garantías libres para enfrentar situaciones críticas muy especiales que le puedan sobrevenir y agotar al máximo las posibilidades de obtener fondos sin comprometer garantías reales que además de incrementar los costos financieros, limitan el crédito a obtener en otras fuentes.

En resumen, estos tres criterios —plazos, costo financiero y posibilidades de obtención— jugarán en cada caso para decidir la fuente de fondos más apropiada. Obviamente, la posibilidad de obtención juega un papel condicionante fundamental, pero no es un criterio que venga fijado exclusivamente por factores externos a la empresa. Su política de largo plazo puede contribuir mucho a que estas posibilidades restrinjan lo menos posible el campo de elección. En ese campo, el plazo y los costos financieros constituirán los elementos determinantes de la decisión final.

Nada hemos dicho respecto a la decisión de inversión de la empresa, que necesariamente debe proceder a la de elección de la fuente de financiamiento adecuada para financiar el déficit a que da lugar. Los criterios para evaluar aquellas decisiones de inversión exceden el objetivo de estas jornadas, pero tengamos presente por lo menos, que la rentabilidad esperada de la inversión debe necesariamente superar al costo de la fuente financiera a utilizar. La inflación, cuyo efecto sobre los activos de los ahorristas ya comentados, se ha encargado que en nuestro país, casi por definición cualquier inversión en activos reales realizada por las empresas, por más improductiva que la misma sea desde el punto de vista social, les termine reportando un beneficio neto. Esta “cuasi ley” se modificará si en algún momento el país logra la tan mentada estabilidad monetaria o si alternativamente, se popularizan los instrumentos financieros con reajuste de los valores nominales para compensar la desvalorización monetaria. En una situación semejante los cálculos empresarios sobre incrementos de activos reales —ya sea en forma de aumento de créditos, inventarios o bienes de uso e inmuebles— a ser financiados con pasivos financieros deberán ser más prolivos.

4. DESCRIPCION BREVE DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS MAS IMPORTANTES

Los criterios comentados permiten elegir a los ahorristas entre activos financieros alternativos y a las empresas entre pasivos financieros susceptibles de cubrir sus déficits. Obviamente, estos activos

y pasivos financieros surgen de las operaciones e instrumentos que ha ido desarrollando el Sistema Financiero Argentino para responder a las necesidades variadas y cambiantes que se fueron poniendo de manifiesto en el proceso de desarrollo de sus actividades productivas. Para completar el esquema que deseamos dejar planteado, es necesario que describamos a los activos y pasivos financieros más importantes que existen en el Sistema Financiero Argentino actual. Ello nos habilitará además para analizar cuáles son las principales carencias y poder determinar de esa forma las pautas deseables de desarrollo del mercado financiero nacional y local.

Los activos financieros más comunes entre los que deben optar los ahorristas son los siguientes:

- a) *Dinero en billetes y monedas.* Es un activo de quienes lo poseen (familias, empresas e intermediarios financieros) y es un pasivo del Banco Central. Tiene liquidez y seguridad absoluta y rentabilidad nula o negativa. Esto último, en caso de inflación. Su adquisición como activo sólo se justifica para atender los pagos y erogaciones a que da lugar la actividad económica de sus tenedores.
- b) *Depósitos en cuenta corriente bancaria.* Sólo se diferencia del dinero en forma de billetes y monedas, por el hecho de que se hallan en un Banco y se movilizan mediante el cheque. Por lo demás implican liquidez y seguridad absoluta y la rentabilidad al igual que en el caso anterior, es nula o negativa. La ventaja que el depósito en cuenta corriente representa frente a los billetes y monedas tiene que ver con el riesgo involucrado en la custodia y movilización de estos últimos, así como la predisposición favorable de los Bancos que los depósitos originan, para el caso en que el titular de los mismos requiera créditos bancarios.
- c) *Depósitos en cuentas de Caja de Ahorro.* Son activos de los titulares de la cuenta (generalmente familias) y pasivo de las instituciones financieras. Dentro de esta categoría incluimos a los depósitos en Caja de Ahorro en Bancos y en Compañías financieras, los sistemas de imposiciones con interés en cajas de crédito y los distintos sistemas de ahorro libre de las entidades de ahorro y préstamo para vivienda. La liquidez de este activo sólo se diferencia de la de los depósitos en cuenta corriente por el hecho de que su movilización no puede hacerse mediante cheques sino que requiere la presencia física del titular en la institución financiera. La seguridad es prácticamente absoluta y difiere muy poco según el tipo de institución financiera, porque en todas ellas la devolución de los depósitos están garantizados

por el Estado. La rentabilidad, sin tener en cuenta la inflación oscila entre el 16 y el 20 % pero se ve incrementada en caso de que el titular sea alcanzado por el impuesto a los réditos, dado que los intereses están exentos. La tasa de inflación anula esta rentabilidad y en los últimos años ha dado lugar a una rentabilidad neta permanentemente negativa.

- d) *Cuentas especiales de ahorro.* Incluimos dentro de este tipo tanto a las cuentas especiales para créditos hipotecarios del Banco Hipotecario y de las Secciones hipotecarias de algunos Bancos Comerciales (Circ. B790), como a las cuentas especiales de participación en valores mobiliarios del Banco Nacional de Desarrollo y la Caja Nacional de Ahorro y Seguro). Constituyen una interesante modalidad intermedia entre los depósitos en Caja de Ahorro y a plazo fijo. Si bien se pactan plazos de un año o más, se admiten hasta un cierto número de extracciones en períodos menores que aumentan la liquidez del activo. La seguridad es absoluta y la rentabilidad supera en alrededor de dos puntos a la de los depósitos en Caja de Ahorro, y también está alcanzado por la exención impositiva.
- e) *Depósito a plazo fijo.* Incluimos dentro de este activo tanto a los depósitos ordinarios y especiales a plazo fijo radicados en Bancos como en compañías financieras, Cajas de Crédito e instituciones especiales como las de Ahorro y Préstamo para la vivienda. La liquidez es bastante inferior a la de los depósitos antes mencionados porque sólo pueden ser realizados al vencimiento de los plazos. Estos se fijan a partir de los 6 meses hasta 18 o más. La seguridad sigue siendo absoluta y la rentabilidad varía con el plazo, estando entre el 18 y el 23 %. También están alcanzados por exención impositiva.
- f) *Colocación en aceptaciones.* Es un activo de quien coloca los fondos y un pasivo del librador de la letra. A su vez es un pasivo eventual para el Banco o la institución financiera aceptante. La liquidez depende del plazo, pero generalmente es mayor a la de los depósitos a plazo fijo, porque se pueden pactar por períodos menores (60, 90, 120 y 180 días) y porque en caso de necesidad se puede recolocar la letra antes de su vencimiento. La seguridad en el caso de que el aceptante sea un Banco oficial, es la misma que para los depósitos, pues para estas instituciones el Estado garantiza no sólo los depósitos sino también todas las otras obligaciones que asuman. No ocurre lo mismo en el caso de los Bancos privados y de los otros intermediarios financieros, por lo que la seguridad del activo depende de sus solvencias res-

pectivas. La rentabilidad en término de intereses efectivamente cobradas es bastante superior a la de los depósitos porque la tasa nominal es algo mayor y los intereses se pagan por adelantado. Según el plazo el interés efectivo, sin descontar la inflación, suele variar entre el 23 y el 27 %, pero debe tenerse en cuenta que estos intereses no están exentos del impuesto a los réditos.

- g) *Títulos públicos no reajustables.* Son activos de sus tenedores y pasivos del Gobierno. La liquidez depende de los plazos que se fijen para los rescates que suelen oscilar entre 1 y 4 años, pero es posible realizarlos anticipadamente aunque generalmente con pérdida de capital. La seguridad es absoluta y la rentabilidad es semejante a la de los depósitos a plazos. Este tipo de Activo rara vez es adquirido por las familias y ha sido utilizado básicamente para absorber liquidez bancaria.
- h) *Títulos públicos reajustables.* Incluimos aquí todas las versiones que han sido utilizadas, desde el empréstito 9 de Julio, los Bonos YPF hasta los recientes Bonos reajustables. Son de liquidez bastante alta porque se cotizan en bolsa y la seguridad es prácticamente absoluta. La rentabilidad ha sido una de las más altas entre los activos financieros, porque las cláusulas de reajuste compensaron la desvalorización monetaria. No obstante, esa rentabilidad disminuye mucho cuando los plazos de tenencia de títulos son demasiado cortos, dado que generalmente han sido adquiridos a valores sobre la par.
- i) *Seguros de vida.* Incluimos aquí los distintos tipos de seguros de vida dotales que ofrecen las compañías de seguros. La liquidez suele ser bastante baja, salvo en algunas modalidades especiales que prevén una posibilidad de retiro de los fondos acumulados. La seguridad guarda relación con la solvencia de la compañía de seguro y la rentabilidad suele ser baja, salvo cuando se prevé algún sistema de reajuste. En los últimos tiempos han aparecido algunos planes que establecen un sistema de valorización de los fondos acumulados, en función del valor de las inversiones mobiliarias e inmobiliarias realizadas por la compañía de seguro.
- j) *Acciones.* La liquidez difiere substancialmente según que se coticen o no en bolsa. La seguridad es muy relativa por cuanto el titular de la acción participa en el riesgo empresarial. La rentabilidad depende de la evolución de la empresa. Se trata obviamente de un activo que de alguna manera contempla mecanismos de revaluación, aunque los mismos no se han puesto muy de manifiesto en los últimos quinquenios en nuestro país.

- k) *Debentures*. Son semejantes a los títulos públicos pero su seguridad es obviamente menor. Es admisible la incorporación de algún mecanismo de reajuste que compense la desvalorización monetaria, pero no se ha aplicado en la práctica por cuanto tanto los intereses como los reajustes están fuertemente gravados y descoloca a la rentabilidad de estos activos frente a los títulos públicos reajustables.
- l) *Cuota parte de fondo común de inversión*. Participa de todas las características de la inversión en acciones, salvo en la medida que a través de la compensación que se da por la diversificación y administración profesional del fondo, aumenta la seguridad y estabiliza los rendimientos.
- ll) *Préstamos directos a particulares o empresas*. Incluimos aquí los préstamos que en forma de hipotecas, prendas, compras de cheques antedatados y otras modalidades semejantes, suelen realizarse sin ninguna intervención de intermediarios financieros. La liquidez de estas operaciones depende del plazo pactado, pero suele ser muy baja. La seguridad suele también ser baja y la rentabilidad alta. Las tasas efectivas de estas operaciones han variado en los últimos tiempos entre el 30 y el 120% anual, pero han ido perdiendo importancia relativa a medida que el sistema institucionalizado fue ofreciendo activos más seguros y con rentabilidad superior a los tradicionales.

Además de estos activos financieros, los ahorristas enfrentan la alternativa de adquirir monedas extranjeras y activos reales. A pesar de que socialmente estas operaciones no son deseables, los ahorristas que en los últimos quinquenios optaron por ellas lograron cubrirse de la inflación y obtuvieron una rentabilidad positiva que no hubieran conseguido mediante ningún activo financiero. Esta triste realidad plantea un desafío importantísimo al sistema financiero, el que en caso de continuar la inflación, deberá asumir una posición realista y ofrecer alternativas de aplicación de fondos más convenientes.

Los pasivos financieros más típicos con que las empresas pueden cubrir los déficits financieros originados en su evolución e inversión son los siguientes:

- a) *Préstamos bancarios a sola firma*. Generalmente son préstamos de corto plazo pero de fácil renovación. Los costos financieros oscilan entre el 22 y el 30% dependiendo del apoyo en cuenta que exigen los bancos. Las posibilidades de obtención se limitan a no más del 20% del patrimonio neto de la empresa.

- b) *Descuento de documentos comerciales.* Los plazos suelen ser de hasta 180 días, aunque en la actualidad el Banco Central ha indicado a los Bancos comerciales que comiencen a considerar la posibilidad de extender la modalidad a documentos con plazos superiores. Los costos financieros suelen ser superiores a los de los préstamos a sola firma, porque aparecen las comisiones por caución de los documentos y gestión de cobranzas. En los Bancos el costo efectivo suele oscilar entre el 23% y el 40% dependiendo del plazo, de las comisiones cobradas y de las exigencias de apoyo en cuenta. El costo efectivo, cuando el descuento lo realiza una entidad no bancaria suele estar alrededor de 10 puntos por arriba de aquél. Las posibilidades de obtención suelen estar limitadas al 50% del patrimonio neto de la empresa, pero depende mucho de la calidad de los documentos.
- c) *Préstamos especiales de los Bancos comerciales.* Difieren mucho en modalidad y destino. Los Bancos oficiales suelen ofrecer una gama variada de préstamos especiales amortizables, con plazos que van de uno a cinco años. Los costos financieros varían mucho, según el destino de los fondos, pero suelen incrementarse a causa de los costos que involucran las garantías exigidas. En el caso de los préstamos especiales a mediano plazo (dos y medio a cinco años) que los bancos otorgan con los fondos provenientes de las cuentas especiales de ahorro, implican costos financieros que van del 26% al 30%. Para algunos destinos especiales, tales como financiación de exportaciones promocionales y financiación de ventas a organismos del Estado los costos financieros suelen estar alrededor del 8 al 13%. Las posibilidades de obtención están limitadas básicamente por el destino de los fondos y la disponibilidad de las garantías reales que generalmente se exigen.
- d) *Préstamos de inversión del Banco Nacional de Desarrollo.* Los plazos más comunes oscilan alrededor de los 5 años, pero para algunos destinos especiales suelen ser mayores. Los costos financieros son algo más bajo que los de operaciones de mediano plazo en los Bancos comerciales. Los costos de gestión suelen ser más elevados porque se exigen proyectos completos y detalles analíticos de los destinos a dar a los fondos. Las posibilidades de obtención suelen estar menos limitadas por restricciones en función del patrimonio neto de los solicitantes, pero generalmente se tropieza con el problema de las garantías.
- e) *Préstamos de otros intermediarios financieros.* Las modalidades más comunes que suelen adoptar son, además de los descuentos

de documentos comerciales, créditos prendarios e hipotecarios. Los plazos rara vez superan los 3 años, los costos financieros suelen ser mayores al 40% anual y las posibilidades de obtención dependen de las garantías que se ofrezcan.

- f) *Aceptaciones*. Como ya mencionamos, los plazos más comunes oscilan entre los 60 y 180 días. El costo financiero, además de la tasa que cobra el proveedor de los fondos, se eleva en alrededor de cinco puntos por la comisión que cobra el aceptante y se suele incrementar también por la exigencia de documentos que actúen como contra garantía, con vencimientos anticipados a los de la letra. En definitiva, los costos financieros suelen superar el 35% anual. Las posibilidades de obtención dependen básicamente de la calidad de los documentos ofrecidos como contragarantía.
- g) *Operaciones de pase*. Son operaciones de hasta 180 días que se basan en un crédito en moneda extranjera otorgado por un banco del exterior. La empresa local que lo consigue, generalmente con aval de un banco del país, ingresa y vende las divisas para hacerse de dinero nacional, pero simultáneamente compra divisas en el mercado a término, pagando una prima de futuro. El costo financiero está constituido por la tasa que cobra el banco extranjero, la comisión del banco Argentino avalista y la prima de futuro y generalmente alcanza niveles algo menores al de las operaciones en el mercado de aceptaciones. La posibilidad de obtención varía mucho según las normas cambiarias vigentes en cada momento, pero este tipo de operaciones suele estar limitado a empresas exportadoras de productos tradicionales. Constituyó una modalidad muy utilizada por las empresas extranjeras, a partir de las restricciones a su posibilidad de obtención de créditos internos, impuestas desde 1971.
- h) *Financiamiento de proveedores*. Se trata de una fuente de financiamiento ligada a la compra de bienes que la empresa necesita para su evolución. Los plazos suelen diferir según el tipo de bienes. Los costos financieros suelen ser bastante elevados en comparación con los bancarios, pues están determinados no sólo por los intereses nominales cobrados por el proveedor, sino también por los descuentos que la empresa pierde por no pagar al contado. Las posibilidades de obtención son generalmente bastante amplias.
- i) *Préstamos de mediano plazo en moneda extranjera*. Son operaciones de 3 a 10 años que suelen acompañar a las importaciones de bienes de capital, tal como lo exigen las normas cambiarias al

respecto. Como no existen seguros de cambios por plazos tan largos, el costo financiero viene dado por los intereses cobrados por el acreedor extranjero (suelen oscilar entre el 7 y 9% anual), la comisión cobrada por el Banco avalista del país y las diferencias de cambios. En períodos de inestabilidad monetaria ha sido uno de los pasivos más costosos. Las posibilidades de obtención están limitadas por la capacidad de las empresas para hacerse acreedoras del aval bancario que generalmente exigen los acreedores externos.

- j) *Debentures*. Se trata de un título de deuda que pueden emitir las sociedades anónimas para plazos medianos y largos. En los últimos quinquenios sólo ha sido utilizado para colocaciones en el Banco Nacional de Desarrollo y en la Caja Nacional de Ahorro y Seguro. Su difusión se ha visto frenada por las razones ya explicadas al comentar los activos alternativos para los ahorristas. Los costos financieros de las operaciones con las instituciones mencionadas han estado entre el 16 y el 22%, según las épocas.
- k) *Acciones*. La emisión de acciones que coticen en bolsa o que ofrezcan públicamente en mercados extrabursátiles, aparece teóricamente como la forma más genuina de obtención de fondos para financiar las inversiones fijas de las empresas, por su plazo ilimitado, su costo financiero graduado a la rentabilidad de la empresa y por constituir un aporte de capital, susceptible de incrementar las posibilidades de la empresa para obtener otros pasivos financieros. No obstante la utilización de esta fuente ha sido escasa, y si en alguna medida se ha incrementado en los últimos años, ello se debe a las medidas de promoción contenidas en el régimen de la ley 19.061. Todos los aspectos referidos a esta fuente de financiamiento serán objeto de análisis detenido en otra sesión de estas jornadas, por lo que aquí no lo profundizamos.

Además de las fuentes mencionadas, el empresario cuenta con los recursos generados por la propia empresa en forma de utilidades. La inflación ha incentivado a que en los últimos quinquenios, las empresas argentinas hayan tendido a incrementar aceleradamente su financiamiento a través de fuentes externas a la empresa, muchas veces de corto plazo a pesar de que los activos a financiar fueran fijos. La disminución del ritmo inflacionario o la difusión creciente de formas de financiamiento con mecanismos de reajuste, obligará a las empresas a modificar su estructura de financiamiento y con ese

fin el manejo adecuado de los criterios de elección y el conocimiento de las alternativas susceptibles de ser utilizadas, constituirán una herramienta valiosísima.

Los pasivos financieros entre los que deben optar familias cuando deben cubrir déficits originados en compra de bienes durables de consumo o inversiones tales como la adquisición o construcción de la vivienda, son básicamente:

- a) Los préstamos personales de los Bancos.
- b) Los préstamos personales de las otras instituciones financieras.
- c) El crédito de los comerciantes.
- d) Los bonos de compra.
- e) Los créditos bancarios de distinto tipo para compra y construcción de vivienda, y
- f) Los distintos créditos para vivienda por el sistema de ahorro y préstamo de las entidades que se especializan en este tipo de operaciones.

No describiremos las características particulares de cada una de estas fuentes, pero sí destacamos que en general valen muchas de las consideraciones realizadas con motivo del análisis particular de las fuentes alternativas de fondos que enfrentan las empresas.

5. PAUTAS PARA EL DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO LOCAL Y NACIONAL

Para que los ahorristas y las empresas puedan realmente adoptar decisiones financieras que contribuyan a solucionar sus problemas, se necesitan criterios de elección adecuados, pero sobre todo se necesita disponer de una gama variada de activos y pasivos financieros entre los cuales optar. El desarrollo del sistema financiero y su contribución al progreso del país se manifiesta en su capacidad para crear y difundir los instrumentos financieros capaces de originar los activos y pasivos más convenientes a cada necesidad. Luego de haber examinado la gama de activos y pasivos financieros disponibles en la actualidad, podemos señalar las carencias, y definir de esa forma las pautas deseables de desarrollo del sistema financiero. Es muy importante que este aspecto sea captado, tanto por quienes representan a las empresas como por los banqueros. Es común que ambos analicen la solución de los problemas financieros de las empresas en términos de tratar de incrementar los volúmenes de préstamos, pero a poco que se profundicen las interrelaciones globales que se dan en el sistema económico como un todo, se advertirá que habrá posi-

bilidades de aumentar efectivamente el volumen y la calidad de las fuentes de financiamiento, en la medida que aumenten correlativamente la cantidad y calidad de activos financieros, capacidad de captar y canalizar adecuadamente los ahorros de las familias. Es importante no perder esta perspectiva totalizadora, porque de otra manera se corre el riesgo de entrar en un callejón sin salida que a la larga no aportará soluciones de fondo a ningún problema de la realidad. Dentro de esta perspectiva, considero que los principales defectos de nuestro sistema financiero que habrá de superar son los siguientes:

- La ausencia de instrumentos financieros adecuados para la captación de fondos a largo plazo por parte de las empresas, que se debe entre otras causas al tratamiento impositivo de los intereses y reajustes por desvalorización monetaria de los debentures, la ausencia de operaciones de arrendamiento financiero muy utilizadas en otros países y el escaso desarrollo del mercado de acciones.
- La falta de especialización de las unidades económicas: industria, comercio e intermediación financiera, que da lugar a que cada industria o comercio sea a la vez entidad financiera porque debe administrar una enorme cartera de clientes a crédito, con las consiguientes duplicaciones de esfuerzos y pérdida de eficiencia global. Esta falta de especialización se debe, entre otras cosas, a la carencia de instrumentos ágiles de crédito al consumo, así como de modalidades financieras que se constituyan en verdaderos puentes para las operaciones comerciales.
- El bajo nivel de eficiencia relativa de los intermediarios financieros argentinos y en particular de los que actúan en el interior del país, lo que se manifiesta en elevados costos de gestión de las operaciones y demoras inconvenientes. Las principales causas de este bajo nivel de eficiencia son entre otras, la inadecuada infraestructura de comunicaciones del interior del país, la escasa extensión de las cámaras compensadoras interconectadas, la falta de aplicación de métodos operativos ágiles, la exagerada concentración de funciones en altos funcionarios, la ausencia de incentivos al personal de los bancos, en especial en las entidades oficiales, y la falta de complementación entre instituciones financieras de distinta jerarquía.

La superación de estos problemas requerirá por un lado, que los intermediarios financieros sepan y puedan desarrollar los instrumentos adecuados y que los empresarios exijan y apoyen me-

didadas racionales que aseguren un progreso efectivo y sólido y no soluciones transitorias. Esta exhortación que formulo no se basa en presunciones infundadas sobre posibles enfoques equivocados, sino en evidencias concretas que he tenido oportunidad de examinar. En particular, he insistido en otras oportunidades e insisto ahora, que las entidades empresarias muchas veces han observado una sola cara del problema financiero, en especial cuando han bregado por disminuciones en tasas de interés bancarias sin tener en cuenta para nada el volumen global del crédito bancario a obtener luego de esa medida. El costo financiero de las empresas es un promedio del costo financiero de cada pasivo, ponderado por su importancia relativa. Los elevados costos financieros se deben mucho más a la elevada participación de fuentes de financiamiento extrabancarias y de proveedores que al nivel de las tasas nominales de interés del sistema bancario. La estrategia adecuada, es que el sistema bancario desarrolle los instrumentos para captar más fondos y pueda aumentar los volúmenes de créditos a las empresas, permitiéndoles sustituir a los pasivos mucho más onerosos. De esa forma los costos financieros disminuirán realmente. Esto no significa que yo considere inconveniente la disminución de las tasas de interés bancario, por el contrario considero que si se consigue frenar la inflación, tendrán que bajar mucho más todavía. Lo que quiero decir es que en la medida que exista inflación, será necesario que los bancos compensen adecuadamente a los ahorristas y consigan canalizar totalmente los ahorros nacionales. A su vez las empresas deberán estar preparadas para enfrentar la nueva experiencia con la seguridad que el resultado final será una disminución de los costos financieros totales, fundados en una mayor eficiencia global del sistema.