

INSTITUTO LATINOAMERICANO
DE PLANIFICACION
ECONOMICA Y SOCIAL



LIMITADO
INST/S.1/L.15/Add.1
25 de septiembre de 1968
ORIGINAL: ESPAÑOL/INGLES

SEMINARIO DE PROGRAMACION
MONETARIO-FINANCIERA DE CORTO PLAZO

Santiago de Chile, 27 de noviembre
a 1° de diciembre de 1967

PROGRAMACION MONETARIO-FINANCIERA DE CORTO PLAZO

VOLUMEN II

Se da la sigla INST/S.1/L.15/Add.1 a este volumen porque recopila los documentos presentados al Seminario de Programación Monetario-Financiera de Corto Plazo que llevan las siglas S.1/L.1 al S.1/L.14.

En este volumen están comprendidos los documentos que se reseñan en el índice.

INDICE

	<u>Página</u>
LA ASISTENCIA FINANCIERA EXTERNA COMO INSTRUMENTO DE PROGRAMACION -- EXPERIENCIA RECIENTE DE GUATEMALA --	307
Gert Rosenthal	
EL PRESUPUESTO ECONOMICO NACIONAL COMO INSTRUMENTO PARA LA PROGRAMACION MONETARIO-FINANCIERA A CORTO PLAZO	337
Federico Julio Herschel	
EXPERIENCIA CHILENA EN 1967 DESTINADA A ESTABLECER LAS BASES PARA UN PLAN OPERATIVO	391
Cristián Ossa	
ALGUNOS ASPECTOS DE LA PROGRAMACION FINANCIERA	399
Juan Brcich	
ESQUEMA DE COMPATIBILIZACION PARA LA PROGRAMACION FINANCIERA DE CORTO PLAZO	415
Wally Meza	
CARACTERISTICAS ACTUALES DEL SISTEMA FINANCIERO BRASILEÑO	463
Daniel Bitrán	
THE FINANCING OF DEVELOPMENT IN BRAZIL -- FINANCIAL INTERMEDIARIES -- 1952-1966	501
John D. Mangoletsis	



INST/S.1/L.2

LA ASISTENCIA FINANCIERA EXTERNA COMO INSTRUMENTO DE PROGRAMACION
- EXPERIENCIA RECIENTE DE GUATEMALA -

por

Gert Rosenthal K.

I. INTRODUCCION

El presente trabajo trata de resumir las experiencias obtenidas durante el último año en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Guatemala con la programación financiera a corto plazo, sobre todo en relación al Plan de Inversiones del Sector Público.

El principal elemento de estrategia en dicha programación consiste en utilizar la asistencia financiera externa como un verdadero instrumento de política, habiéndose diseñado un plan de inversiones públicas que descansa fundamentalmente para su financiamiento en una serie de préstamos a largo plazo, complementados con un, hasta ahora, escaso ahorro interno.

Al diseñar dicha estrategia en su programación financiera, el Ministerio de Hacienda ha adoptado una solución eminentemente pragmática para lograr un elevado monto de inversiones públicas a corto plazo, en la ausencia de una adecuada planificación económica a mediano y largo plazo, y ante la urgente necesidad de una actitud positiva por parte del Estado para contrarrestar una serie de factores adversos que empezaron a restringir la actividad económica del país durante el año 1967.

Aunque la política adoptada por el Ministerio de Hacienda de Guatemala en relación a la programación financiera quizás no sea la más indicada para otros países del continente - sobre todo los de mayor desarrollo económico relativo - ni se trata de la primera experiencia de su tipo en Latinoamérica, los resultados obtenidos durante el primer año de su implementación han sido satisfactorios, ya que se ha logrado incrementar sustancialmente el nivel de inversiones públicas sobre los niveles de años anteriores, manteniendo a la vez la estabilidad monetaria y cambiaria del país ante una coyuntura sumamente adversa en el sector externo. Por otro lado, a través de la contratación de préstamos externos a largo plazo, se ha ido diseñando todo un programa de inversiones que asegura una contribución significativa del sector público al desarrollo económico del país durante los próximos años.

II. GUATEMALA - EL PAIS

Antes de abordar el tema central de este trabajo, y para dar un panorama general que sirva de antecedente ilustrativo, convendría reseñar a muy grandes rasgos las principales características de Guatemala, el país más septentrional de Centroamérica.

El área de la República de Guatemala es de 108 889 kilómetros cuadrados, divididos en tres regiones geográficas bien delimitadas: la zona costanera del Pacífico, con altura de 0 a 1 500 pies sobre el nivel del mar; el Altiplano, de 1 500 a 7 000 pies sobre el nivel del mar; y las zonas bajas del norte y de la costa del Atlántico. El país cuenta con recursos forestales y mineros, y se ha estimado que el 66 por ciento del territorio nacional es apropiado para la explotación agropecuaria. Sin embargo, en la actualidad únicamente se explota el 28.7 por ciento de dicha área, y de este porcentaje una elevada proporción está afectada por manifiundismo o por latifundismo. En efecto, se estima que un 88 por ciento de las fincas del país cuentan con el 14.3 por ciento de la tierra en explotación, mientras que del otro lado de la escala el 2.1 por ciento de las fincas poseen el 72.2 por ciento de la tierra en explotación.

Guatemala contaba con una población estimada de 4 565 200 a mediados de 1966, de los cuales más del 55 por ciento eran indígenas, viviendo muchas veces al margen de la economía monetaria. El producto geográfico bruto a finales de 1966 ascendió a Q 1 405 535 000 - un quetzal equivale a un dólar lo cual da un producto geográfico bruto per capita equivalente a \$308, colocando al país en una posición intermedia entre las naciones latinoamericanas de menor desarrollo económico relativo.

La principal actividad económica sigue siendo la agricultura, la cual contribuye en más del 28 por ciento al producto geográfico bruto y en más del 90 por ciento al valor de las exportaciones, dando ocupación a más del 70 por ciento de la población económicamente activa. Los principales cultivos para el consumo interno son el maíz, el frijol y el arroz, y los principales cultivos de exportación son el café, el algodón, el banano y el azúcar.

Un factor de primordial importancia en la economía del país durante la última década ha sido su incorporación al Mercado Común Centroamericano, el cual ha introducido una nueva dinámica al desarrollo no sólo de Guatemala sino de toda la región. Por ejemplo, mientras que en 1960 sólo el 5.9 por ciento del comercio internacional del país se realizaba con el resto de Centroamérica, esta cifra había aumentado al 20.1 por ciento en 1966. Por otro lado, como consecuencia de las nuevas perspectivas que presenta el ampliado mercado de cinco naciones, el desarrollo industrial ha tenido un auge en toda la región; en Guatemala la participación del sector industrial en el producto geográfico bruto aumentó del 12.7 por ciento en 1960 al 15.0 por ciento en 1966.

El aspecto social del país se refleja por uno de los índices de analfabetismo más elevados de la América Latina - el 71 por ciento - y la tasa de mortalidad infantil de 0 a 4 años, por ser la más elevada de toda la región - 144.1 por millar. En lo que se refiere a la vivienda, se estima que existe un déficit habitacional de más de 250 000 viviendas sólo en las áreas urbanas del país.

En lo que se refiere a infraestructura, Guatemala ya cuenta con una red vial básica adecuada, pero carece de acceso a la zona norte - que se encuentra totalmente aislada al resto de la nación - y hacen falta también caminos vecinales. La generación de energía eléctrica per capita es la más baja en Centroamérica, las facilidades portuarias son deficientes, y las telecomunicaciones, fuera de las áreas urbanas más importantes, casi inexistentes.

En resumen, resulta evidente que se requiere una participación mucho más activa por parte del sector público en la economía de Guatemala, a fin de dotar al país con la infraestructura necesaria, y a la población del país con oportunidades de educación y salubridad - todos elementos indispensables para sustentar un desarrollo económico sostenido y acelerado.

III. LOS ORGANISMOS QUE INTERVIENEN EN LA PLANIFICACION DEL SECTOR PUBLICO EN GUATEMALA

También conviene pasar revista rápida por el aspecto institucional de la programación económica en Guatemala, ya que la falta de un organismo fuerte de planificación ha sido factor importante en la formulación de políticas a corto plazo por parte del Ministerio de Hacienda.

Básicamente, son tres los organismos que intervienen en la planificación del sector público en Guatemala:

- i) El Consejo Nacional de Planificación Económica, que tiene las atribuciones usuales de un organismo de esta naturaleza, y que se integra por los Ministros de Estado, el Presidente del Banco Central, el Presidente del Banco de Fomento, y un representante del sector privado. El Consejo es presidido por el Ministro de Economía, y por esta vía se enlaza con el Ministerio tradicionalmente encargado de formular políticas económicas dentro de diversos campos de actividad.

El Consejo Nacional de Planificación Económica tiene una secretaría técnica permanente, denominada Secretaría General del Consejo Nacional de Planificación Económica, y ésta, a su vez, cuenta con unidades sectoriales en los ministerios y las principales unidades ejecutoras.

El Consejo Nacional de Planificación debe elaborar e implementar el Plan de Inversiones Públicas, seleccionando los proyectos y programas específicos que integran dicho Plan.

- ii) El Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que tiene los medios de implementar la programación financiera a través del presupuesto programático.
- iii) El Banco de Guatemala - Banco Central - organismo encargado de la programación monetaria.

Existe una coordinación entre estos tres organismos a todos los niveles: a nivel de Ministros, por cuanto el Ministro de Hacienda y el Ministro de Economía son miembros tanto del Consejo Nacional de Planificación Económica Como de la Junta Monetaria del Banco de Guatemala; y a nivel de técnicos,

/por cuanto

por cuanto existió una serie de comités integrados por los funcionarios de los Ministerios de Hacienda, Economía, la Secretaría General del Consejo Nacional de Planificación Económica, y el Departamento de Estudios Económicos del Banco de Guatemala.

Sin embargo, conviene advertir que no se ha institucionalizado una programación integral de los aspectos monetarios con los aspectos fiscales, y si existe una coordinación entre ambas, ésta se debe al cambio de información constante que se lleva a cabo entre el Ministerio de Hacienda, el Banco de Guatemala, y los demás organismos estatales antes señalados.

IV. CIRCUNSTANCIAS QUE DIERON ORIGEN A LA POLÍTICA DE PROGRAMACION FINANCIERA DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO DE GUATEMALA

El 1° de julio de 1966, se produjo un cambio institucional en la República de Guatemala, al tomar el poder un nuevo gobierno constitucionalmente electo. Conviene ahora señalar brevemente los principales acontecimientos económicos que precedieron este cambio en el poder, para ilustrar el panorama ante el cual se diseñó la estrategia de desarrollo que se describirá más adelante.

A. El sector público

Un análisis de la cuenta corriente del sector público, y especialmente del gobierno central, revela un incremento en la tasa de crecimiento de los ingresos fiscales, anulado por incrementos aún mayores en la tasa de crecimiento de los gastos fiscales, con una clara tendencia descendente en el ahorro en cuenta corriente. Este fenómeno se ha debido primordialmente al impacto negativo que el Mercado Común Centroamericano ha tenido sobre los ingresos fiscales tradicionales - sobre todo los derechos de importación - sin que éstos se hayan podido compensar mediante otros tributos. Efectivamente, el desvío de nuestro comercio internacional con terceros países, sobre todo en lo que se refiere a bienes de consumo - los que tradicionalmente pagan los aforos más elevados - hacia el resto del mercado común, mas las concesiones otorgadas por las leyes de fomento industrial tanto en Guatemala como en el resto de la región, han contribuido a que la carga tributaria en el país haya disminuido constantemente durante el último quinquenio, pasando de un 10.0 por ciento del producto geográfico bruto en 1955 a un 8.6 por ciento en 1960, y a un 8.2 por ciento en 1966.

/Es más,

Es más, en un estudio realizado por el Fondo Monetario Internacional entre 64 países del mundo, sólo uno - Etiopía - reflejaba una carga tributaria menor a la de Guatemala como porcentaje de su producto geográfico bruto.^{1/}

Este cuadro poco alentador se compara con fuertes aumentos en los gastos corrientes, debido principalmente a las crecientes necesidades del desarrollo económico del país. Por otro lado, el servicio y amortización de la deuda pública existente ha aumentado considerablemente durante los últimos años, dejando un ahorro neto de recursos que se pudieran dedicar a programas de inversión cada vez menor, al grado que, en 1966, los ingresos ordinarios del gobierno central ni siquiera cubrieron los gastos corrientes más servicio y amortización de deuda; es decir, el ahorro neto de recursos a dedicarse a programas de inversión fue negativo.

En el cuadro 1 se detalla la cuenta corriente del gobierno central para los años 1962 a 1966.

Al mismo tiempo, durante el quinquenio 1960-1965, el gobierno de Guatemala no hizo un uso adecuado del financiamiento externo, debido en parte a una falta de proyectos, en parte a una falta de comprensión sobre la importancia del financiamiento externo, y en parte, sencillamente, a poca capacidad de negociación. Es más, para los pocos préstamos contratados, los desembolsos fueron notoriamente lentos, debido a una aparente incapacidad física de absorber las inversiones, y a trámites administrativos que retardaban los procesos de licitación y contratación. Es así como, durante los últimos seis años, sólo hubo un país en toda la América Latina - Haití - que logró desembolsar montos menores de créditos internacionales de desarrollo que Guatemala.^{2/}

1/ Estudio preparado por el Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario Internacional, del 9 de enero de 1967.

2/ Véase documento CIES/1138 del 12 de mayo de 1967 preparado por la Secretaría del Consejo Interamericano Económico y Social; Cuadro III-13, página III-47. Esta comparación es válida aún al calcular los desembolsos per capita, siendo el promedio para la América Latina \$25.24, mientras que en Guatemala apenas alcanzó los \$5.92.

Cuadro 1

(En miles de quetzales)

	1962	1963	1964	1965	1966
I. <u>Ingresos</u>	<u>85 136.6</u>	<u>92 886.1</u>	<u>104 261.6</u>	<u>121 455.9</u>	<u>121 189.0</u>
1. Tributarios	75 575.4	83 955.0	93 989.3	110 873.4	113 337.9
2. No tributarios	7 394.0	7 174.5	8 720.4	7 916.8	7 080.2
3. Otros	2 167.2	1 756.6	1 551.9	2 665.7	770.9
II. <u>Gastos</u>	<u>71 125.1</u>	<u>83 766.5</u>	<u>78 307.0</u>	<u>97 332.5</u>	<u>109 562.7</u>
1. Sociales y culturales	22 982.9	26 571.7	27 141.6	31 437.0	33 258.0
2. Administ.	33 385.6	39 900.9	34 534.0	43 794.0	50 181.2
3. Defensa	9 214.4	11 391.5	9 963.2	14 270.9	14 676.1
4. Intereses	2 983.9	3 598.5	3 924.4	4 603.9	5 857.9
5. Clases Pasivas	2 558.3	2 298.9	2 743.8	3 026.7	5 589.5
III. <u>Ahorro en Cuenta Corriente</u>	<u>14 011.5</u>	<u>9 119.6</u>	<u>25 954.6</u>	<u>24 123.4</u>	<u>11 626.3</u>
IV. <u>Amortización Deuda</u>	<u>9 746.9</u>	<u>8 104.0</u>	<u>14 271.7</u>	<u>18 332.0</u>	<u>13 173.2</u>
V. <u>Ahorro neto</u>	<u>4 264.6</u>	<u>1 015.6</u>	<u>11 682.9</u>	<u>5 791.4</u>	<u>-(1 546.9)</u>

/Ante una

Ante una restricción del ahorro neto del Gobierno Central, complementado con una deficiente utilización de los créditos externos a largo plazo, se registraron dos fenómenos:

- a) El monto de inversiones públicas anuales descendió marcadamente durante los últimos tres años; y,
- b) Una elevada proporción de esta inversión pública se financió mediante un endeudamiento interno con la banca central, con los consiguientes efectos de tipo inflacionario.

Se debe advertir que dichos efectos no necesariamente se reflejan a través de la estructura de precios, sino que, más bien, en una economía abierta, como lo es Guatemala, se manifiestan a través del sector externo mediante incrementos en las importaciones.

Efectivamente, a continuación se detalla el monto anual de inversiones del Gobierno Central, con sus fuentes de financiamiento:

Cuadro 2

(En miles de quetzales)

	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966</u>
I. USOS					
1. Inversión Pública	24 584.5	25 900.4	40 799.3	35 554.2	26 424.1
II. FUENTES					
1. Ahorro neto	4 264.6	1 015.6	11 682.9	5 791.4	- 1 546.9
2. Préstamos externos a largo plazo	602.3	3 458.8	4 033.5	4 976.8	4 006.5
3. Donativos externos	8 508.6	2 486.7	1 806.5	1 094.3	1 309.0
4. Deuda Bonificada	<u>11 209.0</u>	<u>18 939.3</u>	<u>23 276.4</u>	<u>23 691.7</u>	<u>22 655.5</u>
a) Interna	9 409.0	6 919.3	18 276.4	13 691.7	7 655.5
b) Externa	1 800.0	12 020.0	5 000.0	10 000.0	15 000.0

/B. El sector

B. El sector externo

La experiencia en el sector externo durante los cuatro años previos a 1966 fue análoga a la del sector público: el valor de las exportaciones aumentó sustancialmente, pero el valor de las importaciones aumentó a una tasa aun mayor, con el consiguiente saldo negativo cada vez mayor en la cuenta corriente.

Cuadro 3

CUENTA CORRIENTE DEL SECTOR EXTERNO
1962 - 1966

(En miles de quetzales)

	1962	1963	1964	1965	1966
Ingresos (exportaciones de bienes y servicios)	145 017.7	189 081.2	204 941.7	238 722.9	277 109.0
Egresos (importaciones de bienes y servicios)	169.256.4	219 670.1	254 900.0	288 602.6	294 240.0
Saldo operaciones corrientes	-24 238.7	-30 588.9	-49 958.3	-49 829.7	-17 131.0

Se debe señalar que, si bien la situación para 1966 mejoró notablemente sobre años anteriores, es difícil que se vuelvan a producir las circunstancias que contribuyeron a este cuadro relativamente halagador. Efectivamente, el marcado aumento en el valor de las exportaciones se debe en buena parte a que Guatemala exportó un volumen de café sustancialmente mayor al que le asigna el Convenio Internacional de Café, habiéndose logrado exportaciones de casi \$ 110 millones en 1966, cuando el valor promedio de las exportaciones durante los tres años inmediatos anteriores apenas superó los \$ 80 millones.

En todo caso, como se podrá apreciar, Guatemala ha tenido déficit permanentes en su balanza comercial con el resto del mundo, habiéndose financiado dichos déficit con saldos positivos en la cuenta de capital.

/Sin embargo

Sin embargo, como ya se señaló, el Sector Público no ha hecho un uso adecuado de los préstamos externos de desarrollo a largo plazo, por lo que una buena parte de los ingresos de capital han sido a corto plazo, aumentando así desproporcionadamente la carga anual por concepto de servicio y amortización de deuda. Efectivamente, como se podrá apreciar a continuación, la amortización de deuda a corto plazo, tanto para el capital privado como el oficial, aumentó de \$ 25 899.1 miles en 1962 a \$ 137 026.5 miles en 1966, o sea un aumento del 430 por ciento.

En resumen, si bien se ha logrado cubrir el déficit en la balanza comercial de Guatemala mediante superávit en la cuenta de capital, esto se ha logrado mediante un aumento alarmante en la deuda externa a corto plazo, con el consiguiente efecto de "bola de nieve" en el sentido que se acude a nuevo financiamiento externo a corto plazo sencillamente para cubrir las amortizaciones de la deuda existente. Es más, a través de los últimos años, el nivel de reservas monetarias internacionales se ha mantenido a niveles más o menos constantes, de manera que el nivel de reservas a final del año en función al volumen de importaciones anuales declinó de 19.3 por ciento en 1962 a 9.1 por ciento en 1966.

C. El sector monetario

Como ya se señaló, la política monetaria en Guatemala está en manos del Banco Central, el cual hace uso de los instrumentos tradicionales para conservar la estabilidad monetaria y cambiaria del país.

Como también se ha señalado, las presiones inflacionarias normalmente se han manifestado a través del sector externo, mediante un aumento en las importaciones, tal como se podrá desprender del siguiente análisis del ingreso - dinero, preparado por el Banco de Guatemala:

Cuadro 5

(En millones de quetzales)

Concepto	1962	1963	1964	1965	1966
I. Producto geográfico bruto del año anterior	1 046.0	1 112.8	1 215.3	1 285.1	1 327.7
II. Gastos totales del año	1 132.2	1 236.7	1 324.6	1 365.9	1 381.6
III. Expansión del gasto (II-I)	86.2	123.9	109.3	80.8	53.9
IV. Aumento de la producción	39.7	97.7	68.5	43.9	43.0
V. Exceso de demanda (III-IV)	46.5	26.2	40.8	36.9	10.9
A. Aumento de precios	27.2	4.8	1.4	- 1.3	11.0
1. Internos	37.8	11.3	- 9.4	7.7	23.9
2. Efecto de la relación de intercambio	- 10.6	- 6.5	10.8	- 9.0	- 12.9
B. Exceso de importaciones	19.3	21.4	39.4	38.2	- 0.1

Por último, también se señaló que los modestos programas de inversiones públicas ejecutados durante los últimos años se han venido financiando en buena parte mediante la emisión de deuda interna, negociada con el Banco de Guatemala. De ahí, resulta pertinente la observación de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano en el sentido que:

/ "... la

"... la pronunciada tendencia a importar es consecuencia del exceso de liquidez sobre las disponibilidades de bienes y servicios; presión cuyos orígenes no se han podido aislar, pero que pueden señalarse a grosso modo, como provenientes de los presupuestos deficitarios del Sector Público y de las disponibilidades para el gasto del Sector Privado, que generalmente exceden la cantidad de bienes disponibles".^{1/}

En resumen, al tomar en cuenta los desequilibrios en el sector externo, y tomando en cuenta las limitaciones de los mercados de capital privados en Guatemala, a mediados del año 1966, resultaba evidente que no sería prudente continuar con la política de un endeudamiento interno inflacionario.

Sumado a lo anterior, se ha venido registrando otro fenómeno durante los últimos años que se relaciona con la política monetaria del país: cuando el Banco de Guatemala no ha tenido capacidad de negociar valores, ya sea por limitaciones legales en su Ley Orgánica o por limitaciones impuestas por la política monetaria en vigor, se han negociado dichos documentos en el exterior, normalmente en condiciones poco adecuadas - plazos de 3 a 5 años, y tasas de interés del 6 al 7.5 por ciento por año - aumentando en esta forma las amortizaciones anuales para servir la deuda externa a corto y mediano plazo. La magnitud de estas operaciones con los bancos privados en el exterior, principalmente en los Estados Unidos de Norteamérica, se refleja en el siguiente cuadro.

^{1/} Documento CEC/CMCA/MH-I-D.T.1, El problema de balanza de pagos y la integración económica centroamericana, Guatemala, 14 de septiembre de 1967.

Cuadro 6

COLOCACION Y AMORTIZACION DE VALORES DEL ESTADO
COLOCADOS EN EL EXTERIOR, 1962-66

(En miles de quetzales)

<u>Año</u>	<u>Negociación</u>	<u>Amortización</u>	<u>Saldo</u>
1962	\$ 1 800.0	\$ 2 800.0	- \$ 1 000.0
1963	12 020.0	4 125.0	7 895.0
1964	5 000.0	3 597.0	1 403.0
1965	10 000.0	7 597.0	2 403.0
1966	15 000.0	13 397.0	1 603.0

Como se podrá apreciar, el monto de valores negociados aumenta casi anualmente, en buena medida para amortizar la deuda existente, dando el efecto de "bola de nieve" mencionado anteriormente; efecto que tenderá a agravarse con el tiempo.

Las circunstancias antes mencionadas - la limitada capacidad del endeudamiento externo y la peligrosa acumulación de una deuda externa a relativamente corto plazo - obligarían al Gobierno a mantener estas modalidades de financiamiento al mínimo posible.

D. La planificación económica

Durante el período 1963-1965, la Secretaría General del Consejo Nacional de Planificación Económica, con la asistencia de varios organismos internacionales, logró preparar un Plan de Inversiones Públicas, que, a pesar de ser, en palabras del Comité ad hoc del Comité de los Nueve que evaluó el Plan, "precario e incompleto",^{1/} por lo menos identificaba

1/ Informe presentado al Gobierno de Guatemala por el Comité ad hoc de la Nómina de los Nueve en agosto de 1966, titulado Evaluación del Plan de Desarrollo Económico y Social de Guatemala, 1965-1969.

/proyectos prioritarios

proyectos prioritarios dentro de cada sector y señalaba metas concretas para el Sector Público durante el quinquenio 1965-1970. Dicho plan se basaba fundamentalmente en diagnósticos sectoriales, proyecciones macroeconómicas, y programas sectoriales de inversión pública.

Lamentablemente, las metas del Plan se condicionaban a ciertas decisiones de política económica (siendo la más importante entre éstas una reforma tributaria) que no se lograron implementar, por lo que, ya a la altura del año 1966, las proyecciones macroeconómicas del Plan - por lo menos en lo que se refiere a los montos globales de inversión pública programadas para cada año - distaban mucho de la realidad.

Por otro lado, como ya se señaló, el Plan adolecía de serias fallas, ya que los diversos elementos que lo integraban en muchos casos no guardaban cohesión entre sí, haciéndose especialmente notoria la ausencia de un modelo global.

La documentación anterior se sometió a la consideración de una Comisión ad hoc del Comité de los Nueve a finales de 1965, y, en vez de dedicarse a refinar el trabajo ya elaborado, la Secretaría General del Consejo Nacional de Planificación Económica optó por esperar el Informe de dicho Comité; informe que no se publicó hasta agosto de 1966.

Fué así como el nuevo Gobierno que recibió el poder el 1º de julio de 1966, se encontró con un Plan de Inversiones Públicas poco realista e imposible de implementar, pero un Plan que por lo menos identificaba los principales proyectos dentro de cada sector, y que señalaba, también, los principales puntos de estrangulamiento de la economía guatemalteca. Con estos elementos hubiera sido posible diseñar un programa de acción inmediata durante los primeros meses del nuevo Gobierno, pero debido a cambios de personal en la oficina de planificación, ésta no reaccionó a tiempo, y se entró al cuarto trimestre de 1966 sin tener una política bien definida en relación al programa de inversiones públicas para 1967. Ante la necesidad de preparar el presupuesto de capital para ese año, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público fue absorbiendo cada vez más la función de programador de inversiones públicas, llenando el vacío dejado por una oficina de planificación absorbida en problemas administrativos y agobiada por una falta de dirección técnica.

/E. Perspectivas

E. Perspectivas para los años 1968 y 1969

Por último, se debe señalar que a mediados del año 1966 las perspectivas para 1967 y 1968 se vislumbraban cada vez peores, debido a las limitadas posibilidades de aumentar el valor de las exportaciones. Efectivamente, el Convenio Internacional del Café se había perfeccionado para asegurar que todos los países miembros cumplieran con sus cuotas de exportación, y la competencia para vender a los llamados "mercados nuevos" sería muy intensa. Tampoco se veían perspectivas muy favorables para el algodón ni el azúcar, ni se contaba con un programa de diversificación que pudiera ofrecer la posibilidad de nuevas exportaciones. De ahí que el único factor dinámico que pudiera mejorar en algo el valor de las exportaciones era el creciente comercio intercentroamericano.

Debido fundamentalmente a esta limitación a la expansión de las exportaciones, una Misión del Banco Mundial que evaluó el proceso de integración económica centroamericana en 1966 pronosticó que la economía de Guatemala crecería a una tasa del 2 por ciento durante el período 1967-1969, o sea menos que la tasa de crecimiento vegetativo de la población.^{1/}

^{1/} International Bank for Reconstruction and Development, Economic Development and Prospects of Central America, Documento N° WH-170a, con fecha 5 de junio de 1967, publicado en ocho volúmenes.

V. LA POLITICA DE PROGRAMACION FINANCIERA
ADOPTADA POR EL MINISTERIO DE HACIENDA
Y CREDITO PUBLICO DE GUATEMALA

Hemos visto que el Gobierno de Guatemala se encontró ante las siguientes circunstancias al recibir el poder el 1º de julio de 1966:

- a) Un debilitamiento en las finanzas del sector público, al grado que el ahorro neto del Gobierno Central fue negativo en 1966;
- b) Crecientes déficits en la balanza comercial, complementados con un alarmante incremento en la deuda externa a corto plazo;
- c) Limitaciones de tipo monetario para contraer nueva deuda interna;
- d) Un organismo de planificación débil, con los consiguientes problemas institucionales y administrativos para implementar un Plan de Inversiones Públicas significativo; y,
- e) Perspectivas poco halagadoras para los años 1967 - 1968 debido principalmente a coyunturas desfavorables en el mercado internacional para los dos principales productos de exportación: el café y el algodón.

Ante dicha situación, se adoptó un programa de acción inmediata basado en la premisa fundamental de ser imprescindible aumentar sustancialmente el nivel de inversiones públicas: en primer término, para satisfacer, siquiera en parte, las necesidades más ingentes de una economía en vías de desarrollo; y en segundo lugar, para compensar el efecto contraccionista de una importante baja en el valor de las exportaciones.

La implementación de dicho programa de acción inmediata, que de hecho habría de convertirse en un programa de inversiones públicas de cuatro años, implicó tres tipos de problemas distintos que se tenían que superar: los financieros, los institucionales, y la generación de nuevos proyectos. A continuación se describen las medidas tomadas en cada uno de estos campos; medidas que, en su conjunto, se pudieran definir como la estrategia a corto plazo del Gobierno para promover un desarrollo económico, aún cuando fuera limitado, durante los años 1967-1970.

/A. Aspectos

A. Aspectos financieros

Aceptando que era necesario aumentar el nivel de inversiones públicas, el problema más inmediato era la forma de financiar dicho programa. Para tal efecto, se adoptó una política que descansaba en las siguientes soluciones:

- a) La necesidad de una reforma tributaria, a fin de aumentar los ingresos fiscales. Dicha reforma debiera contemplar aumentos en las tasas de impuestos existentes, así como la creación de algunos nuevos tributos, y mejoras en la administración fiscal.
- b) Una restricción del gasto de funcionamiento al mínimo indispensable pero tomando en cuenta las necesidades de expansión de algunos sectores, especialmente la educación.
- c) La necesidad de implementar los anteriores dos puntos resulta bastante obvia a la luz de las circunstancias en 1966. Sin embargo, el principal elemento de la política financiera del Gobierno - y de ahí el título de este trabajo - fue la intención de hacer un uso intensivo de los créditos externos de desarrollo durante los próximos tres años. Efectivamente, el financiamiento externo tendría que jugar un papel de extraordinaria importancia en la estrategia de desarrollo del Gobierno por tres razones fundamentales:
 - i) Para llenar la "brecha" entre los requerimientos financieros del plan de inversiones públicas y la disponibilidad de recursos internos;
 - ii) Para financiar el déficit en la balanza comercial, desplazando el endeudamiento externo a corto plazo por un endeudamiento externo a largo plazo; y,
 - iii) Para introducir un elemento de disciplina al plan de inversiones públicas. En este sentido, y ante la debilidad del organismo de planificación de Guatemala, los intereses del país coincidirían con los intereses de las agencias financieras internacionales en el sentido que el proyecto a financiarse tendría que ser justificado desde el punto de vista económico,

/financiero e

financiero e institucional. En otras palabras, se esperaba que el ejercicio de evaluar un proyecto por parte de las agencias financieras internacionales conjuntamente con funcionarios nacionales, eliminaría aquellos proyectos y programas que no tenían una evidente justificación.

Afortunadamente, debido a la política cautelosa de gobiernos anteriores en relación a la contratación de préstamos externos, Guatemala tenía, y sigue teniendo, una muy elevada capacidad de endeudamiento externo, ya que todos los índices - endeudamiento externo en función de ingresos fiscales, endeudamiento externo en función del producto geográfico bruto, endeudamiento externo per capita - están entre los más bajos de cualquier país latinoamericano.^{1/} Por otro lado, con base en la utilización global de créditos externos programados para el período 1967 - 1970 - Q 150 millones - se efectuaron proyecciones para el servicio y amortización de dicha deuda para 25 años, llegándose a la conclusión que ésta era perfectamente manejable tanto desde el punto de vista fiscal como de balanza de pagos.

- d) Casi un corolario al punto anterior era la política de hacer la menor utilización posible del endeudamiento interno mediante la colocación de valores con el Banco Central, ya que, de lo contrario, se corría el riesgo de provocar serios desajustes en el sector externo.

Con base en estos cuatro elementos de política, durante los primeros meses de vigencia del Gobierno, se procedió a integrar un cuadro preliminar de fuentes y usos para el Gobierno Central con los siguientes montos globales (en millones de quetzales):

^{1/} De acuerdo con la Secretaría del CIAP, la deuda externa de Guatemala como porcentaje de su producto interno bruto a finales de 1965 fue del 4.2 por ciento, índice más bajo en la América Latina. Dicha deuda constituía el 31.4 por ciento de los ingresos fiscales en esa misma fecha; también el índice más bajo en toda la América Latina. Para efectos de comparación, dichos índices para Chile eran 21.7 por ciento y 183.0 por ciento, respectivamente.

Cuadro 7

	1967	1968	1969	1970
<u>Cuenta corriente</u>				
Ingresos	135.5	147.7	161.2	174.5
Egresos	115.2	121.2	127.6	134.6
Ahorro	20.3	26.5	33.6	39.9
<u>Cuenta Capital</u>				
<u>Fuentes</u>				
Ahorro	20.3	26.5	33.6	39.9
Préstamos internos	8.7	9.9	10.9	11.8
Préstamos externos	30.0	35.0	40.0	45.0
Donaciones	3.0	2.0	1.0	-
<u>Usos</u>	<u>62.0</u>	<u>73.4</u>	<u>85.5</u>	<u>96.7</u>
Inversión	50.0	60.0	70.0	80.0
Amortización Deuda	12.0	13.4	15.5	16.7

Dicha programación se hizo en la ausencia de un modelo global, basándose más bien en los elementos de juicio aportados por el Plan de Inversiones Públicas 1965-1970 elaborado por la Oficina de Planificación en 1964-1965, la evaluación de dicho plan por parte del Comité ad hoc de la Nómina de los Nueve, y en consideraciones puramente empíricas. Como se podrá apreciar, contrariamente a lo que prevé la Carta de Punta del Este, por lo menos para los primeros años del programa esbozado, el financiamiento interno es el que complementa al financiamiento externo, aunque las proyecciones de ingresos corrientes contemplan reformas tributarias que tendrían que rendir Q 6 millones durante 1967, Q 12 millones durante 1968, Q 20 millones durante 1969, y Q 25 millones durante 1970.

/Efectivamente, a

Efectivamente, a los pocos meses de recibir el poder, el Gobierno envió al Congreso de la República un proyecto de reforma tributaria, que hubiera rendido aproximadamente Q 15 millones durante su primer año de vigencia. Lamentablemente, debido a la oposición por parte de varios sectores interesados, dicho proyecto no fue aprobado, aunque se logró una ley conciliatoria que creó nuevos tributos que podrán rendir aproximadamente Q 7 millones durante el año 1967,^{1/} y se dejó la puerta abierta para futuros aumentos con la creación de una Comisión que deberá proponer al poder Ejecutivo, durante el curso del año actual, nuevas medidas tendientes a reformar el sistema impositivo de Guatemala.

Por otro lado, se iniciaron varios programas para mejorar la administración del sistema tributario, contándose entre éstas la iniciación de un catastro fiscal, con su programa de reavalúos, que implicará una inversión por parte del Gobierno de Q 3.7 millones durante los próximos tres años. También se introdujeron nuevas modalidades en el cobro de impuestos y en la iniciación de juicios contra los contribuyentes morosos, a fin de lograr pagos puntuales de los impuestos existentes.

Del lado de los gastos, después de cuatro años de incrementos anuales promedio de 12 por ciento, se logró mantener dicha tasa de aumento se destinó casi exclusivamente a educación, y para el presupuesto de 1968 se propondrá al Congreso una rebaja del 2 por ciento en los gastos de funcionamiento.

Sin embargo, a pesar de todos estos esfuerzos, se debe señalar que no se ha logrado aumentar el ahorro en cuenta corriente a los niveles previstos, por lo que se corre el peligro de no contar con un ahorro interno de suficiente magnitud para complementar los préstamos externos, sentando así una clara limitación a la contratación de nueva deuda externa a largo plazo. La limitación de un ahorro interno adecuado,

^{1/} La ley conciliatoria aumentó el impuesto sobre timbres del 1 al 1.5 por ciento; duplicó la tasa del impuesto territorial del 3 por millar al 6 por millar (para propiedades valuadas en más de Q 20 000); introdujo ligeras reformas a los impuestos sobre renta y sobre herencias, legados y donaciones; y creó impuestos al consumo sobre la venta de automóviles y la venta de pasajes aéreos internacionales.

/pues, puede

pues, puede actuar como punto de estrangulamiento al programa de inversiones públicas, y es por eso que se siguen con especial interés las deliberaciones de la Comisión de Reforma Tributaria.

En lo que se refiere a la contratación de recursos externos, el Gobierno logró lo programado en la obtención de nuevos recursos, suscribiendo convenios de préstamos con las varias agencias financieras internacionales por \$ 50.9 millones durante los últimos quince meses. Sin embargo, aún persistían los obstáculos a la pronta utilización de dichos recursos, habiéndose logrado durante el primer semestre de 1967 desembolsos de únicamente \$ 5.5 millones (comparado con \$ 1.0 millón durante el mismo período de 1966), estimándose que los desembolsos totales durante 1967 ascenderán a \$ 17 millones en vez de los \$ 27.5 millones programados. Las principales dificultades en lograr mayores desembolsos han sido la falta de diseños finales de ingeniería para algunos proyectos específicos, y el lento proceso de licitación pública e iniciación de la ejecución física de las obras.

Ante todo, y como ya se señaló, se trató de implementar el programa financiero del Ministerio de Hacienda ante condiciones sumamente adversas, ya que se estima que el valor de la exportación de bienes de 1967 ascenderá a \$ 197 millones, comparados con \$ 231.6 millones en 1966, con el consiguiente impacto económico negativo sobre toda la economía que implica esta fuerte baja. Efectivamente, el Gobierno se vió precisado a negociar nuevos valores por Q 20 millones, los cuales el Banco Central logró colocar en el exterior, precisamente para reforzar las reservas monetarias internacionales, pero violando la política esbozada por el Gobierno de limitar la deuda externa a corto y mediano plazo. Por otro lado, el Banco de Guatemala tuvo que hacer uso de su crédito de contingencia con el Fondo Monetario Internacional - por \$ 6 millones durante los primeros seis meses del año - simplemente para mantener el nivel de reservas monetarias internacionales al mínimo aconsejable. Ante esta coyuntura sumamente desfavorable en el sector externo, no extraña que la programación financiera del Ministerio de Hacienda no se haya podido cumplir a cabalidad en el primer año de su implementación; sin embargo, en la ausencia de dicha /programación, el

programación, el impacto negativo de la baja en el valor de las exportaciones hubiera sido mucho más severo. Efectivamente, se estima que para 1967 se habrá logrado aumentar la inversión pública en un 50 por ciento sobre el nivel de inversiones del año inmediato anterior, sin haber afectado el nivel de reservas monetarias internacionales debido a un ingreso de capital a largo plazo de unos \$ 17 millones. Es más, durante el año 1967 se sentarán las bases para afianzar la programación financiera para los años 1968 y 1969, y se espera que, para dicho período, se logren niveles aún superiores de inversión pública y de utilización de recursos externos a largo plazo.

B. Aspectos institucionales

Habiéndose diseñado una estrategia de desarrollo que descansaba en gran medida en la utilización de asistencia financiera externa, era necesario tomar algunas medidas institucionales para acomodar la administración pública a esta nueva modalidad. Antes del 1º de julio de 1966, media docena de organismos intervenían en las gestiones y negociaciones con las agencias financieras internacionales, incluyendo la Oficina de Planificación, el Ministerio de Economía, el Ministerio de Hacienda y el Banco de Guatemala. Por otro lado, cada Ministerio y entidad autónoma del Estado podía someter proyectos a la consideración de las agencias financieras, aparentemente sin coordinación alguna con el resto de la administración pública.

Fue así como el 1º de agosto de 1966, se emitió una Ley centralizando todas las relaciones del Gobierno de Guatemala con las agencias financieras internacionales en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y prohibiendo cualquier gestión o negociación que no se hiciera por ese conducto. Dicha ley abarcaba no sólo los organismos del Gobierno Central, sino que también las entidades autónomas descentralizadas.

Esta ley tuvo el efecto deseado, ya que, además de ordenar las relaciones del Gobierno de Guatemala con las agencias financieras, permitió al Ministerio de Hacienda buscar soluciones para acortar el trámite interno

/requerido para

requerido para suscribir y ratificar un Convenio de Préstamo. Para este efecto, se creó una Comisión, integrada por funcionarios de los Ministerios de Economía y Relaciones Exteriores del Banco de Guatemala y de la Secretaría General del Consejo Nacional de Planificación Económica, que se reúne periódicamente para conocer de las gestiones del Ministerio de Hacienda y para asesorar a dicho Ministerio en lo pertinente. Es así como, durante sus primeros quince meses, el Gobierno de Guatemala logró gestionar, negociar, suscribir y ratificar once Convenios de Préstamo, comparado a tres convenios en los veinticuatro meses anteriores.

C. Preparación de nuevos proyectos

El tercer tipo de problema que plantea la programación financiera antes descrita está íntimamente vinculado con el aspecto institucional. Se trata de la generación de nuevos proyectos y programas que fundamenten las solicitudes de préstamos ante las agencias financieras internacionales. Efectivamente, la ley del 1° de agosto de 1966 a que nos referimos arriba, previó que la elaboración y selección de proyectos continuara en el Consejo Nacional de Planificación Económica.

Afortunadamente, el Plan de Inversiones Públicas preparado en años anteriores identificaba algunos proyectos prioritarios, y entre éstos varios estaban totalmente estudiados desde el punto de vista de ingeniería final. Por otro lado, se había hecho un intento de asignar prioridad relativa a dichos proyectos, a fin de lograr un plan de inversiones públicas bien equilibrado. Por último, en el estado actual de desarrollo económico de Guatemala, existen áreas prioritarias tan evidentes que éstas se pueden señalar sin profundizar en muchos estudios; tal es el caso, por ejemplo, de la electrificación, la educación y la agricultura. En resumen, al diseñar su estrategia a corto plazo, el Ministerio de Hacienda estaba consciente de que uno de los factores limitativos para obtener los montos globales de financiamiento externo programado era precisamente la falta de proyectos, por lo tanto se procedió, con base en el Plan de Inversiones Públicas anterior y algunos elementos de juicio pragmáticos, a diseñar un esquema para la preparación de proyectos. Para el efecto, se adoptó
/un enfoque

un enfoque sectorial, señalando las siguientes áreas prioritarias a nivel de sectores y señalando, a la vez, la agencia financiera internacional más adecuada para financiar el proyecto o programa de mérito:

Cuadro 8

Sector	Proyecto	Agencia financiera
Transportes	Caminos vecinales	BID
	Caminos de integración	BCIE
	Carretera de acceso al norte del país	BCIE y BIRF
	Carretera Interamericana	BPF y Eximbank
	Ampliación Puerto Matías de Gálvez (Atlántico)	Eximbank
	Puerto en el Pacífico	BIRF
Electrificación	(Programa)	BIRF
Telecomunicaciones	Programa Nacional	BIRF
	Programa Regional	BCIE
Vivienda	(Programa)	BID
Salud	Programas de acueductos urbanos y rurales	BID
	Erradicación de Malaria	AID
Educación	Primaria	AID
	Secundaria	BIRF
	Universidad	BID
Agricultura	Préstamos sectorial agrícola	AID/BID

/Para traducir

Para traducir este esquema preliminar en proyectos y programas específicos, se pensó que se podrían seguir tres caminos simultáneos en la generación de nuevos proyectos: a) encargarle algunos a la Secretaría General del Consejo Nacional de Planificación Económica; b) preparar otros mediante negociaciones bilaterales entre el Ministerio de Hacienda y las unidades ejecutoras; y c) contratar los servicios de firmas consultoras para elaborar estudios de factibilidad en determinados campos. En todo caso, como se podrá apreciar, se tenía que concentrar casi exclusivamente en la preparación de proyectos que fueran elegibles para financiamiento externo; lo cual, en cierta medida, aseguraba que se tratará de proyectos justificables para el futuro desarrollo económico-social del país. Este cambio de actitud se refleja por el hecho de que el 73 por ciento del valor de los proyectos incluidos en el presupuesto de capital para 1968 contarán con financiamiento externo, comparado con el 25 por ciento en 1965. Indudablemente, si uno analizara el 75 por ciento del valor de las inversiones en el presupuesto de 1965 que se financiaron exclusivamente con recursos internos, se daría cuenta que en buena parte, se trataba de proyectos de baja prioridad.

En resumen, en cierta medida, la programación financiera se ha adelantado a la planificación económica en Guatemala debido a una serie de factores que obligaron al Estado a tomar una actitud positiva para resolver los problemas más ingentes del sector público y del sector externo. Dicha programación financiera se basa fundamentalmente en una adecuada utilización de préstamos externos a largo plazo, complementados con lo que se espera serán recientes márgenes de ahorro interno. Con la utilización del crédito externo, el Ministerio de Hacienda trata no sólo de cubrir sus necesidades financieras, sino que de usar dicha asistencia como un instrumento de programación económica, remplazando, en parte, el vacío que deja el débil organismo de planificación con que cuenta Guatemala. Por último, se trata de cubrir el déficit en la cuenta corriente del sector externo con estos mismos ingresos de capital a largo plazo, motivo por el cual el Ministerio le ha dedicado especial atención a obtener el financiamiento externo en las óptimas condiciones posibles en lo que se /refiere a

refiere a plazo, período de gracia y tasa de interés. Efectivamente, para los primeros once préstamos contratados, las condiciones promedio ponderadas son las siguientes: Plazo, 25 años; tasa de interés, 4.5 por ciento p.a.; período de gracia, 4 años; y un 33 por ciento del principal de los préstamos contratados es pagadero en moneda local. Por último, no menos de la tercera parte de los recursos externos obtenidos se utilizará para cubrir gastos locales.

VI. CONCLUSIONES

Se considera que el caso relatado en este documento puede ser de interés para otros países de Latinoamérica, ya que subraya una vez más la gran gama de instrumentos a los que se puede acudir para hacerle frente a determinadas situaciones. En el caso concreto de Guatemala, se decidió responder a un problema de balanza de pagos, un problema financiero del Gobierno Central, y un problema de planificación inadecuada con lo que se pudiera calificar como un programa de acción inmediata, que descansa fundamentalmente en la utilización del crédito externo a largo plazo.

El caso no es único; al contrario, la gran mayoría de los países de América Latina ha hecho un amplio uso del crédito disponible en las agencias financieras internacionales, en circunstancias similares a las de Guatemala en estos momentos. Pero lo que quizás se ha menospreciado es el valor del financiamiento externo como instrumento de programación, de especial valor precisamente en los países de menor desarrollo relativo que no cuentan ni con planes de desarrollo económico integrales, ni con organismos de planificación fuertes.

Efectivamente, en el caso de Guatemala, hemos encontrado que existe financiamiento externo disponible para inversiones de impacto en todos los sectores, y que se puede idear un programa de inversiones públicas acomodado a proyectos de cierta categoría elegibles para dicho financiamiento externo.

Con lo anterior no se desea insinuar que las agencias financieras estén más capacitadas que los funcionarios del propio país para juzgar
/sobre la

sobre la bondad de los proyectos que integran un programa de inversiones públicas, ni mucho menos que se sujete la ejecución de un programa de esta naturaleza a los deseos o exigencias de dichas agencias financieras. Lo que sí se ha señalado es que el ejercicio de evaluar un proyecto por parte de la agencia financiera y el país prestatario asegura, hasta donde sea posible, que se trate de un proyecto técnicamente y económicamente viable, con beneficios significativos para el futuro desarrollo económico del país. Por otro lado, la misma evaluación obliga al país prestatario a analizar el aspecto institucional de cada proyecto, creando los mecanismos administrativos necesarios para el mayor éxito de dicho proyecto, cuando el caso así lo exija. En otras palabras, se cree que en la gran mayoría de casos, los intereses del país prestatario y de la agencia financiera coinciden; y en los casos donde esto no sucede, depende de la habilidad de negociación del país prestatario distinguir entre lo aceptable y lo inconveniente.

Por último, se debe subrayar lo que ya se ha dicho en la Carta de Punta del Este y toda la documentación posterior: que la asistencia financiera externa debe complementar, y no sustituir, el esfuerzo interno. Sin embargo, como el caso de Guatemala nos lo ha demostrado durante el último año, por intenso que sea el esfuerzo interno, éste no puede resolver los problemas de un país en vías de desarrollo por sí solo, siendo la asistencia financiera externa el otro elemento indispensable para impulsar un desarrollo económico acelerado y sostenido.

INST/S.1/L.3

EL PRESUPUESTO ECONOMICO NACIONAL COMO INSTRUMENTO PARA
LA PROGRAMACION MONETARIO-FINANCIERA A CORTO PLAZO

por

Federico Julio Herschel

EL PRESUPUESTO ECONOMICO NACIONAL COMO INSTRUMENTO PARA
LA PROGRAMACION MONETARIO-FINANCIERA A CORTO PLAZO

I. INTRODUCCION

El objetivo de este trabajo consiste en discutir un planteamiento válido para algunos países de América Latina acerca de la forma de emplear el presupuesto económico nacional en la formulación de alternativas de política, prestando especial importancia al uso del instrumental perteneciente al campo monetario y crediticio.

Aunque este documento se basa en una experiencia concreta, se espera que la misma pueda servir en alguna manera como punto de partida para una aplicación más amplia; por esta razón se ha tratado de insistir en algunos puntos que aparentemente pueden ser generalizados. Sin embargo, se debe señalar que muchas observaciones están condicionadas por circunstancias particulares de lugar y tiempo. En particular se tendrá en cuenta en este documento el caso de una economía con un sector manufacturero relativamente desarrollado, con fuertes estrangulamientos en el balance de pagos y con un proceso inflacionario muy agudo.

/II. INSTRUMENTOS

II. INSTRUMENTOS PARA LA PREPARACION DEL PRESUPUESTO ECONOMICO NACIONAL

Para formular las alternativas de política se puede utilizar un modelo econométrico que vincule los instrumentos fundamentales de la acción del gobierno con ciertas magnitudes agregadas básicas de la economía. De este modo, mientras que al principio se puede recurrir a procedimientos no econométricos^{1/} conviene analizar la posibilidad de utilizar un modelo de este tipo para elaborar el presupuesto económico exploratorio, con el objeto de relacionar políticas alternativas con sus consecuentes efectos en la economía general.

Como esquema ideal, debe combinarse ambos enfoques, el del presupuesto económico exploratorio, para plantear las opciones posibles a los responsables de la política, y el del presupuesto de tipo previsional, que contiene un pronóstico y sirve como guía de acción.^{2/} Este último puede hacer mayor uso de procedimientos directos (encuestas a los agentes económicos, consultas con expertos sectoriales, etc.), mientras que para aquél, es preciso contar con algún método que en lo posible, en forma cuantitativa vincule variables de política con las endógenas del sistema. No es imprescindible contar con un modelo econométrico para esta finalidad y en efecto, se puede complementar la presentación de alternativas en base al modelo, con comentarios sobre otros aspectos. Sin embargo, no cabe duda que algún tipo de modelo cuantitativo (econométrico, simulación, etc.) introduce un mayor rigor en la formulación y cuantificación de las interrelaciones existentes y permite más fácilmente comprobar el cumplimiento de las previsiones, introduciendo luego las modificaciones e innovaciones que la experiencia va enseñando. Por último, puede mencionarse la posibilidad de introducir factores exógenos dentro del modelo, aprovechando así un posible conocimiento obtenido fuera de la experiencia histórica.

1/ Véase al respecto, "Metodología del presupuesto económico nacional", en el Boletín económico de América Latina, vol. XI, Nº 2, octubre 1966

2/ Véase ILPES, Seminario de planes anuales operativos, Santiago, 1966 y OECD, Techniques of Economic Forecasting, Paris 1965.

La posibilidad de elaboración de modelos merece especial atención en países que tengan fuertes fluctuaciones en la actividad económica y un agudo proceso inflacionario. Por un lado parece que en general la formulación de modelos cuantitativos es más difícil en países de este tipo, que en la mayoría de los países desarrollados, por las deficiencias en el material estadístico disponible y la falta de un número suficiente de estudios sobre la interpretación de los procesos cíclicos, la determinación de algunas funciones básicas y los efectos de las políticas adoptadas, investigaciones todas ellas que pudieran servir de punto de partida para la construcción de un modelo. Por otra parte, en las economías de las características apuntadas parecería que el impacto de políticas alternativas, tanto sobre la actividad económica como sobre el nivel de precios, es más fuerte, que en los países desarrollados. Es por eso que no es demasiado arriesgado afirmar que existe en estos casos una mayor necesidad de un modelo.

Parece fundamental destacar el carácter instrumental de un modelo econométrico; esto significa que en su utilización práctica debe procederse con cuidado, complementando la información proporcionada por el modelo con otro medio, basado en el conocimiento de la teoría económica y de la realidad de su país, de que puede valerse el responsable de la elaboración del presupuesto económico.

III. APLICACION DEL PRESUPUESTO ECONOMICO PARA EL DISEÑO DE POLITICAS

A. Generalidades

Se presenta a continuación una explicación de la forma cómo se pueden presentar ciertas alternativas básicas en el presupuesto económico. Cabe destacar el papel estratégico que desempeñan las variables monetarias y crediticias entre los instrumentos de la política. Parece fundamental, tal como se ejemplificará a continuación, tratar de cuantificar las relaciones que pueden existir entre una política dada y los resultados que pueden esperarse. Sin embargo, no debe dejarse de lado elementos de tipo cualitativo, en la medida en que parezca razonable y haya suficientes indicios de las conexiones que se indican. En varios casos se han incluido cuadros que relacionan una determinada variable de política con otras variables. En la mayor parte de los casos se trata de ilustraciones de estimaciones estadísticas efectuadas por métodos rigurosos. Estas se obtienen fundamentalmente en base a un modelo econométrico que se describirá en el punto IV. Sin embargo, en base al juicio que debe usarse en cada momento para tener en cuenta elementos nuevos, se han empleado otras interrelaciones aunque todavía no se las ha podido incorporar al modelo.

La forma en que se plantea la elección de distintas políticas económicas alternativas, no significa que se elimine la necesidad de optar con un camino que corresponda a las preferencias de los responsables de la conducción económica; lo que sí se puede considerar como un desideratum de este enfoque es que tiendan a desaparecer apreciaciones totalmente diversas sobre los resultados esperados de un determinado curso de acción. Es aquí precisamente, donde reside la ventaja fundamental de una técnica analítica y cuantitativa.

B. CARACTERISTICAS

B. Características básicas de las alternativas fundamentales

Como ya se indicó, se han elegido ciertas alternativas que se consideran básicas y que, esencialmente, corresponden a líneas definidas de política. Para cada una de estas alternativas se analizan los probables efectos que puedan resultar de su aplicación. Los ejemplos que aquí se indican variarán, por supuesto, de uno a otro país.

En lo que respecta a las políticas analizadas, éstas corresponden a las de tipo general, es decir, las que actúan sobre variables fundamentales de la economía: producto, nivel general de precios, salario real. Corresponden a los instrumentos de uso generalizado en economías mixtas y no implican básicamente una intervención directa en la decisión del sector privado.

Sintéticamente puede efectuarse el siguiente esquema: ^{1/}

Campo de aplicación	Instrumento	VARIABLES INFLUIDAS
Monetario y crediticio	Medios de pago Crédito al sector privado.	Nivel general de precios Producto total Inversión privada
Fiscal	Gastos públicos	Déficit fiscal Medios de pago Producto bruto Inversión pública Distribución del ingreso
	Ingresos públicos	Déficit fiscal Ingreso disponible Distribución del ingreso
Comercio exterior	Tipo de cambio Nivel de recargos Restricciones cuantitativas	Importaciones-producto Exportaciones-balance de pagos
Mano de obra	Salarios de convenio	Salario efectivo (distribución del ingreso) Producto bruto

^{1/} En algunos casos una misma variable aparece como dependiente y como instrumento de política. Así, el déficit fiscal es evidentemente la resultante de la política de gastos e ingresos y determina en parte la creación de medios de pago. Aun cuando de este modo el instrumento
(a la vuelta)

En el cuadro siguiente se indican las características de las políticas analizadas. Representan líneas de pensamiento bastante definidas. Sin embargo pueden imaginarse combinaciones distintas y merecen subrayarse las amplias posibilidades que el presupuesto económico permite.

Alternativas	Políticas				
	Monetaria	Crediticia	Fiscal	Salarial	Cambiaria
1	Restringida	Restringida	Restringida	No controlada	Devaluación aguda (razonablemente superior al aumento de precios)
2	Restringida	Restringida	Restringida	Restringida	Devaluación aguda (id.)
3	Reflacionista a/	Reflacionista a/	Restricción moderada	Restricción moderada	Compensatoria

a/ Entiéndese por "reflacionista" aquella política que tiende a alcanzar un mayor nivel de actividad económica, y en consecuencia de empleo, compatible con una desaceleración del crecimiento de los precios.

Este cuadro en los aspectos fundamentales puede ser generalizado en alguna medida para países con las características señaladas en la introducción, aunque por supuesto, para cada caso particular corresponderá hacer un planteamiento específico.

(cont.)

1/ "medios de pago" sufre una restricción, todavía existe un considerable grado de libertad para su utilización como instrumento de la política del gobierno. La creación de medios de pago no es esencialmente un instrumento de política, sino que es la resultante de otras herramientas, pero éstas son suficientemente poderosas como para que la simplificación (instrumento medios de pago) que pueda considerarse válida. Por otra parte, existe interdependencia entre algunos instrumentos, estando vinculada de esta manera, la creación de medios de pago al crédito al sector privado.

/Por tratarse

Por tratarse de una presentación simplificada no se incluyen aquí algunos instrumentos que podrían ser considerados en casos concretos como herramientas fundamentales de la política económica; se trata en especial de la acción que se emprenda en el campo del comercio exterior (por ejemplo, restricciones a la importación) y de la inversión pública, los que se comentarán al analizar las alternativas básicas para la política.

En los párrafos siguientes se analizan más detalladamente las tres alternativas elegidas; previamente parece interesante sintetizar en forma cualitativa los resultados determinados en cada caso. A tal fin se indica el sentido que tendrán los efectos resultantes de la política a corto plazo distinguiendo con signo positivo cuando se espera que el cambio sea favorable, negativo cuando se desfavorable, e igual cuando no sea muy significativo. En algunos casos se ha indicado, además, un signo de interrogación debido a que no existen elementos convincentes que permitan suponer que este efecto se produzca.

RESULTADOS DE LAS ALTERNATIVAS FUNDAMENTALES
PARA 1967 RESPECTO A 1966

	Alternativa		
	I	II	III
Efectos sobre:			
Evolución del producto industrial	-	=	+
Evolución del producto global	-	=	+
Desaceleración de la inflación: mayor tasa que la de 1966 (-); igual tasa (=); menor tasa (+)	-	=	+
Salario real (distribución del ingreso)	+	=	+
Reducción del déficit fiscal	+?	+?	-
Inversión pública	-	-	=
Inversión privada nacional	-?	=?	+
Inversión extranjera y préstamos del exterior	+?	+?	=?
Saldo del balance comercial	+	=	-
Ocupación	-	=	+

/Conviene destacar

Conviene destacar que aquí se expondrán las tres alternativas que se consideraron más típicas para el momento particular en que fueron presentadas, sin embargo, el método de análisis usado es de una gran flexibilidad y permite adaptarse a una multitud de situaciones posibles. Para ilustrar las vastas posibilidades de este proceso intelectual, en el apéndice se ha agregado una lista de combinaciones posibles de estas "políticas tipo".

Para encarar de la manera más realista el enfoque del presupuesto económico exploratorio, se exponen a continuación, en forma sintética, algunas alternativas de política expresadas en la forma en que podrían presentarla sus expositores y se hace a continuación una evaluación de las mismas tal como podría efectuarla los encargados del presupuesto económico nacional. Se recalca nuevamente el carácter hipotético de este planteamiento y su posible validez como planteamiento metodológico para países de América Latina con ciertas características particulares. Se ha insistido en la meta de lograr el desarrollo económico; cabe apuntar aquí nuevamente que el instrumento del presupuesto económico en general, y en particular el modelo que ha servido de base para este trabajo, pueden ser utilizados sea cual fuere la posición del responsable de la política. Las cifras empleadas en este trabajo son hipotéticas; se supone que la aplicación corresponde a los años 1967 y 1968.

C. Estudio particular de las alternativas fundamentales

1. Alternativa I

a) Descripción general

Esta política tiene por principal objetivo la eliminación del proceso inflacionario que se encuentre en marcha en el país de que se trate. Supone que la eliminación de este proceso es condición previa para que el país pueda desarrollarse. Por ello se pretende que la reducción del alza de precios se efectúe en forma drástica y se dejan de lado los procesos más graduales.

En apoyo a esta alternativa se sostiene que uno de los factores fundamentales para la recuperación económica es el restablecimiento de la confianza, pues sólo cuando existe un estado psicológico favorable habrá inversiones, elemento clave para el desarrollo. Precisamente esta confianza no puede existir cuando hay inflación; eliminar el proceso inflacionario es, pues, condición necesaria para dicha recuperación.

Para el análisis de la inflación, esta posición asigna una importancia clave a la emisión de medios de pago. Suponiendo que no exista un mercado de capitales para la colocación de títulos públicos, el déficit fiscal debe financiarse mediante la creación de medios de pago, constituyéndose así en un factor inflacionario fundamental. Por esta razón, se presta también gran importancia al equilibrio presupuestario.

b) Aplicación al campo de la política económica

La contención en la creación de medios de pago constituye - conforme a lo expuesto - parte fundamental de esta forma de encarar el problema. Se supone, pues, una severa restricción de la oferta monetaria que crecería 15 por ciento en 1967, frente a un aumento de 30 por ciento en el año anterior. Ello supone una contención sensible del déficit fiscal, cuyo financiamiento bancario se limitaría a 255 000 millones de unidades monetarias del país. Se supone además que el efecto expansivo del sector externo se compensa con el restrictivo de "otras cuentas", desempeñando en conjunto un papel neutral en la creación de medios de pago.

/Fijada la

Fijada la expansión de la oferta monetaria y del crédito al sector oficial, el crédito al sector privado se incrementaría en 10.5 por ciento.

En lo que se relaciona con la política salarial, se considera razonable la hipótesis de no ser interpuestos controles sobre la contratación de salarios. De tal manera, los asalariados exigirían incrementos superiores a los aumentos de precios del año precedente, en el momento de gestionarse los convenios de trabajo, habiéndose estimado que éstos llegarían al 30 por ciento.^{1/}

En cuanto a la política cambiaria, dentro del esquema trazado, parece lógico que se pretenda llegar a una solución más cercana al equilibrio. Esto significa que debería eliminarse la sobrevaluación de la moneda para que la economía nacional funcione sobre una base más realista. Consecuentemente, se ha supuesto que la adopción de esta tesis implica una devaluación mayor que el alza de precios; sin embargo, se ha pensado que, para evitar cambios demasiado bruscos, no sobrepasaría el 50 por ciento. Finalmente, en razón a las restricciones generales recomendadas, puede estimarse que se producirá una reducción de los niveles de las importaciones corrientes en un 4 por ciento.

En el cuadro siguiente se indican las cifras estimadas para algunas variables fundamentales en el año que transcurre.^{2/}

1/ Debe tenerse en cuenta que, si las restricciones impuestas en otras áreas pudieran influir directamente sobre el poder de negociación de los sindicatos, habría que prever menores aumentos de salarios. Pero esta evolución se acercaría, en cierto modo, a la segunda alternativa.

2/ El porqué de las estimaciones efectuadas para las variables básicas, resultará más claro al explicar las funciones utilizadas (punto IV).

Variable	Resultado
Producto bruto interno	- 0.6 (cambio porcentual)
Producto no agropecuario	- 1.7 (cambio porcentual)
Precios sector no agropecuario ^{a/}	+ 28.6 (cambio porcentual)
Inversión bruta interna fija	- 2.0 (cambio porcentual)
Salario real	+ 3.7 (cambio porcentual)
Saldo del balance comercial	1 602 (millones de dólares) ^{b/}

a/ La evolución de los precios no incluidos en este concepto tendrían un comportamiento similar al indicado en el cuadro.

b/ Para apreciar mejor la significación de este resultado, en el apéndice se agrega la estimación del balance de pagos para las tres alternativas. El valor de las exportaciones para esta primera hipótesis se estimó en US\$ 5 063 millones.

Presentada esta alternativa de política, se pueden analizar las posibilidades de llevar a cabo las hipótesis de este primer caso frente a la situación existente al confeccionar el presupuesto económico nacional. Se examina así en especial la viabilidad de las hipótesis adoptadas teniendo en cuenta la posibilidad de reducir el déficit fiscal en una cantidad suficiente para que sea consistente con la oferta monetaria supuesta frente al aumento de precios esperado. Cabe mencionar aquí, complementando lo indicado anteriormente, que se trata de añadir a las estimaciones resultantes del modelo otras indicaciones que parecen relevantes. En lo que respecta al déficit fiscal se destaca que con frecuencia la acción restrictiva, para el cual se toma la financiación bancaria como índice, determina una reducción de las inversiones públicas, como puede observarse en el cuadro siguiente.

Año	Variaciones porcentuales respecto al año anterior	
	Gastos de capital del Gobierno Central en términos constantes	Financiación bancaria del déficit fiscal en términos constantes
1956	- 5	- 34
1959	- 34	- 28
1961	- 1	- 6
1962	- 24	- 6

En el presupuesto económico nacional se puede analizar también el impacto que puede producir devaluaciones bruscas en el proceso inflacionario. En efecto, las alteraciones más importantes en los tipos de cambio se asocian a variaciones significativas en el nivel de precios, lo que se observa claramente en el cuadro siguiente.

Año	Aumento del tipo de cambio	Aumento del nivel promedio de precios	Aumento del nivel promedio de precios del año anterior
1956	127	23	12
1959	163	99	34
1962	37	26	15

Puede pensarse que las devaluaciones cambiarias bruscas acentúan fuertemente el proceso inflacionario.

Reafirmando lo indicado sobre la inversión pública, se estima que en la hipótesis de la primera alternativa caería la inversión total, ya que - prima face - esta variable parece asociarse a cambios en igual sentido del producto bruto, como resulta evidente de la lectura del cuadro siguiente.

/Año

Año	Variaciones porcentuales respecto al año anterior	
	Inversión bruta fija	Producto bruto interno
1964	+ 6	+ 9
1961	+ 13	+ 6
1960	+ 38	+ 6
1957	+ 12	+ 5
1955	+ 11	+ 7
.....		
1963	- 15	- 5
1962	- 6	- 3
1959	- 10	- 5
1952	- 12	- 6

En cuanto a la situación del balance de pagos, el resultado favorable debe atribuirse fundamentalmente a una menor demanda de bienes importados (véase estimaciones en el apéndice).

Las exportaciones tradicionales que se suponen constantes para las tres hipótesis, ya que se estima que a corto plazo poco pueden variar, por estar condicionadas por la producción,^{1/} en cambio, se ha previsto en la primera alternativa un monto algo superior de exportaciones no tradicionales, como consecuencia de la menor demanda interna y del mayor estímulo dado por la devaluación.

La afluencia de capital extranjero puede ser otro elemento importante en esta primera hipótesis. Si se produce una devaluación considerable y se trata de mantener luego el tipo de cambio, a pesar de alzas del nivel de precios interno, se otorga de hecho una prima al ingreso de divisas. Sin embargo, los movimientos de capital extranjero no sólo dependen del estímulo-precio, sino de una serie de consideraciones que se relacionan

^{1/} A largo plazo los incentivos resultantes de la devaluación podrían actuar. Sin embargo, actúan otros factores, cuya influencia puede ser más importante que las devaluaciones.

con la perspectiva general que ofrece un país, no sólo en lo económico, sino también en lo político y social.

2. Alternativa II

a) Descripción general

Esta política sigue un pensamiento similar en su aspecto general a la alternativa anterior; sin embargo postula una lucha contra la inflación en todos los frentes, actuando también en forma más directa en la política salarial para evitar aumentos masivos en el nivel de las remuneraciones de trabajo.

De este modo se facilitará una posible reducción del déficit fiscal por el efecto que la tasa de salarios en el sector privado ejerce sobre la del sector público.

Se pretende así llegar a una posición más consistente y fuerte para lograr la estabilidad. En los demás aspectos los razonamientos son similares a la hipótesis I.

b) Aplicación al campo de la política

Como esta hipótesis es, en realidad una variante de la anterior, se mantienen los mismos supuestos en todos los instrumentos de la política económica, salvo en materia de salarios. Al ejercerse una acción en este campo, se presume que los salarios de convenio aumentarían en sólo el 15 por ciento.

Como puede verse en el cuadro siguiente, esta alternativa logra una desaceleración del proceso inflacionario más fuerte que la anterior. Sin embargo, en la tercera alternativa, la desaceleración de la inflación es aún algo mayor.

Por otra parte, el producto bruto se mantiene estancado (subirá un 1.3 por ciento), lo que representaría una leve caída del producto per cápita.

Variable	Resultado
Producto bruto interno	1.3 Cambio porcentual
Producto no agropecuario	0.9 Cambio porcentual
Inversión bruta interna fija	2.5 Cambio porcentual
Precios del sector no agropecuario	23.6 Cambio porcentual
Salario real	1.2 Cambio porcentual
Saldo del balance comercial	1 329 Millones de US\$ ^{a/}

a/ Puede verse en el apéndice el balance de pagos que arroja este saldo comercial.

Como se observa en el cuadro, el salario real prácticamente se mantendrá estacionario.

3. Alternativa III

a) Descripción general

Esta alternativa se basa en una combinación de las políticas monetaria, crediticia, fiscal y de salarios, que a la vez, pretende ser más realista y más flexible. Presupone que muchos de los problemas que sufre la economía actual, podrán solucionarse o serán más fáciles de tratar dentro de una coyuntura de crecimiento que en aquellas situaciones donde las fluctuaciones sean violentas, en especial en períodos de recesión o de estancamiento.

b) Aplicación al campo de la política

Uno de los puntos esenciales de esta alternativa es llegar a un incremento del crédito concedido al sector privado mayor que el aumento de salarios, ya que como ha sido demostrado frecuentemente, es en esta forma que en las condiciones indicadas se alcanzan niveles satisfactorios de crecimiento del producto.^{1/}

En el cuadro siguiente se han sintetizado los resultados esperados para 1967 en la alternativa III.

^{1/} Estas interrelaciones se explican con mayor detalle al comentar las funciones del subdesarrollo.

Variable	Resultado
Producto bruto interno	3.3 Cambio porcentual
Producto no agropecuario	3.6 Cambio porcentual
Inversión bruta interna fija	8.3 Cambio porcentual
Precios del sector no agropecuario	22.2 Cambio porcentual
Salario real	4.3 Cambio porcentual
Saldo del balance comercial	1 026 Millones de US\$

Se observa un mayor crecimiento del nivel del producto, de la inversión bruta fija y del salario real en comparación a las demás alternativas estudiadas. También se observa que la desaceleración de la inflación es la mayor de las tres alternativas, pero se da la situación menos conveniente en lo que respecta al balance de pagos.

Las estimaciones efectuadas tienen su fundamento en las siguientes relaciones, ya comentadas al referirnos a la primera alternativa:

- a) La influencia que el cambio del nivel del crédito al sector privado, con respecto al aumento de los salarios, ejerce sobre el crecimiento del producto.
- b) Una política menos restrictiva tenderá a provocar un aumento en el nivel de las importaciones corrientes, lo que permitirá alcanzar el nivel estimado del producto. Esta última relación, en general, se verifica también históricamente, como lo sugiere el cuadro siguiente:

/Año

Variaciones porcentuales respecto al año anterior		
Año	Importaciones corrientes	Producto no agropecuario
1957	16	7
1958	9	5
1959	- 9	- 6
1960	6	8
1961	21	8
1962	- 15	- 4
1963	- 27	- 6
1964	32	9

c) El crecimiento de los medios de pago y de los salarios ejercerá una acción sobre los precios, pero este efecto se atenúa por la menor devaluación.

d) El salario real aumenta, pues generalmente tiende a acompañar al crecimiento del producto. Esta relación se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Variaciones porcentuales respecto al año anterior		
Año	Salario real	Producto bruto
1958	7.5	5
1959	- 18.6	- 5
1960	7.4	6
1961	9.6	6
1962	- 4.0	- 3
1963	- 4.7	- 5
1964	11.7	9

4. Evaluación general de las alternativas

En base a los resultados que se indicaron para cada una de las alternativas consideradas básicas, se estima que la primera sería la menos conveniente. Para mayor claridad, en los cuadros 1 y 2 se sintetizan los efectos de las distintas políticas en 1967 y 1968; se observa, en efecto, que la alternativa I resulta ser la menos conveniente en materia de crecimiento, brecha antinflacionaria, ocupación e inversión.

Evidentemente resulta más difícil elegir entre las otras dos alternativas. En 1968, la alternativa II tendería a reducir más el proceso inflacionario, resultado distinto al determinado para 1967. En cambio, el resultado es más favorable para la alternativa III en 1967, en lo que respecta al crecimiento del producto.

Se estima que también el salario real, la inversión y la ocupación evolucionarían más favorablemente en la última alternativa. Por estas razones podría aconsejarse la adopción de dicha hipótesis. Se indica expresamente que en nuestra opinión, la alternativa que más favorecería el crecimiento es la que desde el comienzo muestre una tasa mayor de aumento del producto nacional; creemos que, mediante políticas inteligentemente diseñadas, es posible luchar contra la inflación sin detener por ello el crecimiento. Si se pretendiera la detención del desarrollo durante uno o dos años, como forma de estabilizar los precios y preparar así las bases del adelanto futuro, se comprometería el proceso de crecimiento postulado desde el punto de partida.

/D. Presentación

D. Presentación del esquema monetario

En los presupuestos económicos, además de los análisis del tipo comentado anteriormente debería incluirse también un esquema monetario con el objeto de presentar una prueba de consistencia de las hipótesis analizadas, a través del coeficiente global de liquidez y del análisis de las variaciones del crédito al sector privado en términos reales.

Este esquema monetario tiene también la ventaja de brindar un marco general para una ulterior desagregación e implementación de un plan monetario.

En el cuadro se observan las relaciones indicadas para las alternativas indicadas en el punto anterior. En las hipótesis I y II por ejemplo, se nota una fuerte caída del nivel de créditos al sector privado en términos reales, y un pronunciado descenso en el coeficiente de liquidez. El nivel de este último resultaría, para ambas alternativas, el más bajo de los registrados históricamente (cuadro 3). Del análisis de esas cifras se puede deducir que todo descenso importante se asocia a una caída del producto en ese año o en el siguiente, lo que confirmaría la posibilidad de un descenso o estancamiento del producto real, tal como surge de las estimaciones efectuadas para las hipótesis I y II.

La hipótesis III, en cambio, implica un aumento efectivo en el nivel de créditos al sector privado y en el coeficiente de liquidez (+6 por ciento y + 3 por ciento respectivamente). Si bien este hecho no debe interpretarse como una condición suficiente para el incremento del producto real, la experiencia histórica tiende a avalar esta posibilidad.

Cuadro 1

RESUMEN DE LAS ALTERNATIVAS DE POLITICA PARA 1967
(Variaciones porcentuales respecto al año anterior)

1. Alternativas consideradas

Hipótesis	Oferta monetaria	Financiamiento déficit (miles mill.)	Crédito resto a/	Salarios de convenio	Importaciones
I	15	256	10.5	30	- 4
II	15	256	10.5	15	3
III	30	375	27.4	20	10

2. Resultados obtenidos

Hipótesis	Producto del resto a/	Producto total	Precios del resto a/	Salarios efectivos	Salario real
I	- 1.7	- 0.6	28.6	33.3	3.7
II	0.9	1.3	23.6	25.1	1.2
III	3.6	3.3	22.2	27.5	4.3

a/ Sector privado, excluido agropecuario.

Además, en todas las alternativas se considera los siguientes valores:

Producto agropecuario	3.7
Importaciones del año 1966 excluidos bienes de capital	-17.2
Oferta monetaria del año 1966	30.0
Salarios de convenio del año 1966	33.0

/Cuadro 2

Cuadro 2

RESUMEN DE LAS ALTERNATIVAS DE POLITICA PARA 1968
(Variaciones porcentuales respecto al año anterior)

1. Alternativas consideradas

Hipótesis	Oferta monetaria	Financiamiento bancario déficit (miles de mill.)	Crédito resto a/	Salarios de convenio	Importaciones
I	15.0	375.1	7.4	30	- 2
II	15.0	375.1	7.4	10	7
III	24.2	443.3	20.6	15	12

2. Resultados obtenidos

Hipótesis	Producto del resto a/	Producto total	Precios del resto a/	Salarios efectivos	Salario real
I	- 0.7	0.2	23.2	32.1	7.2
II	3.4	3.2	15.6	17.2	1.4
III	5.7	4.8	18.4	21.5	2.6

a/ Sector privado, excluido agropecuario.

En todas las alternativas se toma un incremento de 4.0 por ciento para el producto del sector agropecuario.

Cuadro 3
ESQUEMA MONETARIO - AÑO 1967

Variables	Hipótesis I (Porcentajes)	Hipótesis II (Porcentajes)	Hipótesis III (Porcentajes)
(*) Medios de pago de particulares (incremento porcentajes dic. 1967/dic.1966) a/	15	15	30
(*) Financiamiento bancario neto al sector público (miles de millones de pesos)	75	75	100
(***) Producto real (incremento porcentajes)	- 0.6	1.3	3.3
(***) Precios implícitos (incremento porcentajes) prom.1967/prom.1966)	29	24	22
(***) Precios implícitos (incremento porcentajes) dic.1967/dic.1966)	34	25	20
Expansión monetaria (miles de millones de unidades monetarias del país)			
1. Financiamiento sector público	327	327	522
2. Financiamiento sector privado	222	222	579
3. Sector externo b/	-	-	-
4. Otras cuentas b/	-	-	-
Distribución recursos monetarios	549	549	1.101
1. De particulares	477	477	955
2. Oficiales	72	72	146
Financiamiento neto al sector público (Créditos menos depósitos)	256	256	375
Relaciones obtenidas			
Crédito al sector privado (incremento porcentajes dic.1967/dic.1966) c/ d/	10.5	10.5	27.4
Idem en términos reales	-17	- 12	6
Coefficiente de liquidez e/	19.9	20.3	22.7
Variaciones porcentuales del coeficiente de liquidez respecto del de 1966 (22.06 por ciento)	-10.0	- 8.1	3.0

(*) Hipótesis de trabajo

(***) Valores resultantes de elaboraciones contenidas en este informe

a/ Se supone que el stock de medios de pago de particulares más depósitos de poca movilidad (excluidos depósitos previos alcanzará a fines del año a \$ 3 101 mil millones).

b/ En esta presentación agregada se ha supuesto, para las tres hipótesis, que el efecto expansivo del "sector externo" ha de compararse con el restrictivo de "otras cuentas", conclusión basada en el orden de magnitud, en principio similar, de ambas cifras.

c/ Se supone que el saldo de créditos al sector privado alcanzará a fines de año \$ 2 118 mil millones.

d/ Si bien a efectos del modelo se distingue entre créditos al sector agropecuario y resto del sector privado, para 1967 se supone igual incremento porcentual en ambas series.

e/ Medios de pago de particulares más depósitos de poca movilidad (excluido depósitos previos de importación) a diciembre de 1967, en porciento del producto corriente.

IV. DESCRIPCION DEL MODELO UTILIZADO

El esquema elaborado posee ciertas características que son distintas a las que pueden observarse en la mayor parte de los modelos construidos en países más desarrollados. Esto es, por supuesto, muy importante, pues demuestra que la elaboración de un modelo debe basarse en un conocimiento muy concreto de la realidad de cada país y en una identificación de los instrumentos de política fundamentales; la experiencia de modelos de otros países parece tener, pues, sólo una limitada posibilidad de aplicación.

Las ecuaciones que se comentarán constituyen, en realidad, un submodelo, ya que deberían formar parte de un sistema más completo. En este campo ya se ha avanzado determinando varias funciones. En esta sección se toma como base el modelo elaborado por W. van Rijckeghem durante el año 1965.^{1/}

El modelo distingue tres sectores de la economía: el agropecuario, el gobierno y el resto. El modelo analiza el comportamiento de ciertas variables fundamentales del sector "resto" es decir de la economía privada no agropecuaria; las variables agropecuarias aparecen, pues, como exógenas.

Las ecuaciones del submodelo son las siguientes:

	R ²	d
(1) $Z_r = 2.30 + 0.13 (B_r - v_1) + 0.22 m_{0-1/3} + 0.13 z_a$ (0.04) (0.05) (0.09)	0.81	1.74
(2) $P_r = 7.16 + 0.70 D_{-1/2} - 0.89 Z_r - 1.82 \pi_c + 0.30 v_1$ (5.85) (0.47) (0.57) (0.72) (0.26)	0.86	1.85
(3) $S_r = 3.95 + 0.68 v_1 + 0.25 v_1^{-1}$ (6.75) (0.08) (0.08)	0.87	1.99

^{1/} Model of Inflation in the Argentine Economy 1950-1963.

- Todas las variables se expresan en forma de variaciones porcentuales anuales.
- El subíndice r ("resto") indica que la variable corresponde al conjunto de sectores, excluido el agropecuario y gobierno.

Las variables endógenas son las siguientes:

- P_r Precios implícitos en el producto bruto del sector "resto".
- S_r Salario nominal medio anual, por persona ocupada, efectivamente pagado en el sector "resto".
- Z_r Producto bruto del sector "resto".

Son exógenas, en cambio:

- B_r Crédito bancario al sector "resto".
- $D_{-\frac{1}{2}}$ $0.50 (D+D_{-1})$; D es la oferta monetaria total (incluido billetes y monedas, cuentas corrientes de particulares y depósitos de poca movilidad) medida de fin a fin de año.
- π_c "Dummy variable" destinada a captar los efectos del control de precios en determinados años.
- η Salario nominal medio anual, de acuerdo a los valores de convenio, por hora, en el sector manufacturero.
- η_{-1} Idem η referido al año anterior.
- $m_{o,-1/3}$ Importaciones, excluidos los bienes de capital, rezagadas cuatro meses.
- Z_a Producto bruto del sector agropecuario.

Es fundamental tener presente que el análisis que puede formularse con ayuda del submodelo es para el corto plazo. Ello significa que no se ha considerado la influencia que en el sistema económico pueden ejercer las variables que actúan primordialmente dentro de un plazo mayor.

Como puede observarse es de forma muy global; no permite, por lo tanto, extraer conclusiones para sectores más específicos.

La función (1) de "decisión a producir" nos indica que el crecimiento del producto (no agropecuario) depende de los siguientes factores:

/1. La

1. la importación de insumos (combustibles, materias primas y productos intermedios)
2. un crecimiento del crédito para el sector (resto) privado mayor que el alza de salarios
3. la evolución del producto agropecuario.

La primera variable explicativa nos indica que ciertas materias primas, por ejemplo, son imprescindibles para elaborar determinados productos. Es evidente que el valor del coeficiente cambiará a medida que avance el proceso de sustitución de importaciones.

Una explicación posible de la influencia del producto agropecuario sería también el efecto de la disponibilidad de insumos provenientes de este sector.

Tanto el nivel de los salarios nominales como el monto del crédito al sector privado representan variables de política. En forma muy sintética puede pensarse que debe haber un crecimiento real del crédito (crédito nominal deflacionado por los salarios) para que el producto pueda crecer. En otras palabras, si se supone que se otorga un determinado aumento de salarios debe haber un incremento del crédito de la misma magnitud para que no haya un efecto negativo sobre la producción.

Finalmente, el término constante puede explicarse por un "trend" determinado por factores tales como el aumento del stock de capital, cambios tecnológicos, etc.

La ecuación de precios representa en cierto modo una combinación de elementos monetarios y estructurales que determinan el proceso inflacionario. Hay que pensar que se trata aquí de un análisis a corto plazo de los elementos que determinan o condicionan este proceso, sin que se pretenda dar una explicación de sus causas originarias.

Los determinantes del alza de precios son los siguientes:

- el cambio de la oferta monetaria
- la variación de los salarios nominales
- el aumento o decremento del producto
- la existencia de un control de precios

/Puede considerarse

Puede considerarse que la inclusión del producto entre las variables explicativas, además de una mayor utilización de la capacidad existente, puede responder a factores de tipo estructural, ya que la eliminación de estrangulamientos de este tipo actuará, en última instancia, aumentando la oferta real de bienes la que determina un alza menor de precios.

Los elementos estructurales, por supuesto, son más complejos, y para tenerlos en cuenta debidamente se requeriría un análisis más profundo. Habría que considerar factores tales como las rigideces en la oferta, la estructura de condiciones monopólicas, la insuficiente movilidad de los factores de la producción, la vulnerabilidad externa y la desigual distribución del ingreso, etc., para incluir todos los factores que inciden en el proceso inflacionario.

La formulación econométrica debe considerarse, pues, como una primera etapa en que se da mayor énfasis a conceptos que pueden ser más fácilmente medidos.

La intervención de los salarios en la determinación del nivel de precios no implica que se les atribuya el carácter de causa originaria o básica; significa simplemente que los empresarios tienden a trasladar a los precios los aumentos de salarios concedidos. Aquí también puede acotarse que las variables incluidas en la ecuación explican totalmente el proceso inflacionario. Dentro de los elementos del costo habría que compensar las variaciones en los márgenes de utilidad por parte de los empresarios.

Precisamente, para tomar en cuenta otros elementos, se utilizó también otra ecuación de precios que incluye elementos del costo (tipo de cambio y precios agrícolas).

El significativo valor del término constante puede explicarse por la presencia de expectativas (especulación, etc.) que existen cuando un país pasa por un proceso inflacionario relativamente prolongado.

A la "dummy variable" Π , le corresponde un valor de + 10 en 1953 y 1954 cuando se aplicaron los controles de precios y de - 10 en 1959 cuando se dejaron sin efecto. En los demás años toma valor 0.

/La ecuación

La ecuación (3) relaciona el salario nominal medio anual efectivamente pagado con el salario conforme a los convenios. La determinación de los salarios efectivamente pagados en función de los de convenio indica el hecho que aquéllos no dependen solamente de lo fijado en los convenios del año, sino también del año anterior. Como la suma de ambas elasticidades es de 0.93 los aumentos acordados no se trasladaron íntegramente a los salarios efectivos. Por otra parte, hay un término constante positivo lo que sugiere que, en general, los salarios efectivos en el período tendieron a crecer algo más rápido.

V. EL MODELO COMO EXPLICACION DEL PROCESO ECONOMICO
EN PAISES QUE HAN ALCANZADO CIERTO GRADO
DE DESARROLLO INDUSTRIAL Y QUE TIENEN
UN FUERTE PROCESO INFLACIONARIO

Para establecer relaciones cuantitativas que permitan vincular los instrumentos de políticas con las grandes variables económicas, deben analizarse los acontecimientos ocurridos en un período suficientemente largo como para permitir recoger una experiencia representativa pero que, por otra parte, no se aleje demasiado del momento presente como para suponer que puede utilizarse para la proyección del futuro. La aplicación concreta de dichos principios al caso real, depende del propósito de la investigación. Al tratarse de su utilización para el presupuesto económico nacional interesaban particularmente los cambios en el corto plazo; para ello el período a partir de 1950 pareció el indicado.

Para la interpretación del proceso se ha analizado, en primer lugar, los períodos en que puede subdividirse el análisis para tener así una primera impresión de las grandes líneas de acción emprendidas. Posteriormente deben analizarse las medidas fundamentales adoptadas en cada período, los objetivos buscados y los efectos alcanzados. Finalmente conviene asociar estos impactos en las magnitudes básicas de la economía con los cambios en cada uno de los principales instrumentos de política. Estos análisis inicialmente pueden realizarse en forma cualitativa, pero conviene, luego, tratar de cuantificarlos. A medida que se afirma más en la investigación y ésta se hace más cuantitativa, es necesario analizar el

/material estadístico

material estadístico disponible con mayor atención en lo que respecta a su definición exacta a su definición exacta, consistencia, etc.

En forma muy sintética puede caracterizarse el proceso cíclico en el país de referencia como de una considerable inestabilidad. En efecto, períodos de auge cíclico, como por ejemplo de 1964-65, 1960-61, fueron seguidos por caídas, algunas veces fuertes en el nivel del producto y de la ocupación. (En el cuadro número 4 se indica la evolución del producto y de los precios de 1958-66 inclusive). Ha sido particularmente intensa la evolución de este proceso en el sector industrial. (Véase el mismo cuadro).

Al mismo tiempo se registra un fuerte proceso inflacionario que no es parejo, ya que se observan aumentos muy considerables en algunos años, mientras que en otros los incrementos son sensiblemente menores.

Cuadro 4

VARIACIONES ANUALES DEL PRODUCTO BRUTO GLOBAL, DEL PRODUCTO BRUTO INDUSTRIAL Y DEL NIVEL DE PRECIOS

Año	Variaciones porcentuales		
	Producto bruto global	Producto bruto industrial	Indice costo vida
1958	5.3	7.4	31.6
1959	- 4.7	- 7.5	113.7
1960	5.9	6.3	27.3
1961	5.9	8.5	13.5
1962	- 3.3	- 7.2	28.1
1963	- 5.5	- 5.8	24.0
1964	8.5	15.1	22.1
1965	7.5	11.6	28.6

/Al tratar

Al tratar de encontrar explicaciones de este proceso cíclico surge la impresión que políticas restrictivas llevadas a cabo en varios momentos ejercieron una influencia considerable; de lo que se trata, es dar al modelo una expresión cuantitativa. Puede destacarse, además, que la política monetaria y crediticia suele desempeñar un papel de importancia crucial.

La gravitación del crédito bancario se explica si se tiene presente que la tasa de interés suele ser inferior al aumento de precios; de este modo el crédito representa, a la vez, un subsidio para los beneficiarios.

Puede pensarse que este efecto tendría su explicación en el impacto que las medidas restrictivas pudieran haber tenido sobre los componentes de la demanda. Siguiendo así la estructura de una serie de modelos elaborados en varios países, pueden hacerse ensayos con funciones tales como la de consumo e inversión. Sin embargo, aunque estas pruebas no han tenido hasta ahora el resultado esperado, particularmente en lo que respecta a la influencia de variables monetarias, no implica ello que los elementos componentes de la demanda no jueguen un papel importante, sino que con el grado de conocimiento disponible no se puede determinar las relaciones que integran el submodelo comentado sin realizar un trabajo de investigación adicional.

Se relaciona pues, directamente la restricción mayor o menor del crédito con la decisión a producir de los empresarios.

Con ello no se hace otra cosa que tratar de explicitar la impresión existente en la economía privada, que la falta de liquidez, es decir del necesario capital de trabajo, en muchas oportunidades les impide seguir produciendo. Tal situación se produce cuando frente al alza de costos representados en el modelo por los salarios no se consigue crédito suficiente para compensar los mayores requerimientos de fondos.

En efecto, en varios años, aumentos de salarios superiores al crédito otorgado al sector privado (del sector resto) suele coincidir con años de caída en el producto bruto de dicho sector. (Véase el cuadro cinco.)

Cuadro 5 ^{a/}

(Variaciones porcentuales respecto al año anterior)			
Años	Salarios de convenio	Crédito al sector privado no agropecuario	Producto bruto excl. sector agropecuario
1952	28	10	- 4
1959	70	19	- 6
1962	25	12	- 4
1963	25	12	- 6

^{a/} En este cuadro se han incluido los años en que las relaciones aparecen más evidentes. En el anexo se incluyen las series completas. Hay que tener presente que las relaciones son obtenidas por procedimientos estadísticos.

De igual manera tal como puede observarse en el cuadro siguiente se produjo el efecto opuesto cuando el crédito concedido al sector privado excedía al incremento de los salarios.

Cuadro 6

(Variaciones porcentuales respecto al año anterior)			
Años	Salarios de convenio	Crédito al sector privado no agropecuario	Producto bruto excl. sector agropecuario
1955	3	23	9
1957	3	18	7
1960	18	36	8
1961	24	30	8

/Puede agregarse

Puede agregarse que los desequilibrios en el sector externo desempeñaron un papel significativo en el proceso, factor que en el modelo está representado por las importaciones. En otras palabras, las dificultades en la situación del balance de pagos han llevado a restricciones en las importaciones, lo que a su vez induce - ceteris paribus - un menor nivel del producto. Un análisis más completo tendría que considerar, tal como se ha hecho al comentar las alternativas para 1967, otras variables del sector externo en forma más explícita.

La evolución comentada puede apreciarse en el cuadro siguiente donde se observa que coinciden movimientos ascendentes o descendentes de las importaciones con cambios en igual sentido del producto del sector resto.

Cuadro 7

(Variaciones porcentuales respecto al año anterior)		
Años	Importaciones corrientes	Producto no agropecuario
1957	16	7
1958	9	5
1959	- 9	- 6
1960	6	8
1961	21	8
1962	- 15	- 4
1963	- 27	- 6
1964	32	9

Como ya se ha señalado, no se pretende que la ecuación de precios del submodelo sea suficiente para explicar el proceso inflacionario.

Por esta razón, se ha usado también la siguiente ecuación que da una explicación del proceso inflacionario con un enfoque basado en un análisis exclusivo de los elementos de costo.

$$/p = 0.479w$$

$$p = 0.479w + 0.1029t + 0.2959p_a - 0.4273q + 0.0457p_{-1} + 0.8039$$
$$(0.0765) (0.0311) (0.0527) (0.1877) (0.0476) (0.1760)$$
$$R^2 = 0.99$$

donde representan:

- p = precios implícitos en el ingreso bruto nacional
p-1 = id. correspondientes al año anterior
w = salarios efectivamente pagados por hora trabajada en el sector
manufacturero
t = tipo de cambio medio del dólar de exportación e importación
p_a = precios implícitos en el producto bruto interno a costo de
factores del sector agropecuario
q = producto bruto interno real, a costo de factores

Como tanto esta ecuación como la que forma parte del modelo explican el movimiento de los precios, puede surgir la duda del por qué de esta coincidencia. Desde un punto de vista estadístico puede sospecharse la existencia de multicolinealidad entre los cambios en la oferta de dinero y algunos elementos de costo.^{1/} Desde otro ángulo puede pensarse que los cambios en la oferta de dinero no son necesariamente la causa del alza de precios que puede darse por otros factores de tipo estructural o por elementos de costo; sin embargo, el cambio en un mismo sentido en la oferta de dinero puede ser necesario para que las otras variables puedan actuar con plena fuerza.

VI. TAREAS ADICIONALES PARA PERFECCIONAR EL PRESUPUESTO ECONOMICO

El submodelo sólo consta de tres ecuaciones y como variables de política toma la política monetaria y crediticia, de salarios y del comercio exterior en parte (importaciones). Es evidente que la complejidad de la vida económica y la diversidad de instrumentos de política no puede presentarse en una expresión tan reducida. Es fundamental también que un modelo como el descrito, tal vez debe cambiar sustancialmente cuando la política económica sufre transformaciones fundamentales, es decir, cuando surgen instrumentos nuevos.

^{1/} Para una explicación del caso chileno, véase Arnold C. Harberger, "The Dynamics of Inflation in Chile", en Measurements in Economics (in Memory of Yehuda Grunfeld), Stanford 1963, pp. 244-245.

Como se trata de un modelo para el corto plazo no se consideran relaciones importantes como el efecto de la acumulación de capital sobre el aumento del producto. Para dar otro ejemplo, la inclusión de la variable existencia del control de precios tiene por efecto actuar como limitante del alza de precios, pero no se toman en cuenta otros efectos negativos a plazo mayor.

Hasta ahora no se consideró en el modelo en forma expresa variables relativas a la política fiscal. Sin embargo, interviene el déficit financiado mediante emisión porque es parte de la oferta monetaria. En lo que respecta al instrumento "impuestos", puede argüirse que el pago de ellos puede depender en buena medida de la liquidez de las empresas.

Para determinar el producto global, como el submodelo sólo nos da el producto privado no agropecuario, debe estimarse fuera del modelo el producto de los sectores primarios y del gobierno.

Estas indicaciones generales ponen en evidencia la necesidad de tratar de complementar la experiencia cristalizada en el modelo por nuevas observaciones e investigaciones de las interrelaciones que pueden presentarse entre variables. En una primera etapa esto puede traducirse en la consideración de elementos que complementan, o en algunos casos sirven, para ajustar las conclusiones del modelo. En este sentido la aplicación práctica para la presentación de alternativas de política que se comentará en el próximo punto puede servir de ilustración. Así, por ejemplo, se ha tenido en cuenta especialmente el efecto de las devaluaciones sobre el nivel de precios. También se ha analizado el impacto de políticas alternativas sobre el saldo de la balanza comercial, y el nivel de las inversiones extranjeras.

Como tarea para un plazo mayor se podría pensar en trabajos tendientes a ampliar el modelo. En especial se considera que el enfoque del submodelo, que en esencia consiste en un enfoque basado en la oferta, debería complementarse con una consideración especial de los componentes de la demanda global. En esta dirección convendría avanzar en la elaboración de funciones de consumo, inversión y de importaciones.

/Al determinar

Al determinar funciones de este tipo, muchas relaciones significativas para la política económica se harían más explícitas. En lo que respecta a los instrumentos del campo fiscal, la compra de bienes y servicios (gastos públicos excluyendo pagos de transferencias) aparecería como variable exógena determinando, conjuntamente con las otras formas de su utilización, el ingreso nacional. Por su parte, los impuestos indirectos y pagos de transferencia deberían incidir en la determinación del producto bruto a precios de mercado, mientras que los impuestos directos actuarían en la estimación del ingreso personal y, por lo tanto, en la función de consumo. Un tratamiento más completo del campo fiscal debería considerar, además, la política de precios y tarifas de las empresas públicas y la política de recaudación y control de la evasión impositiva.

Los movimientos del balance de pagos también deberían aparecer en forma más explícita. Además de las importaciones de bienes de consumo e intermedios habría que analizar las de bienes de capital. Habría que considerar también las variaciones de las exportaciones ^{1/} y los movimientos compensatorios y autónomos de la cuenta capital.

Si se pudiera completar este esquema se tendría dos submodelos. Uno basado en la demanda y el otro con énfasis en la producción. Habría que determinar una función de ajuste que resuelva los desequilibrios que pueden presentarse entre oferta y demanda (por ejemplo, por variaciones en los precios o movimientos en los inventarios).

En el apéndice se ha incluido un esquema que sintetiza las interacciones principales que existen en la economía como la descrita. A tal fin se ha complementado las relaciones determinadas mediante el submodelo con otras, algunas de las cuales ya se han podido estimar.

^{1/} Se podría pensar en la posibilidad de determinar el valor de las exportaciones primarias como variables endógena. Para ello se usarían la las producciones de bienes exportables (del sector agropecuario) y el consumo de esta clase de bienes como variables explicativas, en caso que el consumo interno absorbe una parte importante de la producción de estos bienes exportables.

Si abandonamos el campo macroeconómico y nos internamos en los aspectos de tipo sectorial o ramas específicas, son remotas las posibilidades de construir modelos suficientemente elaborados como para incluir un número grande de divisiones.^{1/} Los caminos que se abren en este punto deberán ser distintos, al menos en lo inmediato; hay que esperar la posibilidad de utilizar informaciones directas para conocer los movimientos principales en los distintos sectores.

VII. VENTAJAS DEL PLANTEO INDICADO EN COMPARACION CON OTROS PROCEDIMIENTOS

Antes de introducirse la metodología del presupuesto económico, los presupuestos monetarios que preparan las autoridades monetarias seguían un procedimiento que se basaba en una aplicación de la versión simple de la teoría cuantitativa.

Se presentaban alternativas distintas según la política de precios y salarios y monetaria supuesta. Se hacían estimaciones de la evolución de los precios y salarios; luego, en forma totalmente independiente se hacían proyecciones del producto bruto. Sumando las variaciones del producto real y de los precios se determinaban los cambios que deberían producirse en la oferta de medios de pago aplicándose la ecuación cuantitativa, suponiendo constante la velocidad de circulación. Como puede apreciarse en el cuadro siguiente, el supuesto de la constancia de la velocidad no corresponde a la experiencia efectiva de la economía tal como surge de la experiencia de muchos países de América Latina. Es evidente, pues, que no tener en cuenta esta realidad puede llevar a serios errores.

En efecto, tal como se ha determinado en las ecuaciones del modelo, la oferta de dinero influye en la variación del nivel de precios y una componente de la misma, el crédito al sector privado, influye en el nivel del producto.

^{1/} La técnica de insumo-producto, sin embargo, permite un análisis bastante detallado en lo que respecta a la discriminación de sectores productivos.

Cuadro 8

COEFICIENTE DE LIQUIDEZ, 1950-1966

Año	Coeficiente de liquidez ^{a/}	
	Nivel	Variación porcentual
1950	41.7	
1951	35.0	- 16.2
1952	33.7	- 3.7
1953	36.4	8.0
1954	38.4	5.6
1955	37.3	- 2.8
1956	35.2	- 5.5
1957	32.4	- 7.9
1958	28	- 12.8
1959	21.6	- 23.7
1960	21.62	0.1
1961	21.5	- 0.8
1962	19.9	- 7.3
1963	19.7	- 1.1
1964	20.3	3.2
1965	19.9	- 1.7
1966	20.1	0.6

^{a/} Oferta monetaria total en por ciento del PBI a precios corrientes. Las cifras de oferta monetaria figuran en promedios anuales.

/Al no

Al no considerar estos efectos se llegaría a estimaciones equivocadas en el nivel de precios y del producto, si se supone se cumpla la hipótesis sobre cambios en la oferta monetaria. Si, por el contrario, se deseara se cumplieran los objetivos en lo que respecta a producto y precios, debería modificarse la estimación de la oferta monetaria.

VIII. LAS IMPLICACIONES DEL PRESUPUESTO ECONOMICO PARA LA PLANEACION DEL DESARROLLO

Si se supone que existe un plan de desarrollo de mediano plazo, el problema fundamental consiste en asegurar se vayan cumpliendo año a año los objetivos concretos que permiten la implementación concreta del plan. Precisamente ésta es una de las finalidades básicas del presupuesto económico.

En un sentido macroeconómico el análisis de las tres alternativas demuestra claramente la forma como puede vincularse el problema del crecimiento global con el tratamiento del problema cíclico. En efecto, en el modelo se determina, por una parte, las tasas de crecimiento del producto y, por otra, el aumento del nivel de precios. Tal como surge de los comentarios acerca de las alternativas de política, se ha tratado, además, de indicar los efectos que resultarán con respecto a la inversión global, la afluencia de capital extranjero y la formación de capital en el sector público.

El desarrollo económico exige naturalmente transformaciones estructurales que deberán acompañar el crecimiento global de ciertas variables básicas. Estas transformaciones en buena medida requieren cambios en la estructura productiva de un país.

Por esta razón el presupuesto económico no debe reducirse a un análisis global, sino que habrá de analizar el crecimiento de los sectores o ramas industriales. En el presupuesto económico de tipo previsional que puede elaborarse mediante encuestas y otros procedimientos (consultas a expertos, análisis de interrelaciones hacia adelante y hacia atrás), se hacían pronósticos de la probable evolución de sectores, grupos o ramas industriales. Las estimaciones pertinentes se comparan con las metas del plan para que el gobierno pueda adoptar las medidas necesarias para asegurar la implementación de dichas metas.

/En los

En los cuadros puede apreciarse el tipo de comparación que puede prepararse con esta finalidad.

Es evidente que esta clase de previsiones pueden ser de suma utilidad para permitir a los responsables de la política utilizar los instrumentos del campo monetario y financiero para la ejecución de los planes de desarrollo.

Cabe agregar también que comparaciones similares a las ilustradas por los cuadros, pueden prepararse para las exportaciones analizando los productos principales destinados al mercado externo y los ingresos y egresos del sector gobierno.

Cuadro 9

COMPARACION DE LOS NIVELES DE PRODUCCION PREVISTOS EN EL PLAN DE
DESARROLLO Y EN EL PRESUPUESTO ECONOMICO NACIONAL AÑO 1965

	Indices de producción Base 1960 = 100		Variaciones porcentuales de 1965 respecto a 1964	
	Presupuesto económico nacional	Plan de desarrollo	Presupuesto económico nacional	Plan de desarrollo
1. Agropecuario y pesca	111.3	113.0	4.5	5.9
2. Canteras y minas	158.4	169.8	11.1	19.1
3. Industrias manu- factureras	121.1	120.6	10.8	9.8
4. Construcciones	107.8	106.4	7.6	6.2
5. Comercio	109.4	109.3	8.3	8.3
6. Transporte y almacenaje	107.0	107.2	5.2	5.4
7. Comunicaciones	103.3	108.1	5.6	10.5
8. Electricidad, gas y agua	184.4	174.4	18.2	11.9
9. Bancos, seguros y otros servicios financieros	109.6	112.3	0.2	2.7
10. Vivienda	105.2	104.5	2.1	1.5
11. Gobierno	101.1	100.9	0.1	-
12. Otros servicios	110.1	109.0	2.1	1.1
<u>Total</u>	<u>114.1</u>	<u>114.5</u>	<u>7.0</u>	<u>7.1</u>

Cuadro 10

COMPARACION DE LOS INDICES DE VOLUMEN FISICO DEL SECTOR
INDUSTRIA MANUFACTURERA

	Índice de volumen físico Base 1960 = 100		Variaciones porcentuales de 1965 respecto a 1964	
	Presupuesto económico nacional	Plan de desarrollo	Presupuesto económico nacional	Plan de desarrollo
Alimentos y bebidas	108.6	111.3	3.9	2.0
Tabaco	117.6	112.7	3.9	1.7
Textiles	108.5	103.6	12.9	7.8
Confecciones	99.9	105.5	15.4	22.0
Madera	101.7	92.6	13.6	6.8
Papel y cartón	151.8	154.1	15.0	18.5
Imprenta y publicaciones	111.9	111.7	14.0	17.5
Productos químicos	124.1	127.1	15.9	20.2
Derivados del petróleo	136.4	138.6	5.1	8.7
Caucho	135.5	126.7	8.9	5.2
Cuero	89.6	91.1	10.9	12.7
Piedras, vidrio y cerámica	111.3	115.0	12.3	17.1
Metales	169.6	161.1	15.8	9.3
Vehículos y maquinaria	128.8	133.9	10.3	14.8
Maquinarias y aparatos eléctricos	111.2	120.1	19.2	28.7
Varios	122.1	104.9	10.8	- 3.8
Industria artesanal	95.8	92.8	3.0	- 0.2
<u>Total</u>	<u>121.1</u>	<u>120.6</u>	<u>10.8</u>	<u>9.8</u>

IX. CONSIDERACION ESPECIAL DE LA OCUPACION Y DE LA DISTRIBUCION DEL INGRESO

En los puntos anteriores se ha hecho referencia a los efectos que distintos tipos de política tienen sobre el nivel de la ocupación. Considerando la situación coyuntural del momento se estimó que un mayor crecimiento del producto global tendería por consecuencia también una mayor ocupación.

La situación del empleo puede analizarse con mayor detalle en los presupuestos económicos de tipo previsional. En el cuadro 11 puede apreciarse las estimaciones que es dable efectuar con tal finalidad.

De igual modo en el presupuesto exploratorio se toma el salario real como índice de la distribución del ingreso. En los presupuestos previsionales se realizaban estimaciones más detalladas como puede observarse en los cuadros 12 y 13.

X. CONCLUSIONES

Del análisis realizado, se pueden extraer algunas conclusiones que se sintetizan a continuación.

1. La metodología del presupuesto económico es un instrumento de análisis importante para perfeccionar el planteo, la coordinación y ejecución de la política económica.
2. Parece conveniente elaborar dos tipos de presupuesto económico: uno de tipo previsional y otro de carácter exploratorio.
3. En el presupuesto económico nacional exploratorio deben analizarse alternativas de política tratando que esta formulación se haga en forma cuantitativa.
4. Modelos cuantitativos - econométrica o de simulación - son muy convenientes para esta finalidad. En algunos casos puede convenir agregar otra clase de información complementaria de los resultados extraídos directamente del modelo.
5. El modelo simple como el descrito anteriormente permite estimar la influencia de determinados instrumentos de la política, especialmente del campo monetario y crediticio, tanto sobre el producto como sobre el nivel

/de precios

de precios. Para lograr una formulación ordenada de esta clase de política, parece fundamental contar con algún método que indique los efectos que pueden esperarse de políticas alternativas.

6. La aplicación del modelo puede complementarse con una serie de análisis basados en elementos extraídos del presupuesto económico.

7. En el caso hipotético a que se refiere este documento podría resultar la recomendación de adoptar una política determinada que tratara de impedir una detención en el proceso de crecimiento.

8. Los análisis de tipo global deben ser complementados por enfoques sectoriales o microeconómicos, porque el desarrollo económico exige cambios en la estructura productiva que deben ser tenidos en cuenta.

9. De igual modo, surge la conveniencia de agregar análisis particulares sobre la distribución del ingreso y la ocupación. Por supuesto podría hacerse lo mismo en lo que concierne a la situación del balance de pagos.

10. Se cree que métodos como los descritos tienen ventajas sobre procedimientos más simples, como los que se basan en una formulación simple de la teoría cuantitativa.

Cuadro 11

ESTIMACION DEL NUMERO DE OCUPACIONES EN LA POSICION ASALARIADOS
POR SECTORES DE ACTIVIDAD, PERIODO 1963/1965. a/.....

Sectores de actividad	Miles de ocupaciones asalariadas			Variaciones porcen- tuales anuales	
	1963	1964	1965	1964	1965
Agropecuario y pesca	2 738	2 752	2 762	0.4	0.4
Industria manufacturera	5 708	5 926	6 206	3.8	4.7
Construcciones	1 251	1 337	1 418	7.0	6.1
Comercio	1 753	1 811	1 902	3.4	5.0
Gobierno general	3 042	3 049	3 052	0.3	0.1
<u>Subtotal</u>	<u>14 492</u>	<u>14 875</u>	<u>15 340</u>	<u>2.6</u>	<u>3.1</u>
Sectores restantes	5 422	5 630	5 793	3.8	2.9
<u>Total</u>	<u>19 914</u>	<u>20 505</u>	<u>21 133</u>	<u>3.0</u>	<u>3.1</u>

a/ Los totales pueden no coincidir con la suma o producto de parciales, por efectos del redondeo en las cifras.

Cuadro 12

ESTIMACION DE LAS REMUNERACIONES MEDIAS DE ASALARIADOS, POR SECTORES DE ACTIVIDAD
PERIODO 1963-1966

Sectores de actividad	Remuneración media anual (miles de unidades monetarias del país)					Variación de la remuneración media anual (porcentajes respecto al año anterior)			
	1963	1964	1965	1966 A	1966 B	1964	1965	1966 A	1966 B
Agropecuaria y pesca	69.0	111.2	168.9	221.3	234.8	61.2	51.9	31	39
Industria manufacturera	118.2	170.0	247.2	304.1	318.9	43.8	45.4	23	29
Construcciones	113.5	146.8	202.9	235.4	255.7	29.3	38.2	16	26
Comercio	99.6	159.4	216.8	258.0	277.5	60.0	36.0	19	28
Gobierno general	137.2	187.6	261.0	308.0	321.0	36.7	39.1	18	23
<u>Subtotal</u>	<u>110.2</u>	<u>159.4</u>	<u>227.9</u>	<u>277.8</u>	<u>293.2</u>	<u>44.9</u>	<u>42.9</u>	<u>21.7</u>	<u>28.5</u>
Sectores restantes	101.0	146.3	209.1	254.5	268.7	-	-	-	-
<u>Total</u>	<u>107.7</u>	<u>156.1</u>	<u>229.1</u>	<u>271.5</u>	<u>286.7</u>	<u>44.9</u>	<u>42.9</u>	<u>21.7</u>	<u>28.5</u>

Hipótesis A: En base a un aumento de los convenios del 15 por ciento.

Hipótesis B: En base a un aumento de los convenios del 25 por ciento.

Cuadro 13

ESTIMACION DE LA RELACION PORCENTUAL DE LOS SUELDOS
Y SALARIOS RESPECTO AL INGRESO NETO NACIONAL

(En miles de millones de unidades monetarias del país)

Año	Ingreso neto nacional	Monto de salarios	Salarios respecto al ingreso neto nacional (porcentajes)
1961	3 497	1 476	42.2
1962	4 399	1 808	41.1
1963	5 330	2 143	40.2
1964	7 275	3 165	43.5
1965	10 000	4 630	46.3
1966 A	13 480	5 783	42.9
1966 B	13 480	6 106	45.3

Ingreso nacional 2 932.6

Ingreso público 557.2 - 19 por ciento

Hipótesis A: En base a un aumento de los convenios del 15 por ciento.

Hipótesis B: En base a un aumento de los convenios del 25 por ciento.

a/ Excluido el aporte patronal a las Cajas de jubilaciones.

/Cuadro 14

Cuadro 14

INGRESOS Y GASTOS DEL GOBIERNO GENERAL

(En miles de millones de unidades monetarias del país)

	1965 ^{a/}	1966	Incrementos porcentuales
1. INGRESOS CORRIENTES	<u>1 900.0</u>	<u>2 740.5</u>	<u>44.3</u>
a) Ingresos provenientes de propiedades y empresas	28.1	30.3	7.8
b) Impuestos indirectos	996.1	1 536.4	54.3
c) Impuestos directos	291.3	413.5	42.0
d) Aportes jubilatorios	582.4	758.3	30.2
e) Otras transferencias corrientes de unida- des familiares	2.1	2.0	- 4.7
2. GASTOS CORRIENTES	<u>1 863.3</u>	<u>2 424.0</u>	<u>30.1</u>
a) Gastos de consumo	1 027.6	1 331.7	29.6
b) Subsidios	186.9	216.0	15.6
c) Intereses de la deuda pública	45.8	49.0	6.9
d) Transferencias corrien- tes a las unidades familiares	603.0	827.3	37.2
3. AHORRO	<u>36.7</u>	<u>316.5</u>	

a/ Cifras provisionales

Cuadro 15

VARIACIONES PORCENTUALES EN EL INDICE DEL
NIVEL DE VIDA

(Comparación de los promedios anuales)

	Ponderación	1965/4	1964/3	1963/2	1962/1	1961/60
<u>Nivel general</u>	<u>100.0</u>	<u>28.6</u>	<u>22.1</u>	<u>24.0</u>	<u>28.1</u>	<u>13.7</u>
Alimentación	59.2	27.9	26.8	22.9	28.7	10.4
Indumentaria	18.7	28.7	19.7	25.0	23.5	23.1
Gastos generales	13.1	31.9	15.6	33.9	34.8	19.6
Menaje	3.9	29.4	11.2	15.6	29.4	11.1
Alojamiento	5.1	25.4	2.4	9.5	8.0	4.5

Cuadro 16

EVOLUCION DEL INDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR
 (En incrementos porcentuales respecto al período anterior)

	Bienes Nacionales							
	Nivel general	Bienes Agropecuarios						
		Total	Total	Produc. vegetal	Produc. animal	Pesca	No agropecuarios	Bienes importados
1963	<u>28.7</u>	<u>29.0</u>	<u>35.1</u>	<u>31.7</u>	<u>40.3</u>	<u>37.9</u>	<u>26.3</u>	<u>21.9</u>
1964	<u>26.2</u>	<u>26.7</u>	<u>28.2</u>	<u>9.9</u>	<u>54.0</u>	- <u>0.9</u>	<u>26.0</u>	<u>13.9</u>
1965 (9 pr. meses)	<u>22.9</u>	<u>22.6</u>	<u>7.7</u>	- <u>7.2</u>	<u>23.0</u>	- <u>2.9</u>	<u>29.9</u>	<u>29.1</u>
Enero	3.1	3.1	1.5	- 2.0	4.5	- 0.3	3.8	2.5
Febrero	3.8	3.8	6.3	7.2	5.6	11.6	2.3	3.6
Marzo	1.1	1.1	- 1.8	- 1.6	- 2.0	- 5.1	2.3	1.6
Abril	0.6	0.5	- 2.8	- 4.2	- 1.7	- 5.2	1.9	3.5
Mayo	4.0	3.8	2.4	2.3	2.5	- 1.3	4.4	9.6
Junio	3.8	4.0	4.4	—	7.5	0.9	3.8	—
Julio	5.1	5.3	6.6	0.7	11.3	18.1	4.8	0.8
Agosto	1.9	1.9	2.2	3.7	1.2	- 1.4	1.8	1.2
Septiembre	- 0.6	- 0.7	- 0.4	10.1	- 7.7	3.2	- 0.8	1.9

Cuadro 17

RESUMEN DE LAS ALTERNATIVAS CONSIDERADAS.

1. Hipótesis ^{a/}

Alter- nativa	Oferta mone- taria	Financia- miento ban- carío del déficit	Crédito al sector resto	Salarios de convenios	Impor- taciones corrientes	Devaluación
1	15	170	14.5	15	5	aguda
2	15	170	14.5	15	5	muy aguda
3	15	170	14.5	30	- 2	aguda
4	15	170	14.5	30	- 2	muy aguda
II.5	15	256	10.5	15	3	aguda
6	15	256	10.5	20	0	aguda
7	15	256	10.5	25	- 2	aguda
I.8	15	256	10.5	30	- 4	aguda
9	20	375	12.3	10	7	compensatoria
10	25	375	19.8	15	9	compensatoria
11	25	375	19.8	20	5	compensatoria
III.12	30	375	27.4	20	10	compensatoria
13	30	409	25.8	20	9	compensatoria
14	30	409	25.8	25	6	compensatoria
15	30	409	25.8	30	3	compensatoria
16	35	409	33.2	30	7	compensatoria

^{a/} En incrementos porcentuales respecto del año anterior, salvo para el financiamiento bancario del déficit, que figura expresado en miles de millones.

I., II., III. Alternativas fundamentales comentadas en el texto en ese orden.

Cuadro 18

RESUMEN DE LAS ALTERNATIVAS CONSIDERADAS

II. RESULTADOS

(En incrementos porcentuales respecto del año anterior)

Alternativa	Producto del sector resto	Producto total	Precios del sector resto	Salarios efectivos	Salario real	
	1	1.7	1.9	23.0	25.1	1.7
	2	1.7	1.9	27.1	25.1	- 1.6
	3	- 0.9	-	28.1	33.3	4.1
	4	- 0.9	-	33.0	33.3	0.2
II.	5	0.9	1.3	23.6	25.1	1.2
	6	-	0.6	25.2	27.5	1.8
	7	- 0.9	-	26.9	30.3	2.7
I.	8	- 1.7	- 0.6	28.6	33.3	3.7
	9	2.0	2.1	19.6	23.7	3.4
	10	3.0	2.8	20.6	25.1	3.7
	11	1.9	2.0	22.1	27.5	4.4
III.	12	3.6	3.3	22.2	27.5	4.3
	13	3.3	3.0	22.4	27.5	3.0
	14	2.3	2.3	23.9	30.3	5.2
	15	1.3	1.6	25.4	33.3	6.3
	16	2.8	2.7	25.7	33.3	6.0

I., II., III. - Alternativas fundamentales, comentadas en el texto en ese orden.

Cuadro 19
BALANCE DE PAGOS 1967
(Millones de dólares)

Rubros	Alternativas		
	I	II	III
A. <u>Cuenta Corriente</u>	<u>876</u>	<u>603</u>	<u>300</u>
1. Balance comercial	<u>1 602</u>	<u>1 329</u>	<u>1 026</u>
a) Exportaciones	5 063	5 029	4 995
b) Importaciones	3 461	3 700	3 969
i) Corrientes	(2 806)	(3 011)	(3 215)
ii) Bienes de capital	(655)	(689)	(754)
2. Invisibles	- 726	- 726	- 726
B. <u>Cuenta capital</u>	- <u>753</u>	- <u>719</u>	- <u>685</u>
1. Sector privado	- <u>24</u>	<u>10</u>	<u>43</u>
a) Egresos	- 634	- 634	- 634
b) Ingresos	610	644	678
2. Sector público	- <u>729</u>	- <u>729</u>	- <u>729</u>
a) Egresos	-1 107	-1 107	-1 107
b) Ingresos	378	378	378
C. <u>Saldo antes de la compensación</u>	123	- 116	- 385

Cuadro 20

SERIES ESTADISTICAS
(Variaciones porcentuales)

Año	Inversión Bruta	Z _r	m _{o,-1/3}	P _r	Z (producto bruto)	B _r	M	Z _a	D _{-1/2}	TT	w	P _a
1951	14	3	8	30	4	36	19	6	19	0	- 6	54
1952	- 12	- 4	- 15	24	- 6	10	28	- 14	15	0	2	20
1953	- 1	2	- 26	4	6	11	4	29	18	1	4	17
1954	1	6	27	9	5	21	17	0	20	1	8	3
1955	11	9	30	13	7	23	3	4	17	0	2	6
1956	5	3	- 2	19	2	28	37	- 5	19	0	- 3	32
1957	12	7	7	22	5	18	3	- 1	17	0	0	29
1958	2	5	11	36	5	31	47	4	29	0	12	35
1959	- 10	- 6	- 3	95	- 5	19	70	- 1	39	- 1	- 17	133
1960	38	8	1	20	6	36	18	0	31	0	7	12
1961	13	8	16	15	6	30	24	- 1	23	0	9	- 3
1962	- 6	- 4	- 3	27	- 3	12	25	0	13	0	- 6	41
1963	- 15	- 6	- 23	22	- 5	12	25	0	21	0	- 6	36
1964	6	9	12	24	9	24	32	10	37	0	17	45

INST/S.1/L.14

EXPERIENCIA CHILENA EN 1967 DESTINADA A ESTABLECER LAS BASES
PARA UN PLAN OPERATIVO

por

Cristián Ossa

En nuestro país a la altura de agosto de cada año se envía al Parlamento el presupuesto de entradas y gastos que fija el ámbito de acción del gobierno en cuanto a ingresos y egresos tanto corrientes como de capital. Posteriormente, a la altura de noviembre, el Ministro de Hacienda efectúa ante el Parlamento la Exposición de la Hacienda Pública en la cual resume los avances y retardos observados en la evolución económica reciente y explicita la política monetaria y crediticia de Comercio Exterior, de endeudamiento externo, de remuneraciones, de precios y de gastos que el Gobierno se propone implementar en el año siguiente. Prácticamente, en esta instancia queda definido qué parte de las metas de mediano plazo van a hacerse realidad en los próximos doce meses. Esto deriva del hecho que la inversión pública directa e indirecta financia del orden del 60 por ciento de la inversión total, o sea que decidido el nivel y estructura de inversión pública se conoce más de la mitad del destino de la inversión del país. El resto de la inversión está financiado fundamentalmente por depreciaciones y utilidades netas distribuidas en el caso de sociedades nacionales y por aportes netos de capital en el caso de inversiones extranjeras directas; el endeudamiento neto directo del sector privado con el exterior no tiene una importancia considerable.

Ahora bien, la exposición de la hacienda pública hace explícita la política tributaria, lo cual permite detectar el orden de magnitud que alcanzarán las utilidades después de impuestos. Como además se conoce en forma bastante aproximada el comportamiento respecto a la reinversión de las mismas, tiene sentido decir que en esa exposición queda configurada la parte del cumplimiento de los objetivos de mediano plazo en el curso del año siguiente.

Si esto es así, es importante preguntarse cuáles son los antecedentes que conducen a la elaboración del presupuesto y decisiones políticas explicitadas en la exposición de la hacienda pública que dicen relación con el cumplimiento de las metas de mediano plazo en cada año.

Como ya dijimos el presupuesto se presenta al Congreso a la altura de agosto. En los meses anteriores se han estado elaborando los antecedentes para dicho presupuesto, y dentro de esta elaboración hay un proceso que es el paso más importante en relación con las decisiones globales. Se trata

/de lo

de lo que hemos denominado en forma bastante ambiciosa, por cierto, plan operativo. En efecto, esto no pasa de ser un esbozo de lo que debiera ser un plan de este tipo.

De todos modos, mi impresión es que es conveniente relatar la última experiencia a este respecto. A fines de mayo de 1967, se formó un grupo de trabajo permanente, que durante un mes se dedicaría exclusivamente a elaborar los antecedentes para la formulación del programa operativo. Este grupo quedó conformado por el economista francés Francois Le Guay, un director del Banco Central, quien a su vez era asesor económico de la Presidencia y del Ministerio de Economía, el Jefe del Departamento Estudios del Banco Central, el Jefe del Departamento de Programación Presupuestaria de la Dirección del Presupuesto y el Jefe del Departamento de Planificación de la Oficina de Planificación Nacional; todos en carácter de full-time. Como a excepción de Le Guay, los otros cuatro miembros tenían rangos ejecutivos en sus respectivas instituciones, la información necesaria fluyó rápidamente y sin inconvenientes. Prácticamente a las dos semanas y media de trabajo se pudo contar con los siguientes estudios:

1. Situación económica en 1966 y perspectivas para 1967 y 1968, basado en cuentas nacionales preliminares y otros antecedentes adicionales.
2. Balanza de Pagos 1966, 1967 y perspectivas 1968.
3. Situación fiscal en 1967 y perspectivas para 1968.
4. Proceso de estabilización en 1967 y perspectivas para 1968, principalmente política de remuneraciones.
5. Situación monetaria en 1967 y perspectivas para 1968.

Estos documentos fueron analizados por el grupo de trabajo y cuando se hubo alcanzado un consenso satisfactorio respecto a la interpretación de la situación presente y a las perspectivas en los próximos dieciocho meses, se llevó dicha información para una discusión a alto nivel con participación del Ministro de Hacienda quien era a su vez el Presidente del Banco Central, del Director del Presupuesto, del Director y Subdirector de la Oficina de Planificación y del Vice-presidente del Banco Central.

La primera discusión a alto nivel debía servir fundamentalmente para lograr consenso en cuanto a la interpretación de la realidad económica en ese momento y proponer límites en los que debía encuadrarse la política del próximo año. Fue así como de esta primera discusión surgió la conveniencia

/de agregar

de agregar nueva información a la ya proporcionada para satisfacer interrogantes sobre ciertos puntos aún no totalmente claros. Sin embargo, de todos modos estas aclaraciones parecían no incidir fundamentalmente en las decisiones y se proporcionaron las cotas en base a las cuales debían proponerse las alternativas de políticas. Esto permitió formular las principales alternativas en un lapso de dos semanas, lapso después del cual fue devuelto al grupo de alto nivel para una decisión definitiva. Dicha decisión se reflejó oportunamente en el proyecto de presupuesto. Por supuesto, estos mismos antecedentes sirvieron de base a la exposición de la hacienda pública, alterados sólo en aquellos casos en que el paso de los tres meses que median entre agosto y noviembre significó un cambio importante en alguna variable.

Volviendo atrás sería conveniente referirme al contenido de cada uno de los documentos que conforman el conjunto de antecedentes.

El primero que se refiere a la situación económica del año anterior y del presente año, contiene un análisis del crecimiento del producto geográfico bruto en términos reales y nominales, de sus componentes, del crecimiento por rama de actividad, de las variaciones en la tasa de ocupación, de la generación ahorro por sectores institucionales y del nivel de inversiones desglosado en moneda nacional y extranjera en cada uno de ellos. Este documento es elaborado en ODEPLAN ^{1/} empleando diversos indicadores económicos.

La situación de 1968, desde el punto de vista de la capacidad productiva, es analizada utilizando un modelo de programación de mediano plazo elaborado por ODEPLAN. Como en dicho modelo la función de producción se calcula sin hacer consideración del nivel de empleo, se obtiene información de las encuestas sobre ocupación y desocupación para analizar la situación del empleo y ver si existen restricciones al crecimiento por este concepto.

Los antecedentes referentes a la balanza de pagos son elaborados en forma conjunta entre ODEPLAN y el Banco Central, haciendo consideración especial para el año siguiente de los objetivos de mediano plazo en lo referente a la política de comercio exterior y de la política de endeudamiento externo. La situación del año en curso está prácticamente dada en

^{1/} Oficina de Planificación Nacional.

cuanto a nivel de importaciones y Exportaciones a la altura de Junio. Para el próximo año, el nivel de importaciones se calcula a través de funciones de importación por grupo de bienes y las exportaciones se estiman en base a un conocimiento de las posibilidades de oferta de bienes exportables y de las condiciones del mercado internacional para dichos bienes.

La situación fiscal del año en curso se estima en base a los antecedentes ya recogidos por la Tesorería y a una previsión para el segundo semestre. Para el año siguiente, los ingresos corrientes son calculados a través de funciones y se hace una estimación de ingresos de capital. Los gastos, que son uno de los reflejos económicos más importantes de la política de Gobierno, se distribuyen de acuerdo a las asignaciones implícitas en los programas ya aprobados y se analiza cual es el impacto económico, de oferta y de demanda, que ellos implican. Si se detecta que el impacto de demanda no es suficiente para aprovechar la capacidad instalada o que es excesivo para el programa de estabilización, se advierte al comité de alto nivel para que consideren la situación y decidan el marco en que finalmente se encuadrarán los gastos, y de donde vendrá el financiamiento finalmente requerido.

El documento relativo al proceso de estabilización analiza las presiones inflacionarias de demanda y de costo que podrían desarrollarse en el curso del año y prevé cual será la tasa de inflación al completarse el año calendario. Esta tasa se compara con el crecimiento previsto de los índices de precios al consumidor y al por mayor de forma de analizar que implica, en términos de una posible inflación reprimida, la política de control de precios.

Tomando esto como base y utilizando un modelo de inflación de costos que incorpora como variables independientes el reajuste de remuneraciones, la variación del tipo de cambio y del pago al factor capital ambos en términos reales y el aumento de productividad, se calcula la tasa mínima de inflación para el próximo año. (Esta tasa se denomina mínima, pues si existen presiones de demanda que superan a las presiones de costo lo más probable es que dicha tasa sea sobrepasada.) Esta tasa es la que se utiliza para las proyecciones en términos nominales.

/El informe

El informe que se refiere a la situación monetaria, estudia la situación de oferta y demanda por liquidez del sector privado como asimismo el volumen de crédito del sistema monetario al sector público y privado programado para el año en curso. Para el año siguiente, utilizando una función de demanda por activos líquidos, que considera como variables independientes el producto geográfico bruto y la tasa esperada de variación en los precios, se estima cual es el nivel que debiera alcanzar en términos reales el dinero en poder del sector privado. Dicho nivel se infla por el crecimiento en los precios derivado de la inflación de costos, obteniendo así las necesidades de oferta monetaria. La diferencia entre esta oferta y la estimada a fines del año 1967, permite conocer cual será el volumen de ahorro que por este concepto captará el sistema monetario. La parte de este ahorro que va a ser utilizada por el sector fiscal, se programa haciendo consideración del exceso de gastos sobre ingresos fiscales, incluyendo en dichos ingresos los préstamos externos a utilizar por dicho sector en ese año.

Finalmente quisiera referirme a algunos aspectos del trabajo que se presenta como anexo a esta exposición. En dicho trabajo, "Política monetaria y programación del desarrollo económico", se calcula una función de demanda por activos líquidos reales por parte del sector privado. Dicha función es más bien una relación de largo plazo y, como se expresa en el trabajo, sirve para estimar con qué financiamiento puede contar el gobierno si toma decisiones con respecto a la tasa de crecimiento del PGB y ritmo de disminución del proceso inflacionario. En la práctica, cuando se trata de trabajar con plazos más cortos, aún cuando los parámetros mantengan el sentido direccional es probable que varíe significativamente su magnitud. Debido a esto, en el Banco Central se ha estudiado la relación para períodos aún más cortos que el año, es decir, períodos trimestrales.

Junto con estos avances también se han considerado desplazamientos debido a cambios estructurales importantes. Es así como aún cuando ni la elasticidad costo, ni la elasticidad ingreso se han visto muy afectadas por consideraciones de corto plazo, el coeficiente de posición ha sido alterado por tres razones fundamentales:

/1. Supresión

1. Supresión del sobregiro, lo cual ha obligado a personas y empresas a mantener una mayor cantidad de activos líquidos.
2. La monetización del sector agrícola debido a la forma de pago en dinero en vez de pago en especies como parte del salario.
3. La redistribución funcional del ingreso. Esto ha implicado en los últimos tres años, un aumento casi insignificante del pago a la unidad de factor capital en términos reales, mientras se observa un aumento superior al 20 por ciento en la remuneración al factor trabajo.

Por último, cabe considerar un aspecto que en el caso del cálculo de la función de demanda de largo plazo no tiene gran trascendencia, pero sí la tiene cuando se trata de funciones de corto plazo. Se trata del rezago de los efectos del exceso o déficit de liquidez sobre el nivel de precios o del producto. Desgraciadamente dicho rezago es difícil de cuantificar, pero esto no le hace perder su importancia, no sólo desde el punto de vista de los trabajos empíricos sino que también cuando consideramos la formulación y aplicación de la política monetaria.

INST/S.1/L.6

ALGUNOS ASPECTOS DE LA PROGRAMACION FINANCIERA

por

Juan M. Brcich

ALGUNOS ASPECTOS DE LA PROGRAMACION FINANCIERA

Desde hace algunos años el problema de establecer determinadas técnicas encaminadas a elaborar programas monetario-financieros de corto plazo ha venido despertando un interés creciente en los países de América Latina. El CEMLA se ha preocupado por esta cuestión y ha realizado algunos trabajos relacionados con ella que quizá puedan considerarse como una contribución positiva al tema aun cuando, sin duda, habrá siempre mucho camino por recorrer con base en la disponibilidad actual de datos. Así hemos recibido con sumo agrado la iniciativa del ILPES de organizar este seminario y apreciamos el hecho de que otro organismo que también trabaja para América Latina haya empezado a ocuparse de estos temas relacionados con el financiamiento.

En 1964 el CEMLA inició los programas de enseñanza técnica en cuentas nacionales integradas con el propósito de ayudar a la formación, en América Latina, de técnicos que trabajen en ese campo. En dichos programas, aun cuando se atribuyó la mayor importancia al estudio de los conceptos y métodos de estimación de las cuentas de producto-ingreso, se dedicó bastante tiempo a la enseñanza de las cuentas financieras como parte integrante de la contabilidad económica.

La importancia que los aspectos financieros tienen en la política económica de la región subrayaba la necesidad de estudiar las cuentas de fuentes y usos de fondos, y de insistir en la conciliación que debe existir entre tales cuentas y las de producto-ingreso, así como con las de balanza de pagos, sector público y sistema monetario.

Mediante esas enseñanzas, que permitieron analizar los aspectos contables y lograr cierta uniformidad en conceptos y métodos de cálculo, se facilitó el entendimiento entre el campo real y el campo financiero.

Los técnicos que han adquirido esta formación específica, asistiendo a dichos programas, se han interiorizado de las formas de organizar los sistemas de cuentas de fuentes y usos de fondos y estoy seguro de que se han erigido

/en fuertes

en fuertes promotores - ya con relativo éxito en algún país - de la idea de que en América Latina hay que avanzar rápidamente en la organización de dichas cuentas, que constituyen un instrumental de primera magnitud para la fijación de metas en los programas financieros y para juzgar la viabilidad de esas metas.

Las cuentas de producto-ingreso muestran el cuerpo mismo de la producción y el cambio y no toman en consideración los instrumentos financieros que se utilizan para hacer posibles los intercambios de unos bienes y servicios por otros. Si el objetivo fundamental y último de la organización económica estriba en intensificar la producción y alcanzar el más alto nivel posible de ingreso real, parecería que es suficiente el instrumental de análisis que ofrecen las cuentas de producto-ingreso. Sin embargo - y tenemos que insistir en ello - no es posible dejar de lado el ropaje monetario que cubre al cuerpo de la producción en virtud de que también forma parte del proceso económico; más aún, es una parte importante de él. Su ampliación o estrechamiento respecto al cuerpo de la producción y el cambio pueden afectar de diferentes formas al proceso económico. Incluso valiéndose de aquél se puede influir en el objetivo básico que persigue la organización económica, y así mediante un adecuado manejo de los instrumentos de financiamiento, es posible actuar en alguna medida sobre el monto y orientación de la producción. El ahorro y la inversión y el papel que desempeñan en la actividad económica, por ejemplo, tal vez puedan analizarse mejor cuando se los aisla del campo monetario, pero no se puede olvidar que para otros propósitos de política es fundamental conocer los instrumentos a través de los cuales ahorro e inversión cumplen en diferentes formas sus respectivas funciones.

En 1967 el CEMLA instituyó el programa de análisis y política financieros y en el transcurso del mismo hubo oportunidad para insistir - en su parte introductoria - en el estudio del flujo de fondos y su integración con las demás cuentas económicas. Pero este programa dirigió su atención fundamentalmente al análisis y a la programación financieros, así como hacia algunos elementos de política económica. En 1968 nos proponemos seguir con este programa y, además, trataremos de llevar a cabo uno nuevo que llamaremos de "Financiamiento del Desarrollo Económico", cuyo objeto /consiste en

consiste en cooperar en el mejoramiento del personal técnico de las instituciones que en América Latina movilizan o pueden movilizar recursos financieros, internos y externos, para promover el desarrollo económico.

En esta exposición voy a limitarme a señalar en forma mínima las líneas generales de esas técnicas y a hacer algunos comentarios sobre sus posibilidades de aplicación, tomando en cuenta el grado de desarrollo de los estudios de las corrientes de fondos y las características generales del escenario financiero de América Latina.

Temo que esta forma de presentación impida la total comprensión de algunos elementos fundamentales y que, a la vez, exija demasiado de la atención de ustedes, pero estimo que puede ser ilustrativo explicar lo que venimos haciendo en este campo y el enfoque general que le hemos dado.

En primer término, me parece conveniente referirme a la forma de presentación de las cuentas de fuentes y usos de fondos y señalar al respecto algunos elementos de interés. Es sabido que el esquema utilizado en países adelantados responde a las necesidades analíticas de esos países, caracterizados por estructuras financieras más desarrolladas que las latinoamericanas. Por lo tanto, un problema importante que se presenta al momento de examinar la organización de los sistemas de fuentes y usos de fondos es el de adaptar esas experiencias a la realidad latinoamericana o buscar aquellas fórmulas que se adapten mejor a la estructura de nuestros países. Hay aspectos que deben tratarse en forma diferente de la empleada en esos países, como por ejemplo, los renglones que deben distinguirse, los métodos para aproximar en forma estadística el tamaño de los distintos flujos y los sectores de la economía que representan papeles característicos en el campo financiero.

El sistema de cuentas de fuentes y usos de fondos que hemos sugerido para América Latina consiste en la presentación de cuadros de tipo descriptivo y cuadros de tipo analítico, que ayuden a la interpretación y proyección de las corrientes financieras más importantes.

En los cuadros descriptivos, elaborados por sectores fundamentalmente institucionales se distingue, por un lado, la cuenta de información y transferencias de capital y, por otro, la de transacciones financieras, unidas ambas por el concepto que hemos denominado "saldo financieros". La primera de ellas constituye el puente entre el fluir de fondos y las cuentas de

/producto-ingreso

producto-ingreso y, por eso, conviene insistir en la necesidad de que los conceptos de ahorro bruto y de formación de capital de los distintos sectores se definan y, en la medida de lo posible, se cuantifiquen de tal manera que se concilien en los dos sistemas de cuentas. La segunda cuenta registra los derechos y obligaciones que se originan como consecuencia de traspasos de instrumentos de financiamiento entre personas o instituciones, destacándose en primer término las corrientes provenientes de los recursos de capital y luego las provenientes de los recursos del crédito.

En lo que respecta a los cuadros de tipo analítico, se pasan por alto los renglones de poca magnitud y se atiende fundamentalmente a los flujos cuantiosos y de clara significación económica, como, por ejemplo, los valores públicos, las hipotecas urbanas, las acciones, etc. En la elaboración de esos cuadros se reconoce que no es necesario que, para analizar los usos de fondos, la clasificación sectorial coincida con la establecida para el análisis de las fuentes. Un esquema de clasificación adecuado para los usos distinguirá a los sectores según sus propósitos de producción que son precisamente los que determinan la demanda de fondos. Por el contrario, el esquema de clasificación más conveniente para las fuentes se basará en un ordenamiento según los instrumentos de financiamiento característicos de las entidades que proveen recursos.

Es decir, se utiliza una clasificación simple y flexible de los flujos con arreglo a grupos de proveedores y grupos de usuarios, destacando especialmente los que son usos primarios y usos secundarios de fondos. Los usos primarios de fondos comprenden lo que se ha destinado a quienes realmente efectúan la inversión en bienes de capital u otros activos físicos, es decir los flujos más importantes que financian el desarrollo económico.

Los secundarios reflejan las corrientes de fondos que se destinan a los intermediarios financieros, quienes a su vez las canalizan hacia los usuarios que las destinarán a la formación de capital.

En lo que se refiere a las técnicas que pueden aplicarse en América Latina en la elaboración de programas financieros de corto plazo creo que cuando empezamos a examinarlas, y por razones de orden, debemos distinguir

/dos zonas

dos zonas distintas. Una, la zona preparada o explorada, que comprende el campo monetario-bancario, en el que se puede considerar que la programación financiera está en condiciones de avanzar rápidamente con base en las técnicas que últimamente se han venido desarrollando en varios países, y que estimo pueden dar resultados bastante satisfactorios. Otra, que podríamos llamar la zona inculta, aún sin explorar suficientemente y que comprende el campo financiero que está fuera del alcance monetario-bancario, donde parece que no es mucho lo que pueda hacerse en forma inmediata. Cabe advertir que algunas transacciones financieras del gobierno central con entidades que están fuera del sistema bancario, así como los principales movimientos de capitales autónomos que se registran en la balanza de pagos son tomados en cuenta en los programas diseñados para la zona preparada, y por lo tanto no deberíamos considerarlos incluidos en el área que está aún inexplorada.

En lo que respecta a la zona preparada hemos basado nuestras enseñanzas en modelos de programas que la abarcan casi totalmente y que, aun cuando tengan algunas limitaciones, ofrecen metas de política y normas específicas para el cumplimiento de esas metas que pueden considerarse sumamente valiosas. Por lo demás, la política no alcanza sino defectuosamente al área que queda excluida de estos programas.

Tales programas, que presentaré teniendo en mente un país con estabilidad monetaria relativa, son de corto plazo y comprenden, además de un análisis histórico y previsiones para distintos sectores e instrumentos, la fijación de objetivos y metas concretamente, sobre los campos siguientes:

- a) producto nacional bruto
- b) sector externo
- c) gobierno central
- d) precios-salarios
- e) monetario-financiero

En el campo monetario-financiero es recomendable tomar en cuenta tres distintas posibilidades de acción. Por ejemplo, en el caso hipotético de un país con relativa estabilidad monetaria, y que tuviera una posición de reservas internacionales no muy holgada, lo recomendable sería adoptar:

/para la

para la primera posibilidad, que podemos considerar "mínima", una política restrictiva; para la segunda, o posibilidad "normal", una política que se ajuste lo más posible a la historia reciente; y para la tercera, o posibilidad "máxima", una política liberal, o sea, lo más expansionista que la economía pudiera admitir sin comprometer demasiado la estabilidad monetaria.

En la fijación de las metas del producto nacional bruto, del sector externo y del gobierno central se deberá tomar en cuenta la incidencia que pudieran tener sobre esos sectores las posibilidades de política monetaria expuestas. Así, por ejemplo, si la expansión crediticia se lleva a cabo con instrumentos adecuados para favorecer su canalización hacia los sectores de actividad que se quiere estimular, deberá tratar de provocar algunos resultados positivos sobre la producción. Claro que, al hacerlo así, habrá que proceder con cuidado, sin caer en el espejismo que supone creer que aumentar el crédito y dictar una política de selección es ya de por sí una posición excelente para incrementar la oferta real de bienes y servicios. Aquí, como cada vez que se trate de fijar metas, será preciso examinar las condiciones institucionales y de política económica del país, y, así, cabe pensar que no se podría esperar gran cosa de un esfuerzo de selección crediticia por parte de las autoridades monetarias si la política fiscal no coadyuvara a ese esfuerzo estimulando aquellas actividades sobre las que se quiera vigorizar el apoyo crediticio o, por lo menos, no las desalentará, cosa que a veces suele ocurrir.

Si el país dependiera en gran medida de la oferta de bienes del exterior y se caracterizara por tener estabilidad en los precios internos y capacidad productiva poco flexible al incremento de la demanda efectiva, seguramente el efecto principal de una política monetaria expansionista se traduciría, en un primer momento, en ampliación de importaciones. Este es otro ejemplo que ayuda a comprender la razón por la cual se insiste en la necesidad de fijar las metas de los sectores señalados atendiendo también a los objetivos perseguidos en el campo monetario.

En lo que respecta a las metas sobre precios, es necesario hacer previamente un examen cuidadoso de su comportamiento histórico, así como de las perspectivas para el año del programa.

A este respecto, pueden ser elementos de orientación valiosos, aparte de los acontecimientos externos: la conducta monetaria del año, sobre todo de los últimos meses; la posible repercusión de los precios del año en curso sobre los salarios del año del programa; la renovación de los convenios de trabajo; la situación cambiaria y las expectativas que pudiera haber en torno a ella.

Ahora bien, con base en los objetivos monetarios y en las metas de producto bruto y de precios, así como en la posición neta con el sistema bancario interno del gobierno y del sector externo, que se determinan de acuerdo con el posible comportamiento de las corrientes físicas y financieras de esos sectores, se debería proceder a cuantificar las distintas variables monetarias.

En este aspecto se trabaja por aproximaciones sucesivas y probando continuamente los distintos resultados que se vayan obteniendo. En líneas generales, el ordenamiento que se propone es el siguiente:

Primera etapa: estimación del medio circulante para el año del programa con base en el coeficiente de liquidez y los cambios que puedan esperarse en él de acuerdo con los distintos factores que lo afectan. En esta forma se establece una primera aproximación respecto a las necesidades de circulante.

Segunda etapa: se estima el crédito al sector privado de acuerdo con las necesidades y programas de los distintos sectores de actividad. Para esto, que se hace en forma independiente de los resultados obtenidos en la primera etapa, es preciso tomar en cuenta las características de producción de cada sector, así como de renglones y empresas especiales que tuvieran importancia relativa en el sector.

Tercera etapa: se calcula el dinero creado por el banco central proyectando cada una de sus distintas variables. Las variables vinculadas al gobierno central y a la posición neta de los activos internacionales del sistema bancario en su conjunto se fijan de acuerdo con las previsiones físicas y financieras efectuadas para esos sectores. En lo que respecta al acceso del sistema financiero al Banco Central, por ejemplo el redescuento, y a las demás variables manejables por parte del banco central se calculan en forma independiente.

/Cuarta etapa:

Cuarta etapa: se hace una estimación del medio circulante y de la liquidez total de acuerdo con las proyecciones del dinero primario y el posible comportamiento del multiplicador bancario y los coeficientes que lo determinan.

Quinta etapa: en esta etapa se procede a conciliar los resultados obtenidos para el medio circulante, utilizando el coeficiente de liquidez (primera etapa) y los obtenidos en la estimación de la cuarta etapa. Si hubiera necesidad de correcciones se deberán revisar los distintos coeficientes, el dinero del banco central y evaluar el modelo "en su conjunto".

Sexta etapa: Se preparan los datos de cada uno de los renglones básicos del balance del banco central y los bancos comerciales. Aquí se podrá apreciar si el crédito al sector privado estimado en la segunda etapa se concilia con el resto de las variables o si hay que hacer modificaciones. En este examen es de mucha utilidad analizar la relación histórica - crédito al sector privado - cuasidinero.

Septima etapa: como en todo el modelo se trabajará con cifras promedio del año, se debe preparar en esta etapa el índice de estacionalidad y determinar el posible comportamiento trimestral de las distintas variables contenidas en el modelo.

La concepción de las tres posibilidades: "mínima", "normal" y "máxima" tiene por objeto delimitar la zona en que debe moverse el programa monetario-financiero de corto plazo. Por su propia naturaleza, este programa no admite formulaciones rígidas y debe ser controlado y revisado continuamente, en períodos muy cortos, quizás trimestrales. Lo importante es tener el marco de referencia anual determinado por las posibilidades "mínima" y "máxima" y orientado en la acción por la "normal". Para fijar ese marco es recomendable trabajar con promedios anuales y establecer, mediante el índice de estacionalidad de las distintas variables, los valores que corresponderían a los trimestres. Durante la realización del programa, si las variables registran comportamientos que quedan enmarcados en el área que se ha fijado como meta, puede decirse que no hay necesidad de introducir correcciones y que están cumpliendo los objetivos programados.

El modelo que mostramos calcula la posible oferta monetaria sin perturbaciones, con base en un nivel de precios y una oferta física de bienes y servicios estimada de antemano. Ese es el esquema general, pero su preparación se hace ateniéndose a una vinculación estrecha entre la actividad productiva y las necesidades crediticias. No es recomendable estimar las ampliaciones de crédito en forma global de acuerdo con la tasa de crecimiento real del producto o de algunos de los pagos a factores que éste implica. Es preciso hacerlo en forma directa, en armonía con las necesidades y programas sectoriales y tomando en cuenta el momento más oportuno de su aplicación por parte del usuario de estos recursos. Sabemos que hay diferentes elasticidades en la oferta física de bienes y diferentes reacciones de la oferta hacia la disponibilidad de los recursos de financiamiento y creemos que es importante estimar esos recursos en la forma señalada, y tomando en cuenta las clases más adecuadas, para su mejor adaptación a los propósitos de mejoramiento de esa oferta física.

Ese acoplamiento de los créditos al proceso productivo tiene significación para el nivel de precios, ya que se puede evitar que el total de la oferta monetaria que se ha de derivar de esos créditos resulte excesiva y se refleje en medida indeseable sobre los precios. Entendemos que la estabilidad monetaria es compatible con un aumento más o menos moderado en los precios, según el país y las características y programas de desarrollo de los distintos sectores de actividad. Por lo tanto, al referirnos a aumentos indeseables de precios estamos pensando en aquéllos que salen de esa línea de razonamiento y pueden traducirse en alteración no controlable del esquema de estabilidad monetaria relativa.

Por otra parte, el modelo toma en consideración los cambios en los salarios que no se explican por cambios en la productividad y reconoce que se trasladan a los precios en la medida que el coeficiente de utilidades se mantiene constante. Al incorporar ese fenómeno a la meta de precios y utilizar dicha meta para la proyección de la oferta monetaria, el modelo acomoda el sistema monetario a los cambios en los salarios.

Sabemos que la elasticidad de la demanda de liquidez es limitada y si en nuestro programa hemos calculado una cantidad de dinero que exceda a los requerimientos de los cambios en los precios y en la oferta de bienes y servicios, también programados, corremos el riesgo de que aparezca un alza de precios no prevista. Sin embargo, como trabajamos con metas de muy corto plazo, en un área de comportamiento amplia, y con una vigilancia permanente sobre ella, tenemos razones para pensar que ese riesgo, que supone una limitación del programa, disminuye considerablemente.

Otra limitación que cabe señalar es que el modelo no incorpora las variaciones que puedan registrarse en los precios relativos de la economía, o sea los cambios en el valor real entre los bienes, y que, como es natural, se irán a reflejar en los precios en dinero. Este modelo los pasa por alto y, por lo tanto, supone que serán constantes durante el programa. Aun cuando consideramos importante el análisis monetario que interpreta la influencia de las relaciones recíprocas entre los distintos bienes y servicios, creemos que en la práctica no se puede calcular la cantidad de dinero que se necesitaría para atender, por ejemplo, a una variación de precios originada en los cambios de esas relaciones o cambios de naturaleza física. La adaptación monetaria a esas situaciones sería prácticamente imposible de lograr y, por otra parte, entendemos que un programa de corto plazo y enfocado en la forma que hemos sugerido puede admitir esa constancia de los precios relativos sin grandes perjuicios. Las razones para pensar así se pueden explicar de esta manera:

- a) El programa está concebido para un plazo muy corto y sujeto a revisiones constantes, a la vez que las relaciones de valor entre los bienes y servicios dependen fundamentalmente de la estructura de la oferta y la demanda, cuyos cambios suponen plazos más largos.
- b) Se reconoce que la demanda de liquidez es limitada, pero en todo caso el coeficiente que la expresa admite cierta capacidad de adaptación. Es decir, el coeficiente de liquidez se comporta pasivamente y si la oferta monetaria programada no fuera suficiente él podría, mediante variaciones suaves absorber en un momento dado una presión de corto plazo que los cambios de valor entre los bienes pudieran ejercer sobre el nivel de precios creando perturbaciones.

/c) En

- c) En la medida en que los créditos programados en armonía con las necesidades de los diferentes sectores de actividad estén proyectados de acuerdo con una política selectiva idónea, es posible llegar a atenuar la presión de los cambios sobre los precios relativos.

Este modelo de programa tiene utilidad práctica para países con estabilidad monetaria relativa y quizás también para países con inflación en los que todavía no exista una política firme para contenerla.

Si los objetivos de política monetaria se encaminaran a detener un proceso inflacionario estimo que su utilidad disminuye y que en este caso habría que pensar en una simplificación del modelo y en hacer hincapié en las metas del crédito, en el comportamiento del sector público, en las políticas cambiarias y en algunas transacciones financieras especiales. El solo hecho de procurar reducir en alguna medida, el ritmo inflacionario provoca cambios en las expectativas, y esto trae como consecuencia alteraciones en la conducta económica y sobre todo en la liquidez, cuyas previsiones suelen resultar bastante difíciles de hacer.

Ya hemos hablado de la zona preparada y señalado algunas líneas ilustrativas de uno de los modelos que podría utilizarse para desarrollar la programación de corto plazo en esa área. En muchos países de América Latina dicha área es un fiel reflejo de todo el campo financiero debido al escaso desarrollo del mercado de capitales y de las instituciones financieras no bancarias, así como a la poca agilidad que tienen algunos instrumentos de financiamiento. De esta manera, la exclusión momentánea de esos aspectos que están fuera del alcance del sistema monetario-bancario no afectaría en gran medida a los resultados de la programación financiera.

Precisamente esa es la zona que llamamos inculta, en la que, por el momento, las prácticas de programación parecen tropezar con bastantes dificultades tanto teóricas como prácticas. Sin embargo, debe hacerse el esfuerzo, sobre todo en los países que tienen una importancia relativa mayor desde el punto de vista financiero. Creo que para poder adentrarnos en esa selva necesitaríamos empezar a trabajar cuanto antes en las cuentas de fuentes y usos de fondos pues, repetimos, ellas constituyen un instrumental de primera categoría para analizar esa zona e intentar una programación financiera más completa y útil.

/En determinados

En determinados países se ha hecho algo hace algunos años, pero por lo general no ha habido continuidad en los trabajos. Ultimamente se aprecian inquietudes en ese sentido, a juzgar por algunos trabajos recientes por la insistencia de formar técnicos en la materia y por los deseos expresados con frecuencia, de constituir grupos de trabajo que se dediquen a organizar el sistema. Precisamente por esta razón nosotros hemos instituido la enseñanza especializada en esas cuentas, pero creo que todavía pasará bastante tiempo hasta que podamos señalar que en América Latina se ha llegado a un nivel aceptable en lo relativo a la elaboración de las cuentas de fuentes y usos de fondos.

Aun cuando lo que se acaba de expresar es un obstáculo importante para la programación financiera de corto plazo, y ello induce a creer que de inmediato difícilmente podamos hacer grandes adelantos, considero que vale la pena pensar en algunos elementos que podrían ayudar en ese sentido.

El número de individuos e instituciones que participan en el mercado financiero es grande, y todos ellos tienen características muy diferentes. Los instrumentos, disposiciones, costumbres y necesidades de los colocadores y usuarios de fondos, que constituyen la esencia misma del sistema financiero, deben ser conocidos y analizada su conducta cuando se trabaja en la programación financiera. Sin embargo, como es natural, muchos de esos elementos y corrientes financieras, debido a su menor importancia relativa, o porque se basan en estadísticas no muy fidedignas, tendrán que ser dejados de lado incluso en el mejor de los casos.

Si esto es así, parece recomendable dedicarse a estudiar algunos flujos importantes, que podrían darnos una base de proyección por lo menos para fines específicos. Así, por ejemplo, si deseamos prever la posible conducta del financiamiento de viviendas urbanas tendríamos que conocer, y creemos que las informaciones disponibles lo permiten, los flujos principales a través de los cuales se realiza: hipotecas entre particulares, créditos hipotecarios de bancos, créditos hipotecarios de algunos institutos del gobierno y de entidades que suelen tener importantes funciones de intermediarios financieros, como ocurre con el sistema de previsión nacional.

Conocidos los flujos anteriores y la inversión real en la vivienda, también podemos determinar, por diferencia, la parte del financiamiento que se deriva del ahorro personal, con un grado de aproximación que puede ser aceptable para darnos una idea del comportamiento. Estas investigaciones deberían complementarse con un examen de las condiciones del financiamiento, pues sabemos que la construcción de viviendas es muy sensible a los cambios que se registran en ellas y, por lo tanto, puede constituir un valioso elemento de juicio para las proyecciones.

El tipo de trabajo en que estamos pensando, además de contribuir positivamente a los esfuerzos por conocer la magnitud y tendencia de algunas corrientes financieras importantes, nos ayudaría a mejorar las proyecciones de algunas variables que representan un papel estratégico en los programas realizables en la zona que hemos llamado preparada. Así por ejemplo, si logramos analizar los flujos principales que concurren al financiamiento de viviendas, estaremos en mejores condiciones para calcular - en un programa monetario-financiero - las necesidades de crédito bancario de ese sector o del sector de la construcción.

Por otra parte, en los países que tienen intermediarios financieros no bancarios con cierto grado de desarrollo, es aconsejable estudiar de acuerdo con sus balances, las corrientes de fondos principales que reciben, así como las colocaciones que hacen de esos fondos entre los usuarios primarios. De esta manera, aun cuando esos intermediarios no se incluyan en los programas que preparamos para la zona que hemos llamado preparada, el comportamiento de las corrientes financieras a ellos vinculadas puede ser elemento valioso para ayudarnos en las proyecciones que debemos hacer en tales programas. Creo que si trabajamos en el sentido señalado podemos ganar algún terreno en la zona inculta y a la vez contar con un importante instrumental adicional para los programas que elaboremos en la zona preparada.

Por último, cabe destacar que los medios técnicos que estamos considerando deben orientarse en forma realista y procurar satisfacer lo mejor posible las necesidades de formulación de la política monetario-financiera. De esta manera, las autoridades monetarias que tienen a su cargo una parte importante de esa política, contarán con mejores elementos para que la misma se realice en forma eficaz. Además, se puede asegurar una coordinación con las otras políticas que integran la política económica general mucho más acertada de lo que se ha venido haciendo hasta el presente.

INST/S.1/L.8

ESQUEMA DE COMPATIBILIZACION PARA LA PROGRAMACION
FINANCIERA DE CORTO PLAZO

por

Wally Meza S.M.

ESQUEMA DE COMPATIBILIZACION PARA LA PROGRAMACION FINANCIERA DE CORTO PLAZO

Introduccion

La formulación de un programa de desarrollo debería idealmente tener como base un modelo conceptual equilibrado y estadísticamente, que abarque a lo menos la esfera física (o real o corriente) de la economía así como también la esfera financiera.

La existencia de sistemas integrados de contabilidad social, por lo menos en el campo conceptual que describen los procesos productivos, financieros, y la riqueza nacional, constituyen un buen aliciente para tratar de plantear un esquema de programación que abarque ambas áreas.

Los sistemas contables mencionados son una buena fuente de información para conocer la forma en que ha funcionado la economía en el pasado y, a través de ello, es posible establecer relaciones cuantitativas entre las diversas variables macroeconómicas. De esta forma es posible proyectar el comportamiento futuro de estas variables.

El modelo planteado en este trabajo pretende relacionar algunas variables físicas, extraídas del Sistema de Cuentas Nacionales, con otras de carácter financiero-monetario incluídas en un Sistema de Fuentes y Usos de Fondos para inversión. Ambos estudios realizados para la economía chilena.

La característica fundamental del modelo es que las variables financieras, en general, son interdependientes con las variables reales o físicas. Vale decir, las variables financieras quedarán determinadas en alguna medida, por el comportamiento previsto de las variables reales. Todo lo anterior referido al corto plazo, esto es, no más de dos años.

Se ha pensado que los objetivos fundamentales de este trabajo son los siguientes:

/ a) Mostrar

- a) Mostrar las relaciones de definición y comportamiento entre las variables físicas y financieras, de manera de poder proyectarlas en forma conjunta y coherente.
- b) Conocer los mecanismos de financiamiento y la estructura del sistema de manera que permita adoptar medidas de política encaminadas a perfeccionarlo.
- c) Plantear las necesidades de nuevas estadísticas necesarias para este tipo de análisis.

La proyección conjunta de las variables físicas y financieras permite analizar el impacto que tendrían diversas medidas de política económica, en un campo más amplio que aquél al cual están específicamente referidas. Es común encontrarse con medidas que pueden ser acertadas para fomentar la producción, pero cuyo impacto en el campo financiero se desconoce o produce un efecto negativo en todo el sistema económico.

La proyección de la actividad real, en la medida que no se acompañe de la correspondiente en la actividad financiera, puede constituir un obstáculo, a veces insalvable, para el cumplimiento del programa.

El conocimiento de los mecanismos de financiamiento, como también la estructura del sistema financiero, posibilitan el diseño de medidas de política económica tendientes a aumentar la generación de ahorro interno, a reorientar su canalización hacia los sectores que lo utilizan, o a conseguir otro objetivo que se juzgue necesario. La cuantificación de los resultados de medidas alternativas puede realizarse a través del modelo, sobre todo si se utilizan medios mecánicos para procesarlo.

En forma especial se ha querido representar dentro del modelo al sector de los intermediarios financieros, ya que él constituye la base para aplicar la política financiero-monetaria.

La disponibilidad de estadísticas básicas para analizar los fenómenos financieros no ha tenido un desarrollo tan grande como aquellas estadísticas que dicen relación con otras facetas de la economía. Es por ello que este trabajo es un intento de despertar la inquietud en los organismos responsables para iniciar la recopilación de estos antecedentes en forma regular y en un marco que garantice su utilidad.

El modelo

El modelo de Cuentas Nacionales que se ha utilizado para la realización de este trabajo fue diseñado por Eduardo García. "Tiene como objetivo de base proyectar algunas variables de este sistema en el contexto de un programa de desarrollo a partir de un conjunto de hipótesis de política económica y, considerando la acumulación de capital como único factor de crecimiento, a través de la hipótesis usual de la tasa capital-producto". (Véase anexo 1).

El Sistema de Fuentes y Usos de Fondos 1960-1964 calculado por el Banco Central y la Oficina de Planificación Nacional (ODEPLAN), ha servido de base para las relaciones financieras (véase documento del mismo nombre).

Por último es preciso hacer notar que el modelo planteado en este trabajo producirá resultados utilizables en la medida que exista un programa global de desarrollo, a mediano plazo (3 a 10 años) y una estrategia a largo plazo de desarrollo económico, social y político, dentro de la cual enmarcar la acción del corto plazo.

El esquema conceptual

A. Sectorización

Prácticamente dicha sectorización va a ser la misma que utilizó el Modelo de Programación de Cuentas Nacionales, con algunas modificaciones que tienen como objeto central (en un programa financiero) establecer el comportamiento que desempeñarán los agentes que ahorran, los intermedios (que captan y asignan ahorro) y los que invierten.

Quedando los sectores definidos de la forma siguiente:

- Sector (1): Gobierno General
- Sector (2): Empresas estatales de bienes y servicios, no financieras
- Sector (3): Empresas privadas de bienes y servicios, no financieras
- Sector (4): Empresas intermedias, públicas y privadas
- Sector (5): Personas e instituciones sin fines de lucro
- Sector (6): Resto del mundo

/El sector

El sector Gobierno General incluye los mismos subsectores de las Cuentas Nacionales, cuales son:

Gobierno Central
Servicio Nacional de Salud
Servicio Médico Nacional de Empleados
Universidad de Chile
Universidad Técnica
Cajas de Previsión
Municipalidades

Las empresas del sector empresas privadas de bienes y servicios no financieros, eventualmente, se podrían desglosar en:

i) Sociedades de capital cuyos propietarios son residentes (véase Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional), incluyendo las empresas mixtas de la minería del cobre.

ii) Sociedades de capital cuyos propietarios son no residentes, incluyendo las empresas de la Gran Minería del cobre, hierro y salitre.

Además, dentro del sector 3 se podría hacer una abertura más profunda y amplia de las empresas productivas, lo que significaría un modelo más abierto, el cual se realizaría probando área por área. Estos trabajos se harían en aquellas áreas determinadas por el programa y en forma exógena al modelo financiero, dejando el resto del campo del sector 3 en la penumbra. Para ello habría que trabajar con los expertos de financiamiento de cada sector.

El sector Intermedio va a tener tres grandes subsectores:

i) Sistema bancario
ii) Financieras públicas: de fomento, de seguros y otras financieras
iii) Financieras privadas: de seguros, de fondos de capitales, sistema de ahorros y préstamos y otras financieras.

En el sector intermedio se programará en forma exhaustiva cada uno de los grupos de instituciones que componen los subsectores anteriormente nombrados. Pero, se presentará un sólo gran sector como resumen: el sector intermedio.

/El sector

El sector personas e instituciones sin fines de lucro, va a incluir además, a las empresas individuales. Estas últimas sólo en el aspecto de ahorrantes, tratamiento similar al utilizado en Cuentas Nacionales.

Finalmente, el sector resto del mundo corresponde al sector usado en Cuentas Nacionales, por lo tanto no incluye aquellas sociedades de capital, residentes en el territorio nacional, cuyos propietarios son no residentes (según definición en Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional).

B. VARIABLES PERTINENTES A CONSIDERAR EN EL CORTO PLAZO

Para lograr los objetivos en el corto plazo hemos elegido un modelo de programación de la esfera corriente, al cual le acoplaremos un modelo de programación financiera, unidos ambos a través del puente ahorro e inversión.

Si se toma un modelo cualquiera de programación de Cuentas Nacionales, de "n" ecuaciones con "n" incógnitas, y le agregamos otro con "m" ecuaciones y "m" incógnitas. Se obtendrá un modelo final de "m+n" ecuaciones con "m+n" incógnitas siempre que existan en este último modelo relaciones de comportamiento entrelazadas e interdependientes con el primero.

El modelo elegido contiene 38 incógnitas con 38 ecuaciones, y se encuentran sus variables medidas a precios constantes de un año base dado.^{1/}

Se entenderá por corto plazo, aquél período en el que no existe una modificación substancial de la capacidad productiva.

Tanto las relaciones de comportamiento como sus parámetros, son variables en el tiempo. Consecuentemente incluyen cambios en la política económica (por ejemplo, cambios en los impuestos, etc.) y cambios institucionales (creación, crecimiento o disminución en las funciones de determinados tipos de intermediarios financieros).

^{1/} En este trabajo no se pretende ni corregir ni criticar ninguna de las relaciones de comportamiento del mencionado modelo. Se tomó a vía de ejemplo, un esquema adecuado al caso chileno.

De lo anterior, se puede deducir que tendremos dos tipos de parámetros:

- i) Los que se deducen de las cifras históricas, y que puede usarse en la prognosis del programa financiero de corto plazo.
- ii) Y los de programación de corto plazo, que implican cambios y orientación de política económica e institucional.

B.1. Físicas o reales 2/ y 3/

- I Ahorro geográfico bruto
- I' Ahorro geográfico neto (A)
- I'' Asignaciones para el consumo de capital fijo (Ac)
- II Inversión geográfica bruta
- II' Inversión geográfica bruta en capital fijo (I)
- II'' Variación en los stocks ($I \Delta \text{stock}$)

B.2. Financieras 3/

- III Préstamos externos (L'')
- IV Préstamos internos (L')
- V Amortizaciones externas (Z'')
- VI Amortizaciones internas (Z')
- VII Aportes de capital (K)
- VIII Emisión de bonos (N')
- IX Rescate de las emisiones de bonos (N'')
- X Emisión de acciones (N''')
- XI Terrenos (H)
- XII Variaciones de reservas de oro y divisas (R)
- XIII Variaciones de la cantidad de dinero (D)
- XIV Variaciones de otros activos y pasivos (G)

2/ Además, hay que considerar dentro de este concepto todas aquellas variables del Modelo de Programación de Cuentas Nacionales. EGD/21.6.65.

3/ Véase, Las Fuentes y Destinos de los Fondos. Apuntes de clases (versión preliminar) Wally Meza, Escuela de Economía. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Chile, 1966.

El sector personas e instituciones sin fines de lucro, va a incluir además, a las empresas individuales. Estas últimas sólo en el aspecto de ahorrantes, tratamiento similar al utilizado en Cuentas Nacionales.

Finalmente, el sector resto del mundo corresponde al sector usado en Cuentas Nacionales, por lo tanto no incluye aquellas sociedades de capital, residentes en el territorio nacional, cuyos propietarios son no residentes (según definición en Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional).

B. VARIABLES PERTINENTES A CONSIDERAR EN EL CORTO PLAZO

Para lograr los objetivos en el corto plazo hemos elegido un modelo de programación de la esfera corriente, al cual le acoplaremos un modelo de programación financiera, unidos ambos a través del puente ahorro e inversión.

Si se toma un modelo cualquiera de programación de Cuentas Nacionales, de "n" ecuaciones con "n" incógnitas, y le agregamos otro con "m" ecuaciones y "m" incógnitas. Se obtendrá un modelo final de "m+n" ecuaciones con "m+n" incógnitas siempre que existan en este último modelo relaciones de comportamiento entrelazadas e interdependientes con el primero.

El modelo elegido contiene 38 incógnitas con 38 ecuaciones, y se encuentran sus variables medidas a precios constantes de un año base dado.^{1/}

Se entenderá por corto plazo, aquél período en el que no existe una modificación substancial de la capacidad productiva.

Tanto las relaciones de comportamiento como sus parámetros, son variables en el tiempo. Consecuentemente incluyen cambios en la política económica (por ejemplo, cambios en los impuestos, etc.) y cambios institucionales (creación, crecimiento o disminución en las funciones de determinados tipos de intermediarios financieros).

^{1/} En este trabajo no se pretende ni corregir ni criticar ninguna de las relaciones de comportamiento del mencionado modelo. Se tomó a vía de ejemplo, un esquema adecuado al caso chileno.

De lo anterior, se puede deducir que tendremos dos tipos de parámetros:

- i) Los que se deducen de las cifras históricas, y que puede usarse en la prognosis del programa financiero de corto plazo.
- ii) Y los de programación de corto plazo, que implican cambios y orientación de política económica e institucional.

B.1. Físicas o reales 2/ y 3/

- I Ahorro geográfico bruto
- I' Ahorro geográfico neto (A)
- I'' Asignaciones para el consumo de capital fijo (Ac)
- II Inversión geográfica bruta
- II' Inversión geográfica bruta en capital fijo (I)
- II'' Variación en los stocks (I Δ stock)

B.2. Financieras 3/

- III Préstamos externos (L'')
- IV Préstamos internos (L')
- V Amortizaciones externas (Z'')
- VI Amortizaciones internas (Z')
- VII Aportes de capital (K)
- VIII Emisión de bonos (N')
- IX Rescate de las emisiones de bonos (N'')
- X Emisión de acciones (N''')
- XI Terrenos (H)
- XII Variaciones de reservas de oro y divisas (R)
- XIII Variaciones de la cantidad de dinero (D)
- XIV Variaciones de otros activos y pasivos (G)

2/ Además, hay que considerar dentro de este concepto todas aquellas variables del Modelo de Programación de Cuentas Nacionales. EGD/21.6.65.

3/ Véase, Las Fuentes y Destinos de los Fondos. Apuntes de clases (versión preliminar) Wally Meza, Escuela de Economía. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Chile, 1966.

Las variables financieras a considerar en el corto plazo se remitirán a los flujos del período (o nuevos) que financian los gastos de capital en el programa de cada uno de los sectores definidos. No se considerarán, por ejemplo, ciertas transferencias financieras como venta y compra de acciones ya existentes, bonos existentes, venta de bienes raíces, etc., por que son muy difíciles de detectar. Luego se considerará las emisiones de bonos para financiar el programa y el rescate de estos bonos; la emisión de acciones se referirá a las que serán emitidas durante el programa; el concepto de terrenos se refiere a las expropiaciones de terrenos durante la realización del programa a corto y mediano plazo.

Las variables financieras se expresarán en moneda nacional y extranjera (esta última en dólares y convertida a moneda nacional por el tipo de cambio programado en el corto plazo).

C. Aspectos dinámicos del esquema de financiamiento 4/

C.1. Variables físicas o reales

I Ahorro geográfico bruto. Corresponde a la suma del ahorro geográfico neto y a las asignaciones para el consumo de capital fijo ($I' + I''$)

I' Ahorro geográfico neto (véase vector N° 3)

Sector (1):

$$A_1(t) = D(t) + V(t) + Tf(t) - S(t) - F_g(t) + Cg(t) + Tx(t) \quad 5/$$

El ahorro del gobierno general en cuenta corriente iguala la suma algebraica de sus ingresos y gastos corrientes, definidos como:

$$D(t) = Dw(t) + Du(t) + De(t)$$

La tributación directa se compone de la tributación sobre sueldos, salarios y transferencias, la tributación a los ingresos de propietarios y empresarios nacionales y la tributación a los propietarios y empresarios extranjeros.

$$Dw(t) = W_1(t) [W(t) + F(t)] + W_2(t) [W(t-1) + F(t-1)]$$

La tributación sobre sueldos, salarios y transferencias es igual a una proporción dada del ingreso corriente de asalariados más otra proporción del ingreso del año anterior.

$$Du(t) = u_1(t) Un(t) + u_2(t) Un - 1 (t-1)$$

La tributación sobre ingresos de propietarios y empresarios nacionales es una proporción dada del ingreso corriente de éstos más otra proporción del ingreso de un año antes.

$$De(t) = \frac{1(t) E(t)}{1 - 1(t)}$$

4/ Véase Un Modelo de Programación de Cuentas Nacionales, ODEPLAN, EGD/21.6.65, Presidencia de la República, Santiago de Chile.

5/ $A_1(t)$ equivale a $Ag(t)$ del modelo citado en el punto 4/.

La tributación directa sobre los ingresos de propietarios y empresarios extranjeros es una proporción dada de dichos ingresos.

$$V(t) = Vu(t) + Vw(t)$$

Las imposiciones a cajas de previsión iguala la suma de aquellas patronales y de las pagadas por empleados y obreros.

$$Vu(t) = \bar{z}(t) W(t)$$

Las imposiciones patronales en cajas de previsión son una proporción dada del total de sueldos y salarios.

$$Vw(t) = v(t) [W(t) + F(t)]$$

Las imposiciones de empleados y obreros son una proporción dada de sus ingresos y transferencias.

$$Ti(t) = \bar{T}(t) Qg(t)$$

Los impuestos indirectos son una proporción dada del PGB.

$$S(t) = \bar{S}(t)$$

Las subvenciones son un dato.

$$Fg(t) = \bar{F}g(t)$$

Las transferencias del gobierno general a las personas e instituciones sin fines de lucro son un dato.

Contienen, por ejemplo, jubilaciones y pensiones, montepíos, otros beneficios de instituciones de previsión, indemnizaciones, becas, subvenciones a instituciones privadas, devolución de impuestos, etc.

$$Cg(t) = Cg(t-1) [1 + g]$$

El consumo del gobierno general crece a una tasa g por año.

$$Tx(t) = \bar{T}x(t)$$

Las transferencias del exterior al gobierno general son un dato.

Como se puede observar en los ingresos del gobierno general, no se ha hecho aparecer aquellos ingresos del gobierno que provienen de sus propiedades y empresas,^{1/} porque se ha abierto o separado en este esquema de financiamiento el sector empresas estatales, que son las financieras y las no financieras.

Las empresas estatales financieras se encuentran en el sector (4) y las empresas estatales no financieras componen el sector (2).

^{1/} Tratamiento dado en cuentas nacionales tipo N.U.

Sector (2):

$$As.2(t) = \bar{T}g(t)$$

El ahorro de las empresas estatales no financieras está dado exógenamente.

Sector (3):

$$As.3(t) = As(t) - As_2(t) - A_{s.4}(t)$$

El ahorro de las sociedades de capital privadas no financieras iguala al ahorro total de las sociedades de capital del modelo Cuentas Nacionales menos el ahorro de las empresas estatales no financieras y el ahorro de las empresas intermedias, que son públicas y privadas, siendo:

$$As(t) = C_1(t) [Un(t) - Du(t)]$$

El ahorro de las sociedades de capital es una proporción dada de los ingresos de los empresarios y propietarios netos de impuestos.

Si se quiere desglosar el ahorro de las sociedades de capital de residentes extranjeros bastaría determinarlo en forma exógena.

Sector (4):

$$A_{s.4}(t) = C_4(t) [Un_{.4}(t) - D_{u.4}(t)]$$

El ahorro de las empresas, públicas y privadas, del sistema intermedio puede ser una proporción dada de los ingresos de empresarios y propietarios netos de impuestos. También se puede determinar en forma exógena el total del ahorro de las empresas intermedias o determinar en forma exógena solamente las empresas intermedias públicas y las intermedias privadas de acuerdo al tratamiento de ingresos netos de impuestos, propuesto anteriormente.

Sector (5):

$$A_5(t) = Y_d(t) - C_p(t) \quad \frac{1}{/}$$

1/ $A_5(t)$ equivale a $A_p(t)$ del modelo citado en el punto (4).

El ahorro de las personas es igual al ingreso personal disponible menos el consumo privado.

Sector (6):

$$A_6(t) = M(t) + E(t) - X(t) - F_x(t) - T_x(t) \quad 1/$$

El déficit de la nación en cuenta corriente o ahorro externo iguala la suma algebraica de los ingresos y egresos de la balanza de pagos en cuenta corriente. 2/ Los ingresos y egresos están definidos como sigue:

$$M(t) = M_c(t) + M_1(t) + M_q(t)$$

Las importaciones de bienes y servicios se componen de bienes de consumo, bienes de capital y repuestos y materias primas.

$$M_c(t) = M_c(0) [1 + n]^t$$

Las importaciones de bienes de consumo crecen al ritmo de la población.

$$M_1(t) = \beta(t) I_g(t)$$

Las importaciones de bienes de capital se expanden al ritmo de la Inversión Geográfica Bruta.

$$M_q(t) = q(t) Q_g(t)$$

Las importaciones de materias primas aumentan al ritmo del PGB.

$$E(t) = \bar{E}(t)$$

Los pagos netos por factores de la producción remitidos al extranjero son un dato.

$$X(t) = \bar{X}(t)$$

Las exportaciones de bienes y servicios están dadas exógenamente.

$$F_x(t) = \bar{F}_x(t)$$

Las transferencias a personas provenientes del exterior están dadas exógenamente.

$$T_x(t) = \bar{T}_x(t)$$

Las transferencias del exterior al gobierno son un dato.

1/ $A_6(t)$ equivale a $A_x(t)$ del modelo citado en el punto (4).

2/ Incluye el ajuste por variación de la relación de intercambio de bienes y servicios, como así también el ajuste por variación de la relación de intercambio de factores productivos.

III Asignaciones para el consumo de capital fijo (Véase vector N° 5).

Sector (1):

$$A_{c.1}(t) = \bar{A}_{c.1}(t)$$

Las asignaciones para el consumo de capital fijo del Gobierno General, pueden ser estimadas en forma exógena, siguiendo estas alternativas:

1a. alternativa: Puede ser igual a cero porque en las cuentas nacionales no se ha determinado cifra en forma histórica, ni directa o indirectamente, luego para el programa no le asignaríamos cifras de manera explícita.

2a. alternativa: Puede ser igual a la suma de las reparaciones y/o mantención programadas por las instituciones que comprenden el gobierno general, tales como reparaciones de caminos, escuelas, hospitales, etc. En todo caso, la cifra que resulte va a estar seguramente subestimada, pero será más realista que en la primera alternativa y deberá ser deducida de los gastos corrientes del Gobierno General, afectando por tanto su ahorro.

Sector (2):

$$A_{c.2}(t) = \bar{A}_{c.2}(t)$$

Las asignaciones del sector empresas estatales no financieras, son estimadas en forma exógenas.

Sector (3):

$$A_{c.3}(t) = A_c(t) - A_{c.2}(t) - A_{c.4}(t)$$

Las asignaciones para el consumo de capital fijo de las empresas privadas no financieras iguala a la diferencia algebraica entre las asignaciones totales de la economía menos la de los sectores (2) y (4), ya que para los sectores (5) y (6) es nula.

$$A_c(t) = \lambda(t) Q_g(t)$$

Las asignaciones totales de la economía, para el consumo de capital fijo, es una proporción dada del PGB, lo que supone una tasa capital-producto constante y una vida media dada para el acervo de capital.

Si se quiere desglosar las asignaciones de la empresas de residentes extranjeros, bastaría determinarlas en forma exógena.

/Sector (4):

Sector (4):

$$A_{c.4}(t) = \bar{A}_{c.4}(t)$$

Las asignaciones del sector intermedio son estimadas en forma exógena.

Sector (5):

$$A_{c.5}(t) = 0$$

Las asignaciones del sector personas e instituciones sin fines de lucro serán igual a cero. Este supuesto se basa en la dificultad que se tiene para una estimación cercana a la realidad de la asignación que deberían realizar las personas por las casas, que habitan.

Sector (6):

$$A_{c.6}(t) = 0$$

Siguiendo las instrucciones que sobre cuentas nacionales ha impartido Naciones Unidas, el sector resto del mundo no tendría asignaciones de consumo para el capital fijo, ya que las asignaciones que realizan las empresas extranjeras se encuentran dentro de las sociedades de capital, siendo consideradas, según el manual de la balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional, como empresas residentes. Evidentemente, que las asignaciones hechas por esta última pueden ser programadas fácilmente, en forma exógena, y desglosadas en las asignaciones realizadas por el sector (3).

Enseguida, para determinar en forma exógena todas las depreciaciones contables para los sectores anteriormente enumerados, es preciso tener bien clara, entre otras consideraciones, la reglamentación que sobre reservas de depreciación haya formalizado Impuestos Internos, la Superintendencia de Sociedades Anónimas y aquellas leyes que tengan relación, especialmente la de las empresas de residentes que son extranjeros.

Finalmente, y en general, dada la calidad de la información que se posee para la asignación de consumo de capital fijo podría trabajarse a nivel global, en lo que a cifras de ahorro se refiere, sin entrar a detallar lo que es ahorro neto y asignación de consumo de capital fijo.

II Inversión geográfica bruta

II' Inversión geográfica bruta en capital fijo (Véase vector N° 4)

Sector (1):

$$I_1(t) = \bar{I}_1(t)$$

La inversión del Gobierno General está dada como dato, tanto la componente importada como la nacional.

Sector (2):

$$I_{s.2}(t) = \bar{I}_{s.2}(t)$$

La inversión de las empresas estatales no financieras está dada exógenamente, tanto la componente importada como la nacional.

Sector (3):

$$I_{s.3}(t) = I_g(t) - I_1(t) - I_{s.2}(t) - I_{s.4}(t) - I_5(t) - I_6(t) - I(\Delta st)^{(t)}$$

La inversión de las empresas privadas no financieras se iguala a la diferencia algebraica entre la inversión geográfica bruta total y la inversión geográfica bruta en capital fijo de los demás sectores, como así también, de las variaciones de los stocks de todos los sectores de la economía, incluido el sector (3).

$$I_g(t) = \alpha(t) [Q_g(t+1) - Q_g(t)]$$

Siendo la inversión geográfica bruta total de un año igual a la tasa incremental capital-producto por el incremento programado en el PGB para el período siguiente.

$$I(\Delta st)^{(t)} = \alpha_1(t) Q_g(t)$$

La variación de stock, total de la economía, es igual a una proporción dada del PGB programado.

Dentro de la inversión de las empresas privadas no financieras, se puede determinar exógenamente la parte correspondiente a las empresas de residentes extranjeros.

/Sector (4):

Sector (4):

$$I_{s,4}(t) = \bar{I}_{s,4}(t)$$

La inversión del sector intermedio tanto público como privado, está dada en forma exógena, tanto la componente nacional como la importada.

Sector (5):

$$I_5(t) = I_{(Ed.H)}(t)$$

La inversión del sector personas e instituciones sin fines de lucro se ha hecho equivalente a la inversión programada en edificación habitacional, realizada con financiamiento público y privado.

Lo anterior, desde el punto de vista de las recomendaciones sobre cuentas nacionales, parecería en principio una inconsistencia puesto que las personas e instituciones sin fines de lucro están definidas solamente como un sector consumidor y no productivo, por lo tanto no invertiría. Pero, esta sectorialización es "funcional". Así, para los propósitos de análisis de la utilización de la producción corriente, en las cuentas nacionales, no se hace explícito qué sectores realizan los gastos de capital en inversión del año. Además no hay que olvidar que las personas están consiguiendo créditos para comprar viviendas, están amortizando dichos créditos, etc., luego están actuando como agentes inversionistas. Por lo tanto, como primera aproximación, podríamos suponer que la inversión en edificación habitacional sería la inversión mínima realizada por las personas.^{1/}

Como segunda alternativa, tendríamos la de seguir las instrucciones de las Naciones Unidas sobre cuentas nacionales y hacer la inversión de las personas igual a cero, pero esto nos implicaría un problema con las transacciones financieras de las personas, ya que estas no solamente compran viviendas producidas en el período, sino que también construyen ellas mismas su propia casa y las financian, como decíamos anteriormente, con créditos conseguidos en Bancos, Asociaciones de Ahorro y Préstamo, etc., y con sus propios ahorros, que no pasan a través de instituciones del mercado de capitales y de los cuales no existen registros periódicos adecuados.

^{1/} En todo caso, la alternativa anterior, estaría subestimada porque las personas pueden invertir por ejemplo, en bodegas y garages en sus casas, que es edificación no habitacional, además de otras alternativas de la actividad construcción.

/Sector (6):

Sector (6):

$$I_6(t) = 0$$

El sector resto del mundo no invierte, puesto que en las cuentas nacionales las inversiones de empresas de residentes de propietarios extranjeros se encuentran en las empresas privadas no financieras (grupo 3).

Como decíamos anteriormente, en la inversión de las empresas privadas no financieras, se puede determinar en forma exógena la parte correspondiente a las empresas de residentes extranjeros.

III' Variación en los stocks (Véase vector N° 6)

Sector (1):

$$I_{(\Delta st)1}(t) = \bar{I}_{(\Delta st)1}(t)$$

La variación en los stocks del Gobierno General, está dada en forma exógena.

Sector (2):

$$I_{(\Delta st)s.2}(t) = \bar{I}_{(\Delta st)s.2}(t)$$

La variación en los stocks de las empresas estatales no financieras es un dato.

Sector (3):

$$I_{(\Delta st)s.3}(t) = I_{(\Delta st)}(t) - I_{(\Delta st)1}(t) - I_{(\Delta st)s.2}(t) - I_{(\Delta st)s.4}(t)$$

La variación en los stocks de las empresas privadas no financieras es igual a la diferencia algebraica entre la variación de existencia de toda la economía y la variación de stocks del resto de los sectores definidos.

Sector (4):

$$I_{(\Delta st)s.4}(t) = \bar{I}_{(\Delta st)s.4}(t)$$

La variación en los stocks de las empresas intermedias está dada exógenamente.

Sector (5):

$$I_{(\Delta st)5}(t) = 0$$

Aceptaremos por definición que la variación en los stocks de las personas es nula, lo cual, está más de acuerdo con la forma o tratamiento que se da a las personas en las cuentas nacionales.

/Sector (6):

Sector (6):

$$I_{(st)6}(t) = 0$$

Por definición el sector resto del mundo no tiene variación en los stocks. Debemos recordar que la variación en los stocks de las empresas extranjeras se encuentran incluidas en el sector (3), pudiéndose programar en forma exógena la variación en los stocks en las empresas extranjeras.

Por otra parte debemos agregar que la variación de stocks de las cuentas nacionales de Chile incluye, conceptualmente, dos tipos de variación de stocks, la tecnológica y la con fines especulativos.

La variación de stocks tecnológica corresponde al número de unidades adecuado al proceso de producción de cada año.

La variación de stocks que contiene elementos especulativos es aquella cuyo número de unidades no sólo no está adecuado al proceso de producción de cada año, sino que incluye unidades producidas en períodos anteriores con el sólo propósito de obtener utilidades por las variaciones de precios. Además, lo compone la variación de stocks que se genera por la "Producción no vendida" por razones de ajuste de mercado.

Las cifras programadas para variación de existencia va a incluir implícitamente los conceptos expuestos anteriormente.

Por otra parte y en general, la variación de stock podría trabajarse a nivel global dentro de la inversión bruta, ya que este criterio más modesto aseguraría que los resultados no se verían afectados por la falta de elementos de juicio anexos no considerados.

Finalmente de las cuentas anteriores deducimos la siguiente identidad, que no constituye una ecuación independiente:

$$I_g(t) = A_1(t) + A_{s.2}(t) + A_{s.3}(t) + A_{s.4}(t) + A_5(t) + A_6(t) + A_{c.1}(t) + A_{c.2}(t) + A_{c.3}(t) + A_{c.4}(t) + A_{c.5}(t)$$

B.2. Variables financieras

A continuación, veremos el financiamiento de los sectores ya mencionados. Para ello nos ayudaremos de matrices por tipo de variable financiera y además de un cuadro de Fuentes y Usos de Fondos en Cuenta Capital para todos los sectores.

El problema que se nos plantea, en realidad, es lo que demanda cada sector para financiarse y también lo que puede ofrecer, en cuanto a financiamiento se refiere, a los otros sectores. No sólo estudiaremos los flujos de financiamiento, sino que también el comportamiento que debe tener cada una de las variables financieras en su nivel global dentro del contexto de un plan nacional de desarrollo.

Para ubicarnos mejor, veamos el esquema Contable de Programación Financiera de largo Plazo compatible con el modelo de Programación de Cuentas Nacionales que se adjunta. En él se puede apreciar, que para cada sector y para el total de la economía se tiene:

- i) sus fuentes de financiamiento y sus usos de fondos o gastos de capital;
- ii) sus variables reales y financieras.

Ahora bien, para poder programar el financiamiento de los gastos de capital nos ayudaremos, además de este esquema contable, de matrices por tipo de transacciones. Estas matrices además de aclarar como se traspasan los flujos financieros de un sector a otro en el programa, van a estar expresadas en forma algebraica dinamizada significando que cada transacción, que es endógena, se explica a través de variables físicas y/o financieras programadas. Con este método tendríamos una primera tentativa de financiamiento, que luego se puede completar con aproximaciones sucesivas, que pueden ser exógenas y/o endógenas. Además considerando los aspectos de oferta y demanda para cada variable.

III. Préstamos externos

En primer lugar veamos el financiamiento a través de los créditos externos (véase matriz N° 1). La matriz, por definición, va a tener las siguientes características:

- i) diagonal principal nula;
- ii) todos los vectores líneas, de los (1), (2), (3), (4) y (5) son nulos; con excepción del vector columna del sector (6) que, en este caso también hemos supuesto igual a cero. Dicho supuesto se refiere a que nuestros sectores residentes dan créditos al resto del mundo por valores muy exiguos, que no consideraremos en el programa;
- iii) el total de créditos demandados debe ser igual al total de créditos ofrecidos.

Ahora bien, veamos sector a sector, como se financian:

Sector (1):

El Gobierno General demanda créditos del resto del mundo en función de la brecha o gap de financiamiento, de las disponibilidades de divisas, de los créditos internos, etc. O, dicho de otra forma, los créditos externos obtenidos por el Sector Gobierno General son una proporción dada de la diferencia entre la inversión geográfica bruta en capital fijo más la variación en los stocks, más los préstamos internos, más las amortizaciones externas, más las amortizaciones internas, más los aportes de capital, más la compra de bonos al sistema intermedio, más los aumentos de depósitos en moneda extranjera, menos el ahorro generado neto (interno), menos las asignaciones para el consumo de capital fijo, menos los créditos internos percibidos, menos las amortizaciones internas recibidas, menos las colocaciones de la emisión de bonos y menos las disminuciones de depósitos.

Se sabe que en todo proceso de programación, el cálculo de las cifras se hace por etapas sucesivas. Para ello, se puede usar en primer lugar algunas de las variables expuestas anteriormente y, en seguida, agregar una a una, hasta completar la ecuación propuesta.

En general, a través de todos los sectores de esta matriz utilizaremos el máximo de ecuaciones endógenas alternativas. Estas ecuaciones deben hacer consideraciones, no sólo por el lado de la demanda de créditos,

/sino que

sino que también, por el lado de la oferta de dichos créditos externos (impuestas por las condiciones y características de los prestamistas).

Sector (2):

Como alternativa, tenemos que los créditos externos del sector empresas estatales no financieras, son una proporción dada de la inversión geográfica bruta en capital fijo más la variación de existencias, más las amortizaciones externas, más los aportes de capital realizados, menos el ahorro generado neto, menos las asignaciones para el consumo de capital fijo del sector y menos los aportes de capital recibidos.

Sector (3):

Los créditos externos del sector empresas privadas no financieras son una proporción dada del gap en el financiamiento real, de los créditos internos, de las acciones emitidas y de las amortizaciones de pago al extranjero. Mejor dicho, la diferencia entre la inversión geográfica bruta y el ahorro generado bruto, más los créditos internos concedidos, más las amortizaciones externas, más las amortizaciones internas de crédito, más la compra de acciones nuevas, menos los créditos internos recibidos, menos las amortizaciones internas recibidas, menos los aportes de capital percibidos y menos las acciones emitidas en el período.

Sector (4):

Los créditos externos del sector intermedio son una proporción de la inversión geográfica bruta, más los créditos internos concedidos, más las amortizaciones pagadas al extranjero, más las amortizaciones internas pagadas, más los aportes de capital entregados, más los bonos comprados, más las acciones nuevas compradas, más los aumentos de oro y divisas, menos el ahorro generado y menos la asignación del consumo, menos los créditos internos recibidos, menos las amortizaciones internas recibidas, menos los aportes de capital recibido, más los bonos emitidos, menos las acciones nuevas emitidas, menos la disminución de las reservas de oro y divisas, y menos los depósitos recibidos.

/Sector (5)

Sector (5):

Los créditos externos del sector personas ^{1/} son una proporción dada de la diferencia entre la inversión geográfica bruta en capital fijo (se recuerda que para el caso de las personas se estimó en forma provisoria su inversión a través de la edificación habitacional) y el ahorro generado neto más las asignaciones de consumo para el capital fijo.

Sector (6):

Los créditos externos del sector resto del mundo están dados exógenamente y son nulos. Aún cuando, este sector podría recibir créditos de los sectores de nuestra economía, como son por ejemplo los pagos anticipados, etc., no nos preocuparemos de ellos en el programa, a causa de que estos créditos son muy pequeños.

IV. Préstamos internos (véase matriz N° 2)

Los préstamos internos que demanda cada sector, también, se estimaron a través de varias alternativas. Pero en general esta matriz tiene características que en una u otra alternativa, no van a cambiar y ellas son:

- i) diagonal principal nula, ya que los sectores están consolidados;
- ii) los vectores columnas y renglón del sector resto del mundo, son nulos por definición, porque este sector no puede jugar internamente;
- iii) el total de créditos demandados debe ser igual al total de créditos ofrecidos.

El financiamiento con créditos internos para cada uno de los sectores es:

^{1/} Se refiere a las instituciones sin fines de lucro.

Sector (1):

El Gobierno General demanda crédito de cada uno de los otros sectores de la economía en función de la brecha o gap de desfinanciamiento entre su inversión geográfica bruta y su ahorro generado bruto. Como en el caso de los créditos externos también es esta una primera aproximación al crédito interno que necesita el gobierno para su financiamiento.

La demanda de créditos internos del gobierno para cada uno de los otros sectores de la economía es una proporción dada del gap del gobierno.

Sector (2):

Los créditos internos demandados por el sector empresas estatales no financieras a cada uno de los sectores es una proporción dada del gap de desfinanciamiento de las empresas estatales.

Sector (3):

Los créditos internos de las empresas privadas no financieras de los diferentes sectores de los cuales demanda créditos es una proporción dada del gap en el financiamiento de las empresas privadas no financieras.

Sector (4):

Los créditos internos requeridos por el sector intermedio de cada uno de los otros sectores de la economía es una proporción dada de la diferencia algebraica de la inversión geográfica bruta más los créditos otorgados más las amortizaciones pagadas menos el ahorro generado bruto y menos las amortizaciones recibidas por el sector intermedio.

Sector (5):

Los créditos internos requeridos por el sector personas de cada uno de los otros sectores de la economía es una proporción dada entre la diferencia de la Inversión en Edificación Habitacional y el ahorro generado neto del propio sector.

V. AMORTIZACIONES EXTERNAS (Véase matriz N° 3)

La matriz de amortizaciones externas se caracteriza por tener:

- i) la diagonal principal nula por definición.
- ii) los vectores columnas de los sectores (1), (2), (3), (4) y (5) son nulos por definición, ya que es muy difícil que los sectores de nuestra economía reciban amortizaciones del extranjero por créditos otorgados al exterior, y si existiesen son montos sin ninguna importancia para el programa.

Los pagos de amortizaciones de cada uno de nuestros sectores al Resto del Mundo están dados exógenamente.

VI. AMORTIZACIONES INTERNAS (Véase matriz N° 4)

Las características generales de esta matriz son:

- i) la diagonal principal nula por definición.
- ii) los vectores renglón y columna del sector Resto del Mundo son nulos por definición debido a que este sector no puede actuar dentro de la economía interna.

Los pagos de amortizaciones internas de cada uno de los sectores de la economía, están dados en forma exógena.

VII. APORTES DE CAPITAL (Véase Matriz N° 5)

La característica principal es tener la diagonal principal nula por definición.

Ahora veamos cada uno de los sectores:

Sector (1):

El Gobierno General sólo puede recibir aportes del sistema intermedio siendo estos función del gap en el financiamiento. Este sería un método endógeno para determinar cuáles serían los aportes programados. Luego, los aportes recibidos son una proporción de la diferencia entre la inversión geográfica bruta y el ahorro generado bruto del sector Gobierno General.

/Sector (2):

Sector (2):

El sector empresas estatales no financieras recibe, por definición, sólo aportes de capital desde los sectores Gobierno General y Empresas Intermedias siendo ellos, como primera alternativa, una proporción dada, para cada uno de los sectores, de la diferencia entre la inversión geográfica bruta y el ahorro generado bruto.

Sector (3):

Las empresas privadas no financieras reciben aportes de capital de tres sectores de la economía. Ellos son: las empresas estatales no financieras, las empresas intermedias y el resto del mundo. Siendo los aportes de capital recibidos por el sector (3) una proporción dada, para cada uno de los sectores, de la diferencia entre la inversión geográfica bruta y el ahorro generado bruto. Esta forma de cálculo corresponde a uno de los métodos alternativos, pudiendo utilizarse otros métodos alternativos endógenos.

Sector (4):

Las empresas financieras, públicas y privadas, solamente recibirán aportes de capital del sector gobierno general, siendo este aporte, como primer método alternativo, una proporción dada entre la diferencia de la inversión geográfica bruta y el ahorro generado bruto.

Siguiendo los mismos métodos alternativos usados en los sectores (1) y (2), y por etapas sucesivas, podemos determinar o compatibilizar en mejor forma los aportes demandados por el sector (4) y los ofrecidos a este sector.

Todo lo anterior es valedero, menos para el sector bancario incluido en el sistema intermedio, ya que no aporta capital al resto de los sectores, salvo si existieran los Bancos de Fomento.

Sector (5):

El sector Personas por definición no recibirá ni dará aportes de capital, desde ni a ningún sector de la economía sea interno o externo,

de lo contrario pasaría a ser en la contabilidad social, un sector empresario. Luego el vector columna y el vector renglón son nulos. Además, cualquier aporte de las personas al resto de los sectores económicos se considerará un aporte corriente o mejor dicho, una donación.

Sector (6):

Los aportes de capital al sector Resto del Mundo están dados en forma exógena, desde los sectores (1) y (4). El resto de los sectores no hacen aportes de capital al exterior.

VIII. BONOS (Véase matriz N° 6)

Esta matriz se refiere a emisiones de bonos y se caracteriza por tener la diagonal principal nula y que solamente tres son los sectores que pueden emitir bonos nuevos dentro del programa, ellos son el Gobierno Central - que es parte componente del Gobierno General - el Banco Central y la Caja Central de Ahorro y Préstamos, componentes estos últimos del Sistema Intermedio.

Sector (1):

La emisión total de Bonos del Gobierno Central es una proporción dada de la diferencia algebraica entre la inversión geográfica bruta y el ahorro generado bruto del sector (1).

$$\sum_{i=1}^{i=6} N'_{14}(t) = \phi_1(t) [I_1(t) + I_{(\Delta \text{ st})1}(t) - A_1(t) - A_{c.1}(t)]$$

Ahora bien, la colocación de las emisiones nuevas a los demás sectores de la economía va a ser igual sector a sector a una proporción dada del gap de desfinanciamiento del sector Gobierno General.

Otro método de cálculo, es aquel que se refiere a una cota dada de emisiones anuales; dicha cota puede estar dada por razones políticas, institucionales o económicas. Es de vital importancia conocer el poder de captación de las emisiones por los diferentes sectores económicos.

/Para calcular

Para calcular el verdadero monto a emitir anualmente y la forma de colocarlo en los sectores restantes se puede determinar por etapas sucesivas utilizando métodos endógenos. Otro método sería por ejemplo, determinar que el total de bonos a emitir es una proporción dada del total programado de fuentes para el Gobierno General.

Sector (4):

La emisión total de Bonos Nuevos del Sistema de Ahorros y Préstamos es una proporción dada de la diferencia algebraica entre la inversión geográfica bruta más los créditos internos otorgados menos el ahorro generado bruto, menos las amortizaciones pagadas (ya sean éstas internas y/e externas) y menos los depósitos recibidos.

Ahora bien, la colocación de las emisiones nuevas al resto de los sectores de la economía va a ser igual, sector a sector, a una proporción dada del gap de desfinanciamiento real y/o financiero del sector (4).

Otra alternativa, es la determinación en forma exógena, de un tope máximo de emisión de bonos por la Caja Central de Ahorros y Préstamos.

Combinando métodos alternativos endógenos y por etapas sucesivas, además del poder de captación de la emisión por el resto de los sectores económicos, se puede llegar a determinar el financiamiento definitivo a través de emisiones nuevas de bonos para el Sector Intermedio.

Sector (6):

La emisión total del sector Resto del Mundo está dada de manera exógena. Por ejemplo, bonos del BID adquiridos por el Banco Central.

El resto de los sectores, por definición, no pueden emitir bonos; debe tenerse presente que debe haber una matriz de Rescates de Bonos (Véase matriz N° 7), cuyos datos están dados en forma exógena.

IX. RESCATE DE BONOS (Véase matriz N° 7)

La matriz de Rescate de Bonos se caracteriza por tener:

i) la diagonal principal nula por definición.

/ii) los

- ii) los vectores renglón de los sectores (2), (3), (5) y (6) son nulos, ya que si estos sectores no emiten bonos no pueden aparecer rescatándolos.

Los rescates de bonos hechos por el Gobierno Central, la Caja Central de Ahorro y Préstamos y el sector Resto del Mundo están dados exógenamente.

X. ACCIONES NUEVAS (Véase matriz N° 8)

Se entenderá por emisión de acciones, aquel caso en que exista documentos o títulos que se transen en las Bolsas de Valores o en el mercado.

La matriz de emisión de acciones por parte de las empresas tienen las características siguientes:

- i) diagonal principal nula por definición.
- ii) los vectores columnas de los sectores (1), (5) y (6) son nulos ya que estos sectores por el hecho de no ser empresas no pueden emitir tal tipo de títulos.

Ahora bien, los sectores que emiten en nuestro esquema son:

Sector (2):

En el sector empresas estatales no financieras, pueden emitir acciones sólo algunas de ellas, esto es, aquellas que están constituidas en Sociedad Anónima; dicha emisión es una proporción dada de la diferencia entre la inversión geográfica bruta y el ahorro generado bruto del sector (2). El poder de captación por el resto de los sectores de la economía es igual, para cada sector, a un porcentaje dado del gap en el financiamiento del sector (2).

Además, se pueden utilizar otros métodos alternativos para determinar el total a emitir por el sector empresas, y, parcialmente, cuanto puede colocar en los demás sectores.

Por etapas sucesivas se puede llegar a determinar las nuevas acciones a emitir en este Sector.

/Sector (3):

Sector (3):

Las emisiones de acciones nuevas por el sector empresas privadas no financieras, es una proporción dada de la diferencia entre la inversión geográfica bruta y el ahorro generado bruto del sector (3). El poder de captación por el resto de los sectores de la economía es igual, para cada sector, a un porcentaje dado del gap en el financiamiento del sector empresas privadas no financieras.

Por otra parte, se pueden utilizar otros métodos alternativos para determinar el total a emitir por el sector empresas y, además, cuánto puede colocar en los demás sectores.

Combinando los métodos anteriores, podemos determinar por etapas sucesivas las acciones que se deben emitir para financiarse.

Sector (4):

Las emisiones de acciones nuevas por el sector empresas intermedias privadas, es una proporción dada de la diferencia entre la inversión geográfica bruta y el ahorro generado bruto de este sector. El poder de captación por el resto de los sectores de la economía es igual, para cada sector, a un porcentaje dado del gap en el financiamiento del sector empresas privadas financieras.

Para el resto de los métodos alternativos se seguirán los mismos pasos que en los sectores (2) y (3).

XI. TERRENOS (Véase matriz N° 9)

Esta matriz se caracteriza por tener:

- i) la diagonal principal nula, por definición.
- ii) el vector columna y el renglón del sector Resto del Mundo nulos, porque conceptualmente este sector no puede aparecer actuando en nuestra economía, comprando o vendiendo terrenos.

Mirando desde el punto de vista del financiamiento de cada sector, tendríamos:

/Sector (1):

Sector (1):

El Gobierno General vende terrenos a cada uno de los otros sectores de la economía en función de la inversión geográfica bruta en capital fijo de los otros sectores, o sea, lo que cada uno de los otros sectores demanda del Gobierno General es una proporción dada de la propia inversión de cada uno de los sectores.

Ahora bien mirando desde el punto de vista del uso, el Gobierno General demanda terrenos del resto de la economía (excepto Resto del Mundo) como una proporción de su propia inversión geográfica bruta en capital fijo.

Ahora bien, esta compra de terrenos (y en tal caso especial del Gobierno General, las expropiaciones tanto para la Reforma Agraria como otras expropiaciones vitales para el Programa) puede estar determinada en forma exógena o endógena. Combinando estos métodos en sucesivas etapas podemos llegar a determinar finalmente las cifras necesarias de demanda de terrenos.

Para los sectores (2), (3), (4) y (5) se procede en la misma forma que el sector (1).

XII. VARIACIONES DE RESERVAS DE ORO Y DIVISAS (Véase matriz N° 10)

En esta matriz tenemos lo siguiente:

- i) la diagonal principal nula, por definición.
- ii) los vectores renglón y columna para los sectores (1), (2), (3) y (5) nulos, por definición, solamente juegan los sectores (4) y (6).

Sector (4):

En el sector (4), Banco Central, la disminución de las Reservas de oro y divisas es función de las importaciones, de las amortizaciones pagadas por créditos externos de los sectores (1), (2), (3) y (4), o dicho de otra forma la disminución de las Reservas, de Oro y Divisas es una proporción dada de la suma algebraica de las importaciones más las amortizaciones pagadas al Resto del Mundo por los sectores de nuestra economía.

/Sector (6):

Sector (6):

El Resto del Mundo disminuye las Reservas de Oro y Divisas (o, lo que es lo mismo, las empresas intermedias, representadas por el Banco Central, aumentan sus Reservas de Oro y Divisas en el exterior) en función de las exportaciones y de las amortizaciones pagadas por el Resto del Mundo a nuestros sectores.

Evidentemente que, para ambos sectores anteriores, las variaciones en las reservas pueden ser determinadas en forma exógena, y/o combinarlas con alternativas endógenas hasta llegar a determinar las cifras finales del Programa.

XIII. VARIACIONES DE LA CANTIDAD DE DINERO (Véase matriz N° 11)

La variable global Cantidad de Dinero, conceptualmente incluye las variables Aumentos de Depósitos en Cuenta Corriente, Disminuciones de Depósitos en Cuenta Corriente, Variación de los Saldos Líquidos de Caja y el Aumento de Monedas y Billetes en Libre Circulación. Nosotros nos preocuparemos en el largo plazo de la variable global en forma específica y para ello remitámonos a su matriz, que se caracteriza por:

- i) diagonal principal nula por definición.
- ii) la demanda de la cantidad de dinero por cada uno de los sectores de la economía es función de su propio valor agregado o del Producto Geográfico Bruto de la economía y del incremento de la inflación (considerada dentro del costo de mantener dinero).

Sector (1):

La variación de la Cantidad de Dinero del Sector Gobierno General sería determinada en forma exógena, ya sea colocando topes a la cantidad de dinero que va a demandar el Gobierno General, tanto a nivel global, como lo que demanda cada uno de los otros sectores. Además esta forma de estimación estaría compatibilizada con las posibilidades de oferta de cantidad de dinero de la economía en su conjunto.

/Sector (2):

Sector (2):

La variación de la Cantidad de Dinero demandada por el sector empresas estatales no financieras, es una proporción dada del Δ P.G.B. (total de la economía), y del incremento de la inflación. Pudiéndose también estimar en forma exógena el total neto a demandar a la economía, como lo que demanda de cada uno de los sectores. Combinando todos los métodos alternativos, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, podemos llegar a encontrar las cifras programadas.

Sector (3):

La variación de la Cantidad de Dinero del sector empresas privadas no financieras es una proporción dada del Δ P.G.B. y el incremento de la inflación.

Procediéndose, enseguida en igual forma que en los sectores anteriores.

Sector (4):

La variación de la Cantidad de Dinero del Sector Intermedio es una proporción dada del Δ P.G.B. y del incremento de la inflación. Además, se pueden hacer otras estimaciones endógenas para llevar por etapas sucesivas a los requisitos necesarios de cantidad de dinero, como en los sectores mencionados más arriba.

Sector (5):

La variación de la cantidad de dinero es una proporción dada de la suma algebraica del Consumo de las Personas y de la inversión en Edificación Habitacional y del Incremento de la inflación. Como en el caso de los sectores anteriores, podemos estimar estas cifras por otros métodos alternativos.

Sector (6):

La variación de la Cantidad de Dinero es una proporción dada del Δ P.G.B. y del incremento de la inflación.

Ahora, remitámonos nuevamente al Esquema Contable de Programación Financiera de Corto Plazo que es compatible con el Modelo de Programación

/de Cuentas

de Cuentas Nacionales. En el esquema, tenemos para cada sector, sus fuentes y usos, tanto en variables denominadas físicas o reales como financieras.

Enseguida, supondremos que el total de transacciones financieras, tanto por el lado de los usos como de las fuentes, son una proporción dada del Producto Geográfico Bruto del Período respectivo. Las transacciones financieras comprenden desde las variables III hasta la XIV.

Por el lado de las fuentes tendríamos:

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_1(t) = \mathcal{J}'_1 Q_g(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_2(t) = \mathcal{J}'_2 Q_g(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_3(t) = \mathcal{J}'_3 Q_g(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_4(t) = \mathcal{J}'_4 Q_g(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_5(t) = \mathcal{J}'_5 Q_g(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_6(t) = \mathcal{J}'_6 Q_g(t)$$

/Por el

Por el lado de los usos:

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_1(t) = \mathcal{F}''_1 Qg(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_2(t) = \mathcal{F}''_2 Qg(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_3(t) = \mathcal{F}''_3 Qg(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_4(t) = \mathcal{F}''_4 Qg(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_5(t) = \mathcal{F}''_5 Qg(t)$$

$$\sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_6(t) = \mathcal{F}''_6 Qg(t)$$

A continuación (Véase esquema contable), procederemos al cálculo de la variable "Variaciones de otros Activos y otros Pasivos" y, para ello calcularemos para cada sector la diferencia entre los totales antes mencionados y el resto de las operaciones; cálculo que deberá efectuarse separadamente para las fuentes y para los usos.

/Por el

Por el lado de las Fuentes de los Sectores

$$\begin{aligned}
 G'_1(t) &= \sum_{III}^{XIV} P'_1(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L''_{i1}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L'_{i1}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} Z'_{i1}(t) \\
 &- \sum_{i=1}^{i=6} K_{i1}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N'_{i1}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N''_{i1}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} H_{i1}(t) - \\
 &\sum_{i=1}^{i=6} B_{i1}(t)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 G'_2(t) &= \sum_{III}^{XIV} P'_2(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L''_{i2}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L'_{i2}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} Z'_{i2}(t) \\
 &- \sum_{i=1}^{i=6} K_{i2}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N''_{i2}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N'''_{i2}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} H_{i2}(t) \\
 &- \sum_{i=1}^{i=6} B_{i2}(t)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 G'_3(t) &= \sum_{III}^{XIV} P'_3(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L''_{i3}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L'_{i3}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} Z'_{i3}(t) \\
 &- \sum_{i=1}^{i=6} K_{i3}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N''_{i3}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N''''_{i3}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} H_{i3}(t) \\
 &- \sum_{i=1}^{i=6} B_{i3}(t)
 \end{aligned}$$

$$/G'_4(t) =$$

$$\begin{aligned}
 G'_{4}(t) &= \frac{XIV}{III} P'_{4}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L''_{i4}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L'_{i4}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} Z'_{i4}(t) \\
 &- \sum_{i=1}^{i=6} K_{i4}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N'_{i4}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N''_{i4}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N'''_{i4}(t) \\
 &- \sum_{i=1}^{i=6} H_{i4}(t) - R_{64}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} B_{i4}(t)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 G'_{5}(t) &= \frac{XIV}{III} P'_{5}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L''_{i5}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} L'_{i5}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} Z'_{i5}(t) \\
 &- \sum_{i=1}^{i=6} R_{i5}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N''_{i5}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} B_{i5}(t)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 G'_{6}(t) &= \frac{XIV}{III} P'_{6}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} Z''_{i6}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} K_{i6}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} N''_{i6}(t) \\
 &- R_{i6}(t) - \sum_{i=1}^{i=6} B_{i6}(t)
 \end{aligned}$$

De los Usos de los Sectores

$$\begin{aligned}
 G''_{1}(t) &= \frac{XIV}{III} P''_{1}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} L'_{1j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} Z''_{1j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} Z'_{1j}(t) \\
 &- \sum_{j=1}^{j=6} K_{1j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} N'_{1j} - \sum_{j=1}^{j=6} N''_{1j} - \sum_{j=1}^{j=6} N'''_{1j}(t) - \\
 &- \sum_{j=1}^{j=6} H_{1j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} D_{1j}(t)
 \end{aligned}$$

/G''₂(t)

$$\begin{aligned}
 G''_2(t) &= \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_2(t) - \sum_{j=1}^{j=6} L''_{2j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} Z''_{2j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} Z'_{2j}(t) \\
 &- \sum_{j=1}^{j=6} K_{2j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} N''_{2j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} N''''_{2j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} H_{2j}(t) \\
 &- \sum_{j=1}^{j=6} B_{2j}(t)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 G''_3(t) &= \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_3(t) - \sum_{j=1}^{j=6} L''_{3j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} Z''_{3j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} Z'_{3j}(t) \\
 &- \sum_{j=1}^{j=6} N''_{3j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} N''''_{3j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} H_{3j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} B_{3j}(t)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 G''_4(t) &= \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_4(t) - \sum_{j=1}^{j=6} L''_{4j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} Z''_{4j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} Z'_{4j}(t) \\
 &- \sum_{j=1}^{j=6} K_{4j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} N''_{4j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} N''''_{4j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} N''''_{4j}(t) \\
 &- \sum_{j=1}^{j=6} H_{4j}(t) - R_{46}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} B_{4j}(t)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 G''_5(t) &= \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_5(t) - \sum_{j=1}^{j=6} L''_{5j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} Z''_{5j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} N''_{5j}(t) \\
 &- \sum_{j=1}^{j=6} N''''_{5j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} H_{5j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} B_{5j}(t)
 \end{aligned}$$

/G''_6(t)

$$G''_6(t) = \sum_{III}^{XIV} P''_6(t) - \sum_{j=1}^{j=6} L''_{6j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} K_{6j}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} N'_{6j}(t) \\ - \sum_{j=1}^{j=6} N''''_{6j}(t) - R_{64}(t) - \sum_{j=1}^{j=6} B_{6j}(t)$$

Para finalizar, veremos el cálculo de la Discrepancia Estadística para cada sector del esquema planteado. Dicha discrepancia se refiere tanto a las transacciones reales como a las financieras.

Es una discrepancia estadística neta por sector, o sea, puede estar solamente en el lado de los Usos o de las Fuentes ya que la forma de determinarla está basada en la siguiente igualdad:

$$A - I = \Delta$$

El ahorro menos la inversión es igual a una brecha, positiva o negativa, y esta misma brecha, pero con signo contrario, debe ser igual a la suma de todas las fuentes del sector menos la suma de todos los usos del mismo sector.

Veamos por sector (Véase además el esquema contable) el cálculo de la Discrepancia Estadística.

/Discrepancia Estadística

Discrepancia Estadística Neta

Sector (1):

$$\text{Disc. Est.} = \left\{ A_1(t) + A_{c.1}(t) - [I_1(t) + I_{\Delta} \text{ Stock } 1(t)] \right\} + \left\{ \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_1(t) - \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_1(t) \right\}$$

Sector (2):

$$\text{Disc. Est.} = \left\{ A_{s.2}(t) + A_{c.2}(t) - [I_{s.2}(t) + I_{\Delta} \text{ Stock } s.2(t)] \right\} + \left\{ \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_2(t) - \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_2(t) \right\}$$

Sector (3):

$$\text{Disc. Est.} = \left\{ A_{s.3}(t) + A_{c.3}(t) - [I_{s.3}(t) + I_{\Delta} \text{ Stock } s.3(t)] \right\} + \left\{ \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_3(t) - \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_3(t) \right\}$$

Sector (4):

$$\text{Disc. Est.} = \left\{ A_{s.4}(t) + A_{c.4}(t) - [I_{s.4}(t) + I_{\Delta} \text{ Stock } s.4(t)] \right\} + \left\{ \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_4(t) - \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_4(t) \right\}$$

/Sector (5):

Sector (5):

$$\text{Disc. Est.} = \left\{ A_5(t) \right\} + \left\{ \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_5(t) - \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_5(t) \right\}$$

Sector (6):

$$\text{Disc. Est.} = \left\{ A_6(t) + A_{c.6}(t) \right\} + \left\{ \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P'_6(t) - \sum_{\text{III}}^{\text{XIV}} P''_6(t) \right\}$$

/Conclusiones

Conclusiones

De las principales ventajas y desventajas que se obtendrían de este modelo de programación financiera de corto plazo, tendríamos:

i) Corrector del modelo de flujos corrientes debido a que al encontrarse interrelacionadas las variables tanto reales como financieras se puede llegar a un momento en que, una vez probadas algunas alternativas factibles de financiamiento, mirado desde el punto de vista práctico y teórico, se puedan presentar inconsistencias. Estas inconsistencias, motivadas por el modelo de flujos reales, haría revisar el planteamiento de éste último.

Finalmente, las limitaciones del esquema serían:

i) Las relaciones funcionales que aquí se plantean deben ser comprobadas en forma econométrica. Además, las relaciones incluidas pueden no ser las que aquí se postulan ya que, con el análisis en profundidad y con los aspectos prácticos y de cálculo, se puede llegar a relaciones totalmente nuevas (debidas a cambios en la calidad de la información o del estudio de correlaciones).

ii) Daría luz sobre los cambios estructurales y sobre la importancia de las variables financieras, pero no proporcionaría los medios de la política económica y tampoco los incentivos.

iii) En la factibilidad práctica de la elaboración de este esquema de programación, determinadas áreas tanto en las transacciones como en los sectores, pueden no quedar explícitas en forma individual, pudiendo presentarse en conjunto bajo la forma de un saldo global, pudiéndose hacer desagregaciones tentativas para algunas transacciones y en especial en el sector empresas privadas.

iv) Faltaría probar la convergencia del modelo.

Anexo 1

Un modelo de programación de cuentas nacionales

El modelo que se presenta a continuación tiene como objetivo servir de base para proyectar las cuentas nacionales en el contexto de un programa de desarrollo, a partir de un conjunto de hipótesis de política económica y considerando la acumulación de capital como único factor de crecimiento a través de la hipótesis usual de la tasa capital-producto. Todas las variables están medidas a precios del año base.

1. Cuenta del producto nacional bruto

A precios de mercado

I. Gasto

$$(1) Q_g(t) = C_p(t) + C_g(t) + I_g(t) + X(t) - M(t)$$

El producto geográfico bruto es igual al consumo privado más el consumo del gobierno más la inversión geográfica bruta (incluyendo la variación de inventarios) más las exportaciones de bienes y servicios y menos las importaciones de bienes y servicios.

$$(2) Q_g(t) = Q_g(t-1) [1 + r(t)]$$

El PGB crece a una tasa $r(t)$ por año.

$$(3) C_g(t) = C_g(t-1) [1 + g(t)]$$

El consumo del gobierno crece a una tasa $g(t)$ por año.

$$(4) I_g(t) = \mathcal{L}(t) [Q_g(t+1) - Q_g(t)]$$

La inversión geográfica bruta de un año iguala la tasa incremental capital - producto por el incremento programado en el PGB para el período siguiente.

$$(5) X(t) = \bar{X}(t)$$

Las exportaciones de bienes y servicios están dadas exógenamente.

$$(6) M(t) = M_c(t) + M_i(t) + M_q(t)$$

Las importaciones de bienes y servicios se componen de bienes de consumo, bienes de capital y repuestos y materias primas.

$$/(7) M_c(t)$$

$$(7) \quad Mc(t) = Mc(0) [1 + n] ^ t$$

Las importaciones de bienes de consumo crecen al ritmo de la población.

$$(8) \quad Mi(t) = \beta(t) I_g(t)$$

Las importaciones de bienes de capital se expanden al ritmo de la inversión geográfica bruta.

$$(9) \quad Mq(t) = q(t) Q_g(t)$$

Las importaciones de materias primas aumentan al ritmo del PGB.

$$(10) \quad Q_n(t) = Q_g(t) - E(t)$$

El producto nacional bruto iguala el PGB menos los pagos netos por factores de la producción remitidos al extranjero.

$$(11) \quad E(t) = \bar{E}(t)$$

Los pagos netos por factores de la producción remitidos al extranjero son un dato.

Dados los valores iniciales $Q_g(0)$, $C_g(0)$ y $Mc(0)$ se genera la cuenta completa para el período del programa. La tasa de crecimiento del PGB para el primer año está predeterminada por la inversión geográfica bruta del primer año, como sigue

$$r(1) = \frac{I_g(0)}{L(0) Q_g(0)}$$

En esta forma, el consumo privado queda determinado por diferencia, según la ecuación (1).

II. Cargos

$$(12) \quad Y_n(t) = Q_n(t) - Ti(t) + S(t) - Ac(t)$$

El ingreso nacional (neto) iguala al PNB menos los impuestos indirectos más las subvenciones menos la asignación para el consumo de capital fijo.

$$(13) \quad Y_g(t) = Y_n(t) + E(t)$$

El ingreso geográfico (neto) iguala al Ingreso nacional más los pagos netos por factores de la producción remitidos al extranjero.

$$(14) \quad Ti(t) = \psi(t) Q_g(t)$$

Los impuestos indirectos son una proporción dada del PGB.

$$(15) \quad S(t) = \bar{S}(t)$$

Las subvenciones son un dato.

$$/(16) \quad Ac(t)$$

$$(16) \quad A_c(t) = \gamma^v(t) Q_g(t)$$

La asignación para el consumo de capital es una proporción dada del PGB lo cual supone una tasa capital-producto constante y una vida media dada para el acervo de capital.

$$(17) \quad Y_g(t) = W(t) + V_u(t) + U(t)$$

El ingreso geográfico iguala la suma de sueldos y salarios, imposiciones patronales en cajas de previsión e ingresos de propietarios y empresarios.

$$(18) \quad W(t) = W(t-1) [1+m(t)] [1+y(t)]$$

Los sueldos y salarios totales se expanden a una tasa $m(t)$ por aumento de empleo y de $y(t)$ por aumento programado real (5 y 5 per cápita).

$$(19) \quad V_u(t) = z(t) W(t)$$

Las imposiciones patronales en cajas de previsión son una proporción dada del total de sueldos y salarios.

Conocido el ingreso geográfico por la cuenta anterior, el nivel de ingresos de propietarios y empresarios resulta por diferencia. Como condición inicial se requiere conocer $W(0)$.

3. Cuenta de las personas

$$(20) \quad A_p(t) = Y_d(t) - C_p(t)$$

El ahorro de las personas es igual al ingreso personal disponible menos el consumo privado.

$$(21) \quad Y_d(t) = Y_n(t) - D(t) - V(t) - T_g(t) + F(t) - A_s(t)$$

El ingreso personal disponible iguala al ingreso nacional menos la tributación directa menos las imposiciones en cajas de previsión menos los ingresos del gobierno de sus propiedades y empresas más las transferencias recibidas por las personas y menos el ahorro de la sociedades de capital.

$$(22) \quad D(t) = D_w(t) + D_u(t) + D_e(t)$$

La tributación directa se compone de la tributación sobre sueldos, salarios y transferencias, la tributación a los ingresos de propietarios y empresarios nacionales y la tributación a los propietarios y empresarios extranjeros.

$$(23) \quad D_w(t) = W_1(t) [W(t) + F(t)] + W_2(t) [W(t-1) + F(t-1)]$$

/La tributación

La tributación sobre sueldos, salarios y transferencias es igual a una proporción dada del ingreso corriente más otra proporción del ingreso del año anterior.

$$(24) \quad Du(t) = u_1(t) U_n(t) + u_2(t) U_n(t-1)$$

La tributación sobre ingresos de propietarios y empresarios nacionales es una proporción dada del ingreso corriente más otra proporción del ingreso un año antes.

$$(25) \quad F(t) = Fg(t) + Fx(t)$$

Las transferencias recibidas por las personas se componen de aquellas dadas por el Gobierno y de otras provenientes del exterior.

$$(26) \quad Fg(t) = \bar{F}g(t)$$

$$(27) \quad Fx(t) = \bar{F}x(t)$$

Ambos tipos de transferencias son un dato.

$$(28) \quad Un(t) = U(t) - E(t) - Tg(t) - De(t)$$

Los ingresos de propietarios y empresarios nacionales iguala el total de ingresos de propietarios y empresarios menos los pagos remitidos al exterior menos los ingresos del gobierno de sus propiedades y empresas y menos la tributación sobre propietarios y empresarios extranjeros.

$$(29) \quad Tg(t) = \bar{T}g(t)$$

Los ingresos del gobierno de sus propiedades y empresas son un dato.

$$(30) \quad De(t) = (t) [1 - \xi(t)] E(t) \quad De(t) = \frac{\bar{\xi}(t) E(t)}{1 - \xi(t)}$$

La tributación directa sobre los ingresos de propietarios y empresarios extranjeros es una proporción dada de dichos ingresos.

$$(31) \quad V(t) = Vu(t) + Vw(t)$$

Las imposiciones a cajas de previsión iguala la suma de aquellas patronales y de las pagadas por empleados y obreros.

$$(32) \quad Vw(t) = v(t) [W(t) + F(t)]$$

Las imposiciones de empleados y obreros son una proporción dada de sus ingresos y transferencias.

$$(33) \quad As(t) = \delta(t) [Un(t) - Du(t)]$$

El ahorro de las sociedades de capital es una proporción dada de los ingresos de empresarios y propietarios netos de impuestos.

$$/(34) \quad Yu(t)$$

$$(34) \quad Y_u(t) = U_n(t) - D_u(t) - A_s(t)$$

El ingreso personal disponible de empresarios y propietarios nacionales iguala sus ingresos menos la tributación directa y menos el ahorro de las sociedades de capital.

$$(35) \quad Y_w(t) = W(t) + F(t) - D_w(t) - V_w(t)$$

El ingreso personal disponible de asalariados iguala el total de sueldos, salarios y transferencias menos impuestos e imposiciones previsionales.

Se puede verificar que

$$Y_d(t) = Y_u(t) + Y_w(t)$$

Para generar los valores anteriores se requieren como condiciones iniciales

$$W(0), F(0), U_n(0)$$

4. Cuenta del gobierno general

$$(36) \quad A_g(t) - D(t) + V(t) + T_g(t) + T_i(t) - S(t) - F_g(t) - C_g(t) + T_x(t)$$

El ahorro del Gobierno en cuenta corriente iguala la suma algebraica de sus ingresos y gastos, ya definidos.

5. Cuenta del Extranjero

$$(37) \quad A_x(t) = M(t) + E(t) - X(t) - F_x(t) - T_x(t)$$

El deficit de la nación en cuenta corriente o ahorro externo iguala la suma algebraica de los ingresos y egresos de la balanza de pagos en cuenta corriente.

$$(38) \quad T_x(t) = \bar{T}_x(t)$$

Las transferencias del exterior al Gobierno son un dato.

6. Cuenta del ahorro y la inversión

Esta cuenta se deduce de las anteriores no constituyendo una ecuación independiente.

$$I_g(t) = A_p(t) + A_g(t) + A_s(t) + A_c(t) + A_x(t)$$

INST/S.1/L.4

CARACTERISTICAS ACTUALES DEL SISTEMA FINANCIERO BRASILEÑO

por

Daniel Bitrán

I. INTRODUCCION

El tamaño del aparato financiero brasileño, sus modalidades institucionales y la disponibilidad de diversos tipos de instrumentos no parecen haber acompañado al proceso de desarrollo y de diversificación alcanzados por la economía del país. El prolongado fenómeno inflacionario, al acentuar ciertas rigideces institucionales, ha influido marcadamente en las características de la infraestructura financiera, alterando la preferencia por determinados tipos de activos. En años recientes, un nuevo orden de factores ha introducido modificaciones en las modalidades y en las formas de operar del sistema financiero: los que se derivan de los esquemas de estabilización adoptados, como asimismo, de los esfuerzos de programación que han venido realizándose.

El proceso inflacionario que coexistió durante la década pasada con una alta tasa de crecimiento económico, se aceleró a comienzos de la presente - alcanzando alzas máximas de precios en 1964 - coincidiendo esta vez con un debilitamiento del ritmo general de actividad. Fue precisamente en esa etapa en la que la falta de desarrollo del mercado de capitales surgió como un claro obstáculo al mantenimiento y expansión de los negocios del sector privado. Este, al no poder seguir contando con crecientes beneficios para financiar sus inversiones y capital de giro, debido a la reducción de sus ventas precisaba para sobrevivir de un flujo financiero de mediano y largo plazo.

La necesidad de fortalecer el incipiente mercado y de introducir mayor racionalidad en la programación financiera al nivel nacional, fue uno de los objetivos explícitos del Programa de Acción Económica puesto en práctica por el gobierno que asumió en 1964.

Estos objetivos se tradujeron en algunas reformas institucionales importantes, tales como la creación en 1965 del Consejo Monetario Nacional y del Banco Central. Al primero, organismo rector y fiscalizador de la política monetaria nacional, le corresponde realizar anualmente los Presupuestos Monetarios.

La elaboración anual de estos presupuestos, que son desdoblados trimestralmente, constituye el primer esfuerzo de establecer un mecanismo

/de programación

de programación financiera y monetaria vinculado a la programación de la actividad gubernamental. A fines de septiembre de cada año, es remitida al Congreso la previsión presupuestaria del gobierno y entre este mes y diciembre elabora el Banco Central el Presupuesto Monetario.

Se establecen en él los límites de expansión de los medios de pago que se hacen depender, fundamentalmente, de tres variables: la política de crédito al sector público, la contrapartida de las operaciones de comercio exterior y la política de crédito al sector privado. Las estimaciones respectivas se basan en un sistema de ecuaciones que toma en cuenta ciertos criterios fijados para la expansión del crédito al sector privado, los efectos sobre la emisión de algunas operaciones autónomas y determinadas hipótesis respecto al comportamiento del público y de los bancos comerciales.

El Presupuesto Monetario ya aprobado por el Consejo Monetario mantiene cierta elasticidad, pudiendo ser modificado en función de diversos factores tales como cambios efectivos en la realización del presupuesto fiscal, alteraciones de la política económica del gobierno, o por hechos circunstanciales tales como cosechas agrícolas superabundantes, desequilibrios acentuados del balance de pagos, problemas de la actividad cafetalera, etc.

Los resultados obtenidos durante el reducido lapso de operación de este esfuerzo de programación financiera no parecen, sin embargo, haber respondido a las expectativas. Es notable el divorcio entre las previsiones y los datos realizados, tanto del lado de las aplicaciones como del de los recursos. A juicio de los técnicos vinculados al proceso de elaboración de los presupuestos monetarios esta discrepancia estaría explicada por el insuficiente conocimiento que se tiene de los múltiples factores de corto plazo que influyen en la preferencia por la liquidez del sector privado de la economía, siendo por tanto muy difícil prever el comportamiento del volumen total de medios de pago. Según parece, sólo se tiene capacidad de prever con cierto grado de éxito la evolución de los sectores que generan la oferta primaria de dinero.

La ley que creaba el Banco Central extinguía la SUMOC (Superintendencia de Moeda y de Crédito) y modificaba el radio de acción del Banco de Brasil, que hasta entonces desarrollaba, en buena medida la función de

/Banco Central.

Banco Central. Este continúa siendo, sin embargo, el principal instrumento de acción directa de la política crediticia del gobierno.

En ese mismo año se promulgó una ley con el objetivo específico de activar e introducir normas al funcionamiento del mercado de capitales. Con arreglo a ella se desenvuelven ciertos mecanismos institucionales - como la cláusula de corrección monetaria - que persiguen estimular la movilización de recursos para el financiamiento de inversiones de plazo medio y largo. Uno de los resultados discernibles a corto plazo derivado de las medidas mencionadas es un relativo éxito en la canalización de ahorros privados hacia valores de mediano plazo - tanto públicos como privados -.

Ese flujo parece, sin embargo, haber declinado en 1967. La explicación de este hecho estaría dada por diversos factores: la aplicación de índices de corrección monetaria inferiores al alza prevista en el nivel de precios por los inversores, el surgimiento de otras alternativas más rentables derivadas de la reactivación de la actividad industrial y, acaso, también el agotamiento relativo de los fondos disponibles para este tipo de inversiones frente a la apreciable magnitud de los mismos movilizada en 1966.

II. RASGOS SALIENTES DEL SISTEMA FINANCIERO

Se intenta a continuación sintetizar los rasgos más característicos del sistema financiero brasileño:

1. Papel preponderante que juega el sector público a través de los bancos de fomento en la movilización de recursos de largo plazo; destacan entre ellos el BNDE, el Banco do Brasil y algunos bancos regionales y estaduais de desarrollo. Estas instituciones (excluyendo el Banco do Brasil, cuyas características se ajustan más bien a las de un banco comercial) ciñen en la actualidad el 9,0 por ciento de los activos de todo el sistema financiero y canalizan la casi totalidad de los recursos financieros internos y externos oficiales de largo plazo.
2. Escaso uso que hacen las empresas privadas de fuentes de financiamiento de largo plazo ajenas a ellas mismas; sus inversiones son financiadas
/en medida

en medida sustancial con sus propias utilidades. Las bolsas de valores tienen, pues, una importancia muy reducida en la captación de ahorros y sus transacciones no alcanzan a representar el 2 por ciento del producto bruto. Si algún aumento ha habido en los últimos años, él se ha debido a la suscripción de valores con cláusula reajutable tales como obligaciones del Tesoro y "letras de cambio".^{1/} Las transacciones en valores de rendimiento fijo son insignificantes y solamente 30 o 40 sociedades anónimas hacen ventas de cierta magnitud en la bolsa, aún cuando por ley todas esas sociedades, al constituirse, al aumentar su capital o al realizar transferencias de acciones, tendrían que hacerlo a través de las bolsas de valores.

3. Un sólo banco, el Banco do Brasil - sociedad anónima en que el Gobierno Federal es socio mayoritario - con sucursales en todas las regiones del país, centraliza el 50 por ciento de los depósitos de corto y largo plazo de todo el sistema financiero, en tanto que el conjunto de bancos comerciales privados detenta la tercera parte de ese total. Las tres cuartas partes de los recursos del Banco do Brasil son utilizados en préstamos al sector público, pero juega también un papel importante como banco comercial siendo el más importante de ellos. Sus préstamos al sector privado alcanzan a un tercio de todas las colocaciones del sistema bancario a ese sector. Su incidencia es aún mayor en lo relativo al financiamiento del sector agropecuario al que abastece más de la mitad de sus necesidades crediticias.^{2/}

4. Notable grado de concentración de los recursos financieros del sistema bancario privado, en un reducido número de establecimientos. Existen en el país 315 bancos particulares (con cerca de 7 300 sucursales) de los cuales 36 (o sea, el 11 por ciento) con sus respectivas sucursales, disponen del 70 por ciento de los fondos depositados en todo el sistema bancario privado. (Véase el cuadro 3). Los grupos financieros que controlan ese conjunto minoritario de bancos dominan también parte sustancial de los

1/ Debe distinguirse estos títulos de los que habitualmente se conocen con este nombre, en otros países latinoamericanos. Para una explicación de sus características, véase más adelante página 8.

2/ Los porcentajes fueron calculados con los datos a fines de 1965, véanse los cuadros 1 y 2.

recursos que utilizan las sociedades de crédito y financiamiento, entidades que se han desarrollado con gran dinamismo durante la década reciente, actuando en el área de financiamiento de mediano plazo. Los bancos comerciales de propiedad extranjera tienen importancia modesta (4 por ciento de los préstamos del sistema bancario consolidado).

5. El sistema bancario presenta, por otra parte, un alto grado de concentración geográfica. Las cuatro quintas partes del número de establecimientos y una proporción aún mayor del capital se encuentran en la región centro-sur, donde vive el 60,5 por ciento de la población y se genera 79,4 por ciento del producto bruto. Sólo en dos ciudades de aquella región, Sao Paulo y Rio de Janeiro, se radica algo más de la mitad de la red bancaria nacional. (Véase el cuadro 4).

En los últimos años, sin embargo, se percibe un crecimiento relativamente mayor en el número de establecimientos que se radican en la región nordeste y en la región centro-oeste, en donde se halla Brasilia.

A diferencia de lo anotado para el sistema bancario en su conjunto el Banco do Brasil presenta un grado de centralización mucho menor. Sus agencias localizadas en las regiones menos avanzadas del nordeste y centro-oeste representan la tercera parte del número total de agencias de esta institución con lo que se evidencia la función que se le asigna a ella en el desarrollo de las regiones menos favorecidas. (Cuadros 5 y 6)

6. La intensidad del proceso inflacionario y las limitaciones oficiales impuestas a la tasa de interés (ley de usura^{1/}) han reducido considerablemente la aceptación de activos financieros de largo plazo. Del total de recursos puestos a disposición del sector privado por el sistema bancario consolidado, el 81 por ciento corresponde a préstamos o financiamientos de corto plazo. Las operaciones de largo plazo (18 por ciento del total) fueron realizadas en su abrumadora mayoría por las instituciones de fomento: el BNDE (8,1 por ciento) y el Banco do Brasil (5,6 por ciento).

^{1/} Según la cual la tasa de interés no podría, bajo circunstancia alguna, exceder del 12 por ciento anual.

III. LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS Y SUS MODALIDADES DE OPERACION

1. Visión de conjunto

El sistema financiero del Brasil se compone de una gran diversidad de instituciones cuyas operaciones son regidas por el Banco Central. Los bancos comerciales, el Banco do Brasil, las Cajas Económicas, las Sociedades de Financiamiento e Inversiones, los Bancos de Inversiones, los Bancos de Fomento, las Bolsas de Valores, los Institutos de Previsión Social y las Compañías de Seguro, integran el sistema financiero nacional. En el total de recursos movilizados por esas instituciones, los bancos comerciales (incluido el Banco do Brasil), participan con el 80 por ciento, los bancos de fomento con aproximadamente el 6,5 por ciento, los Institutos de Previsión Social (en conjunto con las compañías de seguros) con 5,5 por ciento, las sociedades de financiamiento con 3,7 por ciento y las cajas económicas con 3,3 por ciento.

2. Instituciones que actúan en el área financiera de plazo corto y medio

Los bancos comerciales privados, que operan casi exclusivamente en el área de corto plazo, tienen gran ponderación en el conjunto de las operaciones y en el acervo del sistema financiero. En 1965 las colocaciones del conjunto de bancos privados representaban el 35,0 por ciento de las realizadas por todo el sistema y sus activos ascendían a una proporción similar.

La existencia del Banco do Brasil constituye un rasgo típico del sistema financiero brasileño. Además de ser el más importante de los bancos comerciales, es el agente financiero del gobierno, forma parte integrante del sistema del Banco Central, ejecuta la política de comercio exterior, financiando exportaciones e importaciones, lleva a cabo la política de precios mínimos para la producción agrícola y desarrolla actividades de banco de fomento, otorgando créditos de mediano y largo plazo a los sectores agropecuario e industrial. En 1965 este banco con sus 624 agencias disponía del 50,7 por ciento de los depósitos de todo el sistema financiero o del 63,0 por ciento de los que contaba el sistema de bancos comerciales (inclusive el Banco do Brasil).

/La casi

La casi totalidad del financiamiento de corto plazo es provista por los bancos comerciales y por el Banco do Brasil, pero este último juega un papel importante también en el financiamiento de mediano plazo. Del conjunto de colocaciones con plazo superior a 6 meses otorgados por todo el sistema financiero brasilero en 1965, las realizadas por el Banco do Brasil, concentradas en los sectores agrícolas e industrial, representaban el 40 por ciento.^{1/}

La persistencia del proceso inflacionario conjugada con los efectos de la ley de usura, que establecía un límite a la tasa de interés que resultó muy inferior al ritmo medio de desvalorización monetaria, hizo desaparecer virtualmente la oferta de recursos de medio y largo plazo por parte del sistema bancario privado. La creciente necesidad de estos recursos generada particularmente por el desarrollo de la industria de bienes duraderos de consumo y de capital hizo surgir un nuevo tipo de agente financiero que, mediante una forma particular de operar, conseguía captar recursos destinados preferentemente al mercado de capitales de mediano plazo. Conviene examinar con cierta detención la operación de estas sociedades.

Trátase de las Sociedades de Crédito, Financiamiento e Inversiones. Nacidas hace cerca de 20 años se multiplicaron rápidamente: de 33 que había en 1952, pasaron a 64 en 1960 y a 202 en 1965. El decreto que regula la operación de estas sociedades las considera como integrantes del sistema bancario y, por tanto, sujetas a control por parte del Banco Central. Existen dos fórmulas mediante las cuales estas instituciones atraen recursos. La primera consiste, en esencia, en recibir fondos que se destinan a "cuentas de participación" en diferentes sociedades. De esta manera, a los propietarios de recursos líquidos que hasta hace poco casi no tenían otra alternativa que depositarlos en cuentas a plazo, recibiendo la tasa de interés bancaria, se les ofrecía la posibilidad de adquirir los certificados de participación emitidos por las sociedades de financiamiento, mediante los cuales tenían derecho a una remuneración de su capital, que era función de las ganancias de

^{1/} Para un análisis más detenido de la evolución y funciones actuales del Banco do Brasil, véase la sección siguiente de este documento.

las empresas industriales y comerciales usuarias de esos recursos. En compensación, los contratos respectivos limitaban el grado de liquidez de esos recursos, pudiendo los participantes retirarlos mediante un aviso previo de 180 días autorizado sólo 6 meses después de firmado el contrato.

La segunda forma de operar de las Sociedades de Crédito y Financiamiento está constituida por las "letras de cambio", especie de "debentures" colocados por las mismas en las Bolsas de Valores. Este sistema, que empezó a operar en 1959, resultó en la práctica mucho más atractivo que el de las cuentas de participación, virtualmente extinguido en los primeros años de esta década.

Las empresas que precisan capital de giro pueden, gracias a este sistema, permutar los documentos aceptados por sus clientes (por la venta a plazo de mercaderías), por "letras de cambio", giradas por ellas y recibidas por las Sociedades de Crédito y Financiamiento. Para aceptar dichas letras las sociedades reciben en garantía aquellos documentos y cobran una comisión.

La "letra" aceptada por la Sociedad de Crédito y Financiamiento, es colocada luego en el mercado de valores a través de las compañías distribuidoras (generalmente filiales de las propias compañías de financiamiento), las que otorgan un descuento sobre su valor nominal, entregando el saldo al prestatario previa rebaja de la comisión. En la práctica las sociedades no aguardan la venta de estos títulos para entregar los recursos al prestatario, sino que se los anticipan de acuerdo con una tasa de descuento preestablecida, al igual que operan los bancos comerciales cuando descuentan documentos.

Los plazos de las "letras de cambio" son establecidos en tal forma que su vencimiento es precedido por el de las letras y demás documentos recibidos en garantía. Así, unos cinco días antes del vencimiento de las "letras de cambio", la compañía de crédito cobra los documentos que ha retenido en su poder, liquidando con estos recursos las "letras de cambio" que había aceptado.

/Aunque esta

Aunque esta operación no difiere mucho en la práctica de las que realizan los bancos comerciales, desde el punto de vista legal presenta características diversas. El comprador de una letra de cambio recibe "utilidades" en lugar de intereses y el tomador del préstamo no paga legalmente "intereses", sino que sufre un "descuento" en la venta de la letra de cambio por él emitida.^{1/}

La creciente aceptación de esta modalidad de financiamiento queda reflejada por la notable expansión de este tipo de sociedades, que en 1966 otorgaron financiamientos correspondientes al 16 por ciento del total de los créditos bancarios al sector privado.

El éxito de este sistema resultó de la seguridad de la operación para las sociedades de financiamiento, que establecían los plazos de vencimiento de las letras en conexión con los de los respectivos documentos de garantía, pero, aun más, de la preferencia que le dio el público, que encontraba en él un mecanismo de protección contra la inflación y el que no les exigía desembolsos tributarios, ya que el comprador no precisaba identificarse ni ante la compañía emisora ni ante el gobierno. (El impuesto sobre el descuento de las mismas creado en 1963 incidía sobre el prestatario.)^{2/}

El funcionamiento de las Sociedades de Crédito y Financiamiento no estuvo, sin embargo, exento de problemas. Dado que su crecimiento fue extensivo (multiplicación del número de sociedades) se registró una elevación de los costos de los servicios prestados. De otra parte, el límite de seis meses establecido para sus operaciones resultaba demasiado restringido para el financiamiento de la venta de determinados tipos de bienes durables, entre ellos los de capital. Finalmente, en la medida en que la determinación de los descuentos con que se vendían las letras de cambio era fuertemente influenciada por la tasa de inflación presente, esta forma de operación tendía a presionar para la proyección futura de esa tasa, encareciéndose el precio de los préstamos.

^{1/} Por ejemplo, una letra vendida por 76 por ciento de su valor (o sea con un descuento de 24 por ciento) proporcionaba a su comprador un interés implícito de $24/76$, o sea, de 31,6 por ciento al año.

^{2/} Véase a este respecto el documento inédito A inflação e os mercados de crédito e de capitais no Brasil, M.E. Simonsen, junio de 1967.

La ley promulgada en julio de 1965 que regula el mercado de capitales, intentó dar solución a estos tres problemas. En relación al primero, la meta era aumentar la dimensión media de las Sociedades de Financiamiento, otorgándose prerrogativas especiales para las de mayor tamaño. En relación a los plazos de las operaciones, los intentos de elevarlos a un año como mínimo no se han materializado. Los mayores esfuerzos se han realizado con relación al tercer problema, a consecuencia de la prioridad dada por el gobierno a la desaceleración del alza de precios.

Con relación a este aspecto la ley en cuestión aumentó de 10 a 15 por ciento la tasa del impuesto a la renta que recae sobre el descuento otorgado en la venta de letras de cambio. Con ello se perseguía extinguir el método de venta con descuento reemplazándolo por letras de cambio reajustables - con corrección monetaria - (el reajuste quedaba exento de impuestos). Se perseguía, así, una reducción de las tasas de interés, ya que se esperaba una desaceleración del ritmo inflacionario.

El medio empresarial pareció no compartir en el mismo grado que el gobierno las previsiones con respecto al descenso acelerado de la inflación, no disponiéndose, por consiguiente, a contratar préstamos a intereses indeterminados (dados por los coeficientes de reajuste que serían establecidos en el futuro). Esta situación hizo que se evolucionara hacia una posición más flexible, que fue la de permitir la fijación previa de límites máximos de corrección monetaria, que serían libremente contratados entre los adquirentes y vendedores de letras de cambio. De aquí resultó en la práctica que las tasas de corrección monetaria así determinadas se aproximaron precisamente a las de descuento antes vigente. Consiguientemente, la única diferencia del método actual con respecto al anterior reside en su menor incidencia respecto a los precios de mercado de los productos en cuyo financiamiento interviene, a consecuencia de la exención tributaria antes mencionada.

Conviene resaltar, finalmente, que la magnitud de las tasas de los descuentos y, posteriormente, la de las tasas de reajuste, en la práctica, rara vez logró compensar la tasa efectiva de desvalorización monetaria.

3. Financiamiento de mediano y largo plazo

a) Las Cajas Económicas

Las Cajas Económicas son instituciones tipo bancos de ahorros, algunas de ellas con más de un siglo de existencia, operadas por los gobiernos federal y estaduais, cuyo objeto es captar ahorros populares, (y en algunos casos públicos), para aplicarlos al financiamiento de viviendas, a préstamos a funcionarios públicos o a créditos pignoratícios. En 1966 existían 1.700 instituciones de este tipo repartidas por el país, pero dos tercios de las mismas se concentraban en dos estados (Sao Paulo y Minas Gerais), en donde se encuentran las dos únicas Cajas Económicas Federales.

Los depósitos populares, tanto a la vista como a plazo, que forman la base de los recursos de estas Cajas ganan un interés de 4 por ciento al año. A pesar de esa baja tasa en relación al ritmo de desvalorización del cruzeiro, el monto total de depósitos alcanza magnitudes de cierta consideración. Con la creación del Banco Nacional de Habitación, en 1964, quedan vinculadas las Carteras de Habitación de las Cajas Económicas a la acción de dicho Banco. Desde entonces se ha visto considerablemente realizado el papel de las Cajas como Agentes Financieros del sistema habitacional, principalmente en función de la expansión de los recursos que pasaron a disponer para atender tanto la adquisición de inmuebles urbanos como para el financiamiento de nuevas construcciones.

b) Bancos privados de inversiones

Los bancos privados de inversiones, de creación bastante reciente (febrero de 1966), son sociedades anónimas que actúan en el área de financiamiento de mediano y largo plazo proveyendo capital fijo o de giro. Para ello disponen de recursos propios, aplican fondos de terceros o canalizan empréstitos externos. Las operaciones de los ocho bancos de este tipo que existen en la actualidad han consistido primordialmente en la aceptación de letras de cambio, compitiendo directamente con las que realizan las Sociedades de Crédito y Financiamiento antes aludidas. De hecho la ley que crea estos Bancos permite a aquellas transformarse en Bancos de Inversión (con lo que se amplía considerablemente el radio de sus operaciones), siempre que cumplan una serie de requisitos, entre los que destacan el tamaño mínimo del capital

/inicial. En

inicial. En ningún caso el plazo de las operaciones que realizan puede ser inferior a un año, y se aplica a las mismas la práctica de reajustes por índices de corrección monetaria.

4. Financiamiento de largo plazo

i) El mercado privado de capitales

Mientras en el área del financiamiento de mediano plazo se logró una canalización importante de recursos del sector privado mediante la creación y expansión de las Sociedades de Financiamiento, las disponibilidades de fondos de largo plazo dependen de una manera sustancial de los bancos e instituciones gubernamentales de fomento. El mercado mobiliario brasileño - salvo en lo relativo a transacciones de papeles reajustables de mediano plazo, de gran expansión reciente - se encuentra aún en etapa incipiente, y se inicia recién la operación de los bancos privados de inversiones.

Durante el período de rápido crecimiento económico que tuvo lugar hasta los primeros años de la presente década, la acumulación de capital de las empresas fue realizada básicamente mediante la retención de los crecientes beneficios que resultaban de un mercado protegido y en expansión. Este hecho explica, concomitantemente, la exiguidad del mercado de capitales privados. La aceleración del proceso inflacionario y la caída de la tasa de crecimiento económico afectaron considerablemente los márgenes de beneficios de las empresas, las que para sobrevivir y expandirse precisaban de un flujo de financiamiento de mediano y largo plazo.

La falta de desarrollo y diversificación del mercado privado de capitales de largo plazo que no había conseguido afectar el crecimiento de las empresas durante el período anterior, pasa a constituir en esta etapa un serio obstáculo a su ulterior desarrollo.

A partir de 1964, el gobierno ha venido adoptando una serie de medidas tendientes al fortalecimiento y restructuración del mercado privado de capitales. Quizá el aspecto más relevante de esas medidas sea la adopción del principio, ya mencionado, de cláusula móvil de corrección monetaria (o de reajuste) para las operaciones de mediano y largo plazo, mediante índices de precios previamente establecidos.

/Una serie

Una serie de leyes ha hecho aplicable la cláusula móvil a la emisión de títulos, a la contratación de préstamos, a los depósitos a plazo, etc.^{1/} Desde el punto de vista tributario este reajuste es considerado como una actualización de valores, por lo que queda exento de impuestos.

La nueva política consiguió un relativo éxito en la movilización de ahorros privados, especialmente para inversiones en obligaciones reajustables del Tesoro. La medida también tuvo efectos estimulantes en la contratación de préstamos inmobiliarios.

Hasta 1964 el gobierno sólo conseguía colocar títulos de la deuda pública en la forma de préstamos obligatorios. Las obligaciones reajustables recién creadas tuvieron inicialmente un plazo de rescate de entre 3 y 20 años, pero en vista de la escasa aceptación con que fueron recibidas, el Gobierno lo redujo a un año. La reacción fue rápida logrando financiar el gobierno la mayor parte de su déficit de caja durante el año 1966.

El sistema de contratos inmobiliarios con corrección monetaria viene siendo puesto en práctica desde 1965 a base de recursos de entidades públicas, como el Banco Nacional de Habitación y las Cajas Económicas. La capacidad de aplicación de recursos de estas entidades se verá seguramente reforzada ya que de ahora en adelante recibirán las cuotas de amortización e intereses en moneda de valor constante. La colocación de este tipo de valores entre el público sólo se inició recientemente.

Desde 1966 el Gobierno fortaleció considerablemente el mercado de letras inmobiliarias con la creación del Fondo de Garantía por Tiempo de Servicio. Este fondo, constituido por el 8 por ciento de las planillas de pago de los asalariados es administrado por el BNH y se destina fundamentalmente a financiar casa propia para los trabajadores.

^{1/} Se menciona entre otras: Ley 4357 (agosto de 1964) que crea títulos de la deuda pública con corrección monetaria (Obligaciones Reajustables del Tesoro); Ley 4380 (agosto de 1964) que creó el Banco Nacional de Habitación, en la que se establecen préstamos reajustables para la adquisición de casa propia y la Ley 4728 (julio de 1965) que regula el funcionamiento del mercado de capitales. Ampliando este principio a una serie de títulos y operaciones.

En cuanto a los títulos de largo plazo reajustables creados por la ley 4728, tales como "debentures", certificados de depósitos, etc., su aceptación ha sido limitada, de un lado por el temor de los compradores de que durante el plazo de vigencia de los mismos muden las reglas del juego, y del otro por la reticencia de los mutuarios para comprometerse a priori a un reajuste que puede resultar superior a la tasa de desvalorización monetaria.

b) Las instituciones oficiales de financiamiento de largo plazo

La mayor fuente de financiamiento de largo plazo es el Banco Nacional de Desarrollo Económico (BNDE), principal ejecutor de la política de inversiones del Gobierno Federal. El Banco do Brasil concede también importantes líneas de crédito a largo plazo principalmente a la agricultura y a la industria.^{1/} El Banco do Nordeste do Brasil (BNB) y el Banco de Crédito de Amazonia, además del Banco Regional de Desarrollo del Extremo Sur, juegan un papel fundamental en el financiamiento de proyectos en las regiones en que actúan. Con relación a créditos inmobiliarios destacan las colocaciones realizadas a través de diversas instituciones por el Banco Nacional de Habitación recientemente creado y los otorgados por las Cajas Económicas. Los Institutos de Previsión Social, las Compañías de Seguro y el Banco Nacional de Crédito Cooperativo aportan también una cantidad limitada de recursos de largo plazo.

La acción de los Fondos de Fomento

Durante los últimos tres años, el Gobierno ha establecido una serie de fondos cuyo objetivo es el de canalizar o aplicar directamente recursos de largo plazo hacia fines específicos de fomento. Se cuenta para ello con fondos provenientes de préstamos externos y con recursos nacionales de diversas fuentes. Estas entidades ejecutan su acción generalmente a través de los diversos agentes financieros federales, regionales y estatales existentes.

Entre los de acción más relevante por la magnitud de los recursos canalizados figuran el FINAME (Fondo para el financiamiento de compras y

1/ En vista del papel capital de estas dos instituciones en el sistema financiero brasileño dedícase el capítulo siguiente a un análisis más detenido de las mismas.

ventas de maquinaria y equipos nacionales), el FIPEME (Programa para el Financiamiento de la Mediana y Pequeña Industria) y el FINEP (Fondo para el Financiamiento de Estudios y Proyectos).^{1/}

Las operaciones del FINAME han sido financiadas por recursos provenientes de la Alianza para el Progreso, del Banco Central y del BNDE. Los plazos de sus préstamos varían entre 2 y 5 años. En 1965, primer año de sus operaciones, consiguió financiar a través de los bancos regionales estaduales y comerciales y de las Sociedades de Financiamiento, el 2 por ciento de la producción nacional de bienes de capital, y una proporción similar también en 1966.

El FIPEME fue creado por el BNDE y es financiado básicamente con créditos del BID y del gobierno alemán (Kreditanstalt). Su acción financiera se centra en la creación o ampliación de plantas industriales pequeñas y medianas, y sus agentes son los Bancos de Desarrollo Regionales y Estaduales y las Agencias Gubernamentales con objetivos semejantes, a quienes transfiere recursos con plazos que varían entre 4 y 6 años.

^{1/} En 1966 fueron creados otros dos Fondos: el FUNFERTIL, que aplica recursos nacionales y de la AID - valiéndose de los agentes financieros de la red bancaria existente - para conceder auxilios financieros a los productores que apliquen fertilizantes a sus cultivos o mejoren los métodos de alimentación ganadera y el FUNDEPRO que con fondos puestos a disposición por el BNDE financia la elaboración de proyectos que persigan elevar la productividad de las empresas existentes. Anteriormente (1964) habían sido creados otros dos Fondos el FNRR (Fondo Nacional de Refinanciamiento Rural) con el objetivo de aplicar recursos externos (Créditos del Gobierno de los Estados Unidos - provenientes de la PL 480 -) y recursos internos propios y de origen presupuestario, y el FUNDECE (Fondo de Democratización del Capital de las Empresas). El decreto que crea este último establece que el Fondo dará prioridad a las empresas que propendan a dar mayor apertura a su capital (emitiendo acciones de suscripción pública), a las que promuevan las exportaciones y a las que tiendan a solucionar puntos de estrangulamiento dentro de la red industrial. Los recursos con que cuenta para financiar sus operaciones provienen de la Alianza para el Progreso, del Banco do Brasil y de sus propias operaciones. Aún cuando este fondo se propuso operar a través de los diferentes agentes financieros del país, la Cartera de Crédito Agrícola e Industrial del Banco do Brasil, ha centralizado el 70 por ciento de los recursos disponibles del mismo. Ello se ha debido al gran número de agencias que tiene en todo el país y a su experiencia acumulada en la concesión de créditos al sector industrial.

Finalmente, el FINEP actúa en un campo prácticamente virgen en América Latina: provee financiamiento para la realización de estudios y proyectos que promuevan sectores básicos, en los más diversos campos de actividad. Sus recursos provienen del exterior (BID y AID) y son administrados por el BNDE quien asume la responsabilidad de actuar como fiador y de encargarse del servicio de las operaciones con el exterior. El Fondo financia entre el 10 por ciento y el 40 por ciento del costo del proyecto en que participa, con un plazo máximo de 10 años. Hasta mediados de 1967 había recibido cerca de 100 proyectos para su financiamiento, entre los que destacan los de industria alimenticia, química y metalúrgica.

Los Bancos Regiones de Fomento

La acentuación de disparidades regionales que ha caracterizado la formación económica brasileña, ha llevado a los gobiernos federales y estaduais al desarrollo durante la postguerra de una política de asistencia financiera a las regiones menos favorecidas. Juegan a este respecto un importante papel los bancos de desarrollo regional, entre los que destacan el Banco del Nordeste de Brasil (BNB), el Banco de Crédito de la Amazonia, que operan en concordancia con la SUDENE y la SUDAM, respectivamente. Actúan también regionalmente, entre otros, el Banco de Desarrollo del Extremo Sur y el Banco de Minas Gerais.

El Banco del Nordeste de Brasil, creado en junio de 1952, ha tenido una evolución extraordinariamente dinámica, siendo en la actualidad el segundo banco de fomento del país (después del BNDE). Sociedad anónima en la que el gobierno federal detenta el 70 por ciento de las acciones, deriva el BNB sus recursos, principalmente, de un fondo rotativo establecido por la Constitución Federal consistente en un 3 por ciento de la renta tributaria de la Unión.

El BNB es el agente financiero de la SUDENE y, como tal, recibe los recursos externos concedidos a esa Superintendencia, como también los recursos especiales establecidos en la Ley de Impuesto a la Renta, que permite a las personas jurídicas deducir 50 por ciento del impuesto a la renta que deben pagar, si destinan estos recursos a inversiones en la región nordeste. Participa el Banco también en el financiamiento de proyectos industriales realizado con recursos del BID.

El BNB concede dos tipos de financiamiento: el crédito especializado (de mediano y largo plazo) y el general (de corto plazo). Dentro del primer tipo se encuentran los créditos a las industrias - destinados al financiamiento de la implantación, modernización, ampliación, relocalización de proyectos industriales considerados importantes para el Nordeste - y los destinados a la agricultura, concedidos ya sea directamente al agricultor o a través de cooperativas. Estos últimos atienden dos aspectos: financiamiento de inversiones - cultivos permanentes, construcción de presas, obras de irrigación, adquisición de maquinarias agrícolas, silos, cercas, etc. - y financiamiento corriente - costeo de entrezafas, compra de animales de cría, etc.

El Banco de Amazonia, creado en 1950, pertenece casi integralmente al Gobierno Federal. Sus recursos se derivan principalmente de la recaudación de un 10 por ciento del fondo creado por la Constitución Federal con el objeto de desarrollar un Plan de Valorización de la Amazonia, cuya ejecución está hoy a cargo de la SUDAM. Aunque el objetivo original del Banco fue el de fomentar la extracción de la goma natural y la creación de industrias que aprovecharan esta materia prima, recientemente viene extendiendo sus actividades asistiendo financieramente al proceso de industrialización de la región.

Completan el conjunto de instituciones financieras que actúan en el área de largo plazo, el Banco Nacional de Habitación, las Compañías de Seguro y Capitalización y los Institutos de Previsión Social.

El Banco Nacional de Habitación

El Banco Nacional de Habitación (BNH) fue creado a fines de 1964 con la finalidad de promover la implantación de un Plan Nacional de Habitación. Entidad autárquica subordina su acción a la política económica y financiera del Gobierno. Su acción es fundamentalmente orientadora y de racionalización de la asistencia financiera al sector de vivienda, quedándole expresamente prohibido participar directamente en la construcción y en la compra y venta de inmuebles. Como tal concede gran importancia al financiamiento de proyectos de desarrollo urbano, de conjuntos habitacionales y relativos a la creación y desarrollo de industrias de materiales de construcción, así como a la realización de investigaciones tecnológicas en el campo habitacional.

/La ley

La ley que creó el BNH estableció una asignación forzosa de recursos para vivienda, que en los primeros años consistió, principalmente, en el 1,2 por ciento de los sueldos y salarios pagados en todo el país. La misma ley estableció la práctica del "reajuste" para las operaciones inmobiliarias y con ello se consiguió reiniciar las operaciones de crédito hipotecario a largo plazo, casi interrumpidas en años recientes por el proceso inflacionario.

En septiembre de 1966 se entregó al BNH la administración del Fondo de Garantía de Tiempo de Servicio formado por un aporte mensual del 8 por ciento de todos los sueldos y salarios hecho por los empleadores por cuenta de los empleados que voluntariamente decidan participar en este plan. La administración de este Fondo convierte al Banco en un poderoso agente financiero, no sólo de la vivienda, sino también de las industrias que proveen insumos a la construcción. Se estima que el BNH contará en 1967 con una cuantía de recursos superior al NCr un mil millón (alrededor de 500 millones de dólares).

El BNH actúa a través de diversos agentes financieros, designados en la propia ley que lo creó. Destacan entre ellos organismos de crédito públicos, tales como las Cajas Económicas federales, y estatales y privadas tales como asociaciones mutualistas de ahorros y préstamos^{1/} y sociedades de crédito inmobiliario.^{2/} Actúa también a través de "agentes promotores" tales como las compañías de habitación popular (COHAB^{3/}), el Instituto de Previsión y Asistencia de los Servicios del Estado y las cooperativas habitacionales (COOPS), cuya creación se trata de estimular.

A cada uno de estos agentes se les asignó un sector social específico para su acción y se les fijó modalidades especiales para las operaciones financieras que tienden a beneficiar en mayor grado a las familias de

1/ No ha sido aún autorizado el funcionamiento de estas asociaciones.

2/ Hasta el momento, sólo se ha constituido una de estas sociedades, la COPEG de Guanabara; la colocación de letras inmobiliaria de esta sociedad parece haber tenido bastante éxito.

3/ Entidades autónomas que operan con recursos de los estados o municipios que pueden obtener refinanciamiento del BNH en aquellos proyectos aprobados por el Banco.

ingresos más bajos. Así, las COHABS deben atender a los sectores de más bajo ingreso; las COOPS a los sectores medio-inferior; las Cajas Económicas al sector de ingresos medios y las sociedades de crédito inmobiliario podrán servir al nivel medio-alto de ingresos.

Hasta fines de agosto de 1966 los agentes financieros mencionados sólo habían podido emplear algo más de una quinta parte de los recursos financieros disponibles. Las COHABS han empleado la mayor proporción de los recursos asignados, en comparación con los demás agentes.

Compañías de Seguro y Capitalización e Institutos de Previsión Social

Dentro del conjunto de instituciones financieras brasileñas fueron las compañías de seguros y capitalización las que probablemente sufrieron un proceso de descapitalización más intenso con la inflación. Sus ingresos reales por concepto de primas e inversiones no han dejado de reducirse desde 1958. La situación financiera de las compañías se vio agravada aún por la dificultad creciente de colocar nuevas pólizas de seguros, que como los de vida implica una inmovilización de largo plazo y la elevación de los costos operacionales.

En vista de ello las compañías procuraron diversificar sus negocios ampliando o creando nuevas formas de seguro que pudiesen atraer operaciones de corto plazo. El rápido ritmo de crecimiento industrial les proveyó de un mercado creciente para los seguros llamados "elementales".^{1/} Este fue el único ramo de seguros que consiguió ingresos por concepto de primas ligeramente crecientes en términos reales y hacia el cual tendió la mayor parte de las compañías. De las 179 compañías existentes en 1964, 160 operaban exclusivamente en este tipo de seguros.^{2/}

Con todo, estos resultados no fueron suficientes para compensar la tendencia decreciente del conjunto y más de la mitad de las compañías operaban con déficit en sus operaciones de seguros, que pasaban a financiar con los ingresos provenientes de sus inversiones, derivando también de

1/ Seguros de incendio, transportes, automóviles, accidentes del trabajo, etc.

2/ Véase Situação monetária, creditícia e do mercado de capitais.

ellos sus excedentes líquidos.^{1/} En todo caso, los coeficientes de rentabilidad de las empresas se situaron a partir de 1958 muy por debajo de las tasas efectivas de inflación.

Análogamente al caso de las compañías de seguro, los institutos de previsión social fueron muy afectados por el proceso inflacionario. A diferencia de aquellas, sus ingresos crecieron en términos reales, pero los gastos se expandieron mucho más, dando lugar a crecientes déficits.^{2/} Esta situación se explica, en parte, por el rezago con que son depositadas las imposiciones de los empleadores, (a los que resultaba conveniente destinar estos fondos a otros fines, pagando los reducidos intereses penales correspondientes). Los ingresos derivados de las inversiones de estos institutos, inversamente a lo señalado para las compañías de seguros, crecían menos que los ingresos corrientes debido a que entre las operaciones predominaban las de tipo social, (construcción o financiamiento de viviendas para los asegurados, urbanizaciones, etc.).

IV. DOS INSTITUCIONES CARACTERISTICAS DEL SISTEMA FINANCIERO BRASILEÑO

1. Banco do Brasil

El Banco do Brasil constituye por su importancia relativa en el financiamiento de los sectores público y privado y por la multiplicidad de funciones que desempeña, un rasgo típico del sistema financiero brasileño.

No poseyendo hasta recientemente el Brasil un Banco Central, gran parte de las funciones características a ese tipo de institución estaba atribuida al Banco do Brasil, sociedad anónima de economía mixta, cuyo

^{1/} La distribución de las inversiones de las compañías de seguro durante el período 1958-64 fue la siguiente (1/3 créditos hipotecarios, 30 por ciento inmuebles, 23 por ciento valores mobiliarios y 13 por ciento depósitos para cubrir reservas técnicas exigibles a corto plazo).

^{2/} Entre los principales Institutos de Previsión se cuentan el Instituto de Retiro y Pensiones de los Bancarios (IAPB), Instituto de Retiro y Pensiones de los Comerciantes (IAPC), Instituto de Retiro y Pensiones de los Empleados de Transportes y Carga (IAPETC), Instituto de Retiro y Pensiones de los Ferroviarios y Empleados en Servicios Públicos (IAPFESP), Instituto de Retiro y Pensiones de los Industriales (IAPI) y el Instituto de Retiro y Pensiones de los Marítimos (IAPM).

principal accionista es el Gobierno Federal. Para atender esas funciones, dicho banco poseía cuatro departamentos: Cartera de Redescuentos, Caja de Movilización Bancaria, Cartera de Cambio y Cartera de Comercio Exterior.

A la par de sus funciones de ejecutor de la política monetaria y crediticia del gobierno, el Banco do Brasil actuaba también como líder de los bancos comerciales, con lo que sus funciones como banco central quedaban influidas por una variedad de otras funciones. Así, más que en respuesta a una programación previa, las emisiones de papel moneda se hacían en función de las necesidades de la Cartera de Redescuentos y de la Caja de Movilización Bancaria. Las reservas exigidas a los bancos comerciales eran, en su mayor parte, mantenidas por los propios establecimientos.^{1/}

En 1945 se readaptó la estructura del Banco do Brasil creándose al mismo tiempo la Superintendencia de Moneda y Crédito (SUMOC) subordinada al Ministerio de Hacienda, con el objetivo de controlar el mercado monetario y, eventualmente, echar las bases para el establecimiento de un Banco Central. De esa manera poseía el Banco do Brasil un sistema en que las atribuciones monetarias se ejercían en tres niveles: a) las normativas, de competencia del Consejo de la SUMOC; b) las ejecutivas, a cargo del propio Banco do Brasil y c) las de fiscalización y control, de responsabilidad de la SUMOC.

Con la ley N° 4595, del 31-12-1965, se transformó la SUMOC en un Banco Central y su antiguo Consejo fue sustituido por el Consejo Monetario Nacional.

Las modificaciones anteriores no significaron una reducción del papel preponderante del Banco do Brasil en el sistema financiero nacional. Además de la participación que le cabe a su presidente en el Consejo Monetario Nacional sigue ejecutando el Banco la política crediticia y financiera del gobierno federal desempeñando como tal las funciones siguientes:

1/ Para un análisis más pormenorizado de la evolución del Banco do Brasil, véase Historia dos bancos e do desenvolvimento financeiro do Brasil de Benedito Ribeiro y Mario Mazzei Guimaraes. Pro Service Ltda., Editora, septiembre 1967.

- a) actúa como agente financiero del Tesoro Nacional, recibiendo el producto de la recaudación tributaria y efectuando los desembolsos relativos a la ejecución presupuestaria,
- b) ejecuta la política de precios mínimos de los productos agropecuarios, adquiriendo y financiando existencias de producción exportables,
- c) recibe, en exclusividad, los depósitos de las entidades públicas federales, y
- d) ejecuta el servicio de compensación de cheques.

Además de estas funciones, el Banco do Brasil, financia, como agente financiero del gobierno, la agricultura (a través de su Cartera de Crédito Agrícola e Industrial - CREAT), ejecuta la política de comercio exterior y financia las exportaciones y las importaciones (Cartera de Comercio Exterior - CACEX).

Por otra parte, sigue desempeñando su rol como el más importante de los bancos comerciales del país.

Merecen destacarse algunas alteraciones introducidas al Banco do Brasil por la ley 4595.

1. La práctica de conceder anticipos al Tesoro Nacional quedó expresamente prohibida.
2. Se extinguió la Cartera de Redescuentos, pasando al Banco Central la responsabilidad de estas operaciones.
3. Se extinguió, asimismo, la Caja de Movilización Bancaria, cuyo objetivo era el de prestar asistencia financiera de emergencia a los bancos comerciales.
4. Las funciones de la Cartera de Cambio - supervigilar las operaciones de cambio - pasan al Banco Central, manteniendo el Banco do Brasil las de compra y venta de divisas.

Finalmente la CACEX fue el único de los departamentos con funciones propias de Banco Central que siguió perteneciendo al Banco do Brasil, que siguió consecuentemente con la responsabilidad de emitir licencias de exportación e importación, de fijar los precios y controlar los pesos, medidas y clasificaciones declarados en las compras y ventas externas, y de financiar, en casos especiales la exportación e importación de bienes de producción o de consumo considerados de alta prioridad.

/Cabe ahora

Cabe ahora resaltar las funciones del Banco do Brasil como banco comercial y banco de fomento.

Sus 578 agencias distribuidas por todo el país (y 5 en el exterior) dispusieron de un total de NCr\$ 4.300 millones, que representaban el 56 por ciento de los NCr\$ 7.700 millones de que dispuso el conjunto del sistema bancario.^{1/}

Un análisis de su actuación durante la última década revela una tendencia creciente de la participación del sector público en el total de préstamos concedidos, invirtiéndose la tendencia observada en la década anterior. En lo que toca al sector privado, atendido por la Cartera de Crédito General y la CACREI, se observa un aumento relativo de los financiamientos otorgados a la agricultura y a la industria, en desmedro de los destinados al comercio.

Los préstamos de la CACREI, que opera con recursos internos y externos (entre los que sobresalen los de la AID), se destinan a atender sectores de actividad que el Estado desea estimular. Los recursos correspondientes absorben la mayor parte de los disponibles para operaciones con el sector privado y son colocados a bajas tasas de interés y en condiciones más flexibles que las exigidas por los bancos privados. La CACREI está autorizada para conceder créditos a plazos medios y largos, pero la demanda por fondos de corto plazo absorbe la mayor parte de los recursos. Los préstamos al sector agropecuario, que representan el 85 por ciento del total de operaciones de la CACREI, se destinan principalmente a la adquisición de animales para cría, al financiamiento entre cosechas, y a la engorda de ganado lechero. Los concedidos al sector industrial son utilizados fundamentalmente para la adquisición de materias primas.

2. El Banco Nacional de Desarrollo Económico (BNDE)

El BNDE, la mayor institución financiera de fomento del país, ha desempeñado un papel clave en la ampliación de la infraestructura económica y en la diversificación del parque industrial brasileño. Su creación en 1952 como una autarquía federal ligada al Ministerio de Hacienda (actualmente

^{1/} Datos a fines de 1964

al Ministerio de Planificación), surgió de la necesidad de ensanchar la dotación de servicios básicos cuyo rezago en relación a la rápida expansión de las industrias de consumo y al acelerado proceso de urbanización se había convertido en elemento fundamental de estrangulamiento. Su objetivo fue, pues, el de conceder financiamientos de largo plazo para el desarrollo de sectores estratégicos. Además de la concesión de créditos con una tasa de interés baja, y extensos períodos de amortización, el Banco actúa como aval para empréstitos externos y puede suscribir parte del capital de las empresas.

Las operaciones de crédito y financiamiento del BNDE representan en la actualidad el 45 por ciento del total de fondos de largo plazo aplicados por todo el sistema financiero del país. Hasta 1964 sus recursos estaban constituidos por una tasa adicional de 15 por ciento sobre el impuesto a la renta, a los que se sumaban los generados por sus propias operaciones y los provenientes de créditos externos, en especial los de excedentes agrícolas norteamericanos. Se agregaban aún los depósitos obligatorios del 25 por ciento del aumento anual de las reservas técnicas de las compañías de seguro y capitalización. A partir de aquel año, este sistema fue sustituido por otro que aseguraba al Banco el 20 por ciento de la recaudación total del impuesto a la renta, con lo que se expandían apreciablemente sus recursos. En 1967, ese mecanismo fue eliminado sustituyéndose por otro en el cual se otorgaba al Banco una parte del recientemente creado impuesto sobre operaciones financieras. Sus operaciones pasarían, además, a ser financiadas por la venta de acciones de empresas industriales especialmente siderúrgicas y de energía que se habían acumulado en el BNDE en forma de participación de sociedad.

En síntesis, desde la creación del Banco hasta 1965, el 55 por ciento del total de los recursos aplicados ha provenido de fuentes tributarias; alrededor de la quinta parte, del retorno de sus propias operaciones; una proporción similar, de recursos externos y menos de un cinco por ciento, de los provenientes de las compañías de seguro y capitalización.

El BNDE realiza un estudio a fondo de las operaciones que aprueba. Los proyectos presentados son apreciados desde múltiples aspectos que van, desde su viabilidad técnico-financiera hasta su significación macro-

/económica. Una

económica. Una vez concedida la colaboración pasa el Banco a preocuparse de la evolución física de la inversión, llegando, en muchos casos a controlar la operación de las nuevas unidades, condicionando la liberación de recursos ya aprobados a ciertas exigencias.

Las operaciones del BNDE han atendido en síntesis, a las siguientes necesidades: - equipamiento y ampliación de los sistemas de transporte ferroviario, portuario, marítimo, rodoviario y aéreo;
- construcción y ampliación de sistemas de energía eléctrica;
- instalación y ampliación de industrias básicas;
- construcción y ampliación de la red nacional de depósitos de almacenamiento, silos, mataderos y frigoríficos.

La acción del BNDE en el proceso económico ha venido cambiando durante sus tres lustros de existencia. Atendiendo al destino al que se han aplicado sus recursos, ésta podría quedar caracterizada por tres períodos.

Durante los primeros años de la década de 1950 había conciencia creciente de las limitaciones que al ulterior crecimiento industrial significaba el insuficiente desarrollo de la infraestructura económica. Los años anteriores de industrialización no intencional, en los que el sector público no estaba preparado, ni fiscal ni administrativamente, para hacer frente a las tareas de complementación industrial habían conducido a la configuración de claros puntos de estrangulamiento especialmente en el binomio energía-transporte. De ello dan prueba los trabajos de la Comisión Mixta Brasil-Estados Unidos (1951-53), que resultaron en la elaboración de 41 proyectos específicos, principalmente de infraestructura y las conclusiones del diagnóstico elaborado por el Grupo Mixto CEPAL/BNDE (1952-55).

Los cinco primeros años de vida del BNDE (1952-56) coinciden, pues, con una etapa decisiva de inversiones públicas del país en la que éste asume un papel fundamental. El 90 por ciento de los recursos de esa institución fueron comprometidos en esa etapa en obras de infraestructura (70 por ciento transporte y 20 por ciento energía eléctrica), mientras se destinaba sólo un 7,5 por ciento al sector industrial. Durante esta primera etapa se formaba al mismo tiempo, un equipo técnico dentro del Banco que vendría a constituirse en un verdadero embrión de planificación,

/de fundamental

de fundamental importancia en la posterior formulación del Plan de Metas. Así pues, si en relación a las actividades gubernamentales en los sectores de infraestructura ejerció el BNDE importantes funciones, ocupó un papel aún más relevante en relación a la ampliación o implantación de sectores productores de insumos básicos y bienes de capital, objetivos fundamentales de dicho plan.

Así, queda definida la etapa siguiente de la acción del BNDE:
1956-1960

Se constituyó, junto al Banco, el Consejo de Desarrollo (órgano subordinado a la Presidencia de la República) en cuyo seno se articulaban varios "grupos ejecutivos" con la tarea de elaborar programas y proyectos, conceder estímulos para las inversiones prioritarias y coordinar la ejecución de esos programas. La acción de estas entidades, operando en verdadera simbiosis con el Banco, fue en buena medida responsable del éxito del Plan de Metas.

El Banco, que para los programas gubernamentales constituía ya un eslabón prácticamente obligatorio, pasó a proveer una mejor compatibilización de los programas y decisiones asumidos sectorialmente al orientar su acción según criterios económicos más válidos que los que podrían alcanzar las unidades aisladas. Fue así como en esa etapa se produce un cambio en el destino de las aplicaciones del BNDE. Las de infraestructura económica se reducen a un 45 por ciento del total, cediendo importancia al financiamiento de los sectores industriales básicos que absorben el 50 por ciento de los recursos durante ese período (de los cuales sólo los destinados a la siderurgia representaban las dos terceras partes). Gracias al esfuerzo del Banco se implantaron en el país dos de las tres grandes siderurgias: la COSIPA y la USIMINAS. Las operaciones del Banco en el sector siderúrgico que en la primera etapa alcanzaban sólo el 1 por ciento, pasan en la siguiente al 30 por ciento y continúan ascendiendo en los últimos seis años. Durante los quince años de su existencia la participación en este sector llega al 37 por ciento del total de los recursos utilizados. Dado que la mayor parte de estas empresas se realizan en forma de participación de sociedad, el Banco será en breve plazo el mayor accionista, controlando cerca de un 40 por ciento de la producción nacional.

/Durante el

Durante el período del programa de metas se incrementaron asimismo los fondos con destino a otras industrias básicas - mecánica, metalúrgica, automovilística y otras a las que se destinó un 20 por ciento del total, en comparación con un 10 por ciento en el período anterior.

Finalmente, en la presente etapa, 1961-1967, ciertas modificaciones institucionales determinaron un nuevo vuelco en las asignaciones del Banco, acentuándose aún más los financiamientos al sector siderúrgico que pasan a absorber el 55 por ciento de los recursos totales. (Tres empresas: COSIPA, USIMINAS y FIERRO Y ACERO de Victoria ciñen el 91 por ciento de ese total).

Los aplicados al sector de infraestructura, en cambio, sólo alcanzan al 18 por ciento, pese a ser aún apreciable las asignaciones en la energía eléctrica. Este fenómeno se explica, en parte, por la ampliación de otros fondos gubernamentales no vinculados al Banco destinados a servir específicamente a ese sector, como ocurrió por ejemplo con la creación de la ELETROGRAS.

Por otra parte, la propia ampliación del sector industrial demandaba inversiones indirectas en el propio sector, con lo que los financiamientos otorgados a las demás industrias básicas y a algunas industrias livianas se elevó al 21 por ciento en este período. El sector industrial, incluyendo el siderúrgico, absorbió en definitiva el 76 por ciento de los recursos del Banco. Recientemente se ha propuesto al Banco actuar también en el sector de industrias tradicionales, en vista de los problemas de rigideces y obsolescencia que vienen caracterizándolo.

En los cuadros 7, 8 y 9 se presentan los recursos, asignaciones y participaciones en sociedades del Banco desde su creación hasta el 31 de diciembre de 1966.

Cuadro 1

BRASIL: DISTRIBUCION SECTORIAL DE LOS PRESTAMOS DEL SISTEMA BANCARIO^{a/}
(Ncr\$ 1.000)1
28
1

ORIGEN DESTINO	1955			1965			Conjunto sistema bancario			
	Autoridades monetarias b/ (A)	Bancos comerciales (B)	A en % de A + B	Autoridades monetarias b/ (A)	Bancos comerciales (B)	A en % de A + B	1955	En por ciento del total	1965	En por ciento del total
I. Sector público	58.200	4.100	93.4	4.478.800	168.400	96.4	62.300	26.7	4.647.200	45.7
II. Sector privado	65.000	106.400	37.9	1.582.500	3.939.100	28.7	171.400	73.3	5.521.600	54.3
Agricultura	12.300	7.800	61.2	581.000	469.000	55.3	20.100	8.6	1.050.000	10.3
Ganadería	6.700	2.300	74.4	139.900	137.300	50.5	9.000	3.8	277.200	2.7
Industria	28.400	34.900	44.9	617.800	1.709.300	26.5	63.300	27.1	2.327.100	22.9
Comercio	17.000	47.600	26.3	236.500	1.239.700	16.0	64.600	27.6	1.476.200	14.6
Familias	600	13.800	4.2	7.300	383.800	1.9	14.400	6.2	391.100	3.8
III. Total I + II	<u>123.200</u>	<u>110.500</u>	<u>52.7</u>	<u>6.061.300</u>	<u>4.107.500</u>	<u>59.6</u>	<u>233.700</u>	<u>100.0</u>	<u>10.168.800</u>	<u>100.0</u>

Fuente: Banco Central do Brasil, Relatórios anuais.

a/ Saldos al 31 de diciembre.

b/ Se refiere al Banco do Brasil

Cuadro 2

BRASIL: DEPOSITOS A LA VISTA Y A PLAZO DEL SISTEMA BANCARIO

	Mediados de 1955 NCr\$ 1.000	%	Mediados de 1966 NCr\$ 1.000	%
I. Bancos del Gobierno Federal	67.218	45,08	7.512.990	57,56
Banco do Brasil	66.528	44,61	6.621.111	50,72
Bancos de fomento	690	0,47	891.879	6,84
II. Bancos de gobiernos estaduales	12.676	8,50	1.015.932	7,78
III. Bancos privados nacionales	63.992	42,91	4.298.401	32,93
IV. Bancos extranjeros	5.240	3,51	226.082	1,73
<u>Total</u>	<u>149.126</u>	<u>100.00</u>	<u>13.053.405</u>	<u>100.00</u>

Fuente: Anuario Banas, 1966, Bancos, bolsas e investimentos, Brasil.

Cuadro 3

BRASIL: CONCENTRACION DE LOS DEPOSITOS TOTALES DEL SISTEMA BANCARIO
EXCLUSIVE EL BANCO DO BRASIL Y LOS BANCOS DE FOMENTO a/

Mediados de 1955			Mediados de 1966			
Casas matrices		Depósitos	Casas matrices		Depósitos	
Número	Porcentual acumulado	(Porcentual acumulado)	Número	Porcentual acumulado	(Porcentual acumulado)	
4	1,10	18,14	4	1,27	16,11	
4	2,20	32,62	4	2,54	28,31	
4	3,31	42,77	4	3,81	36,73	
6	4,97	52,62	6	5,71	46,93	
6	6,63	59,33	6	7,62	55,76	
6	8,29	66,47	6	9,52	63,54	
6	9,94	73,88	6	11,43	70,00	
Sub to- tal	36	9,94	73,88	36	11,43	70,00
Los demás bancos	326	90,06	26,12	279	88,53	30,00
Total de bancos	<u>362</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>	<u>315</u>	<u>100,00</u>	<u>100,00</u>

Fuente: Anuário Banas, 1966, Bancos, bolsas e investimentos, Brasil.

a/ Abarca el total de los bancos comerciales, o sea, los rubros II, III y IV del cuadro 2.

Cuadro 5

BRASIL: COMPOSICION REGIONAL DE LOS PRESTAMOS
(Ncr\$ 1.000.000)

		1955			1965		
		Cuenta co- rriente e hipotecaria	Títulos descon- tados	Total	Cuenta co- rriente e hipotecaria	Títulos descon- tados	Total
NORTE	Banco do Brasil	0,3	0,2	0,5	9,3	17,3	26,6
OESTE	Otros bancos	0,7	0,5	1,2	31,0	51,3	82,3
	Total	1,0	0,7	1,7	40,3	68,6	108,9
NORD	Banco do Brasil	7,3	3,3	10,6	310,3	127,4	437,7
ESTE	Otros bancos	2,5	5,8	8,3	106,5	355,7	462,3
	Total	9,8	9,1	18,8	416,9	483,2	900,0
CENTRO	Banco do Brasil	1,5	0,5	1,2	8.204,2	20,9	8.225,2
OESTE	Otros bancos	0,1	0,9	1,1	2,9	81,7	84,6
	Total	1,6	1,4	3,0	8.207,1	102,7	8.309,8
CENTRO	Banco do Brasil	89,6	10,7	100,4	890,0	615,3	1.505,3
SUR	Otros bancos	33,0	67,1	100,1	338,8	3.107,9	3.446,7
	Total	122,7	77,8	200,5	1.228,8	3.723,2	4.951,9
SAO PAULO	Banco do Brasil	31,5	3,8	35,3	316,1	291,7	607,8
	Otros bancos	13,9	33,6	47,5	78,9	1.613,1	1.692,1
	Total	45,4	37,4	82,8	395,0	1.904,8	2.299,8
M.GERA- IS	Banco do Brasil	7,4	1,5	8,9	93,2	71,9	165,0
E.SANTO	Otros bancos	4,4	8,3	12,7	44,9	325,3	370,3
	Total	11,8	9,8	21,6	138,1	397,2	535,3
R.JAN- EIRO	Banco do Brasil	37,9	2,6	40,5	155,1	121,4	276,5
GUANA- BARA	Otros bancos	11,7	14,7	26,4	146,4	687,9	834,3
	Total	49,6	17,4	66,9	301,5	809,3	1.110,8
PARANA	Banco do Brasil	4,5	0,2	4,8	84,6	41,3	125,9
	Otros bancos	1,1	4,6	5,7	23,7	265,4	289,1
	Total	5,7	4,8	10,5	108,3	306,7	414,9
S.CATA- RINA	Banco do Brasil	8,3	2,6	10,9	241,0	89,1	330,1
RG SUL	Otros bancos	1,9	5,8	7,8	44,8	216,1	260,9
	Total	10,2	8,5	18,7	285,9	305,2	591,0
BRASIL	Banco do Brasil	98,7	14,7	113,4	9.413,8	780,9	10.194,8
	Otros bancos	36,4	74,3	110,7	479,2	3.596,6	4.075,9
	<u>Total</u>	<u>135,1</u>	<u>89,0</u>	<u>224,1</u>	<u>9.893,1</u>	<u>4.377,6</u>	<u>14.270,7</u>

Fuente: Banco Central, informes anuales.

Cuadro 4

BRASIL: DISTRIBUCION REGIONAL DE LOS ESTABLECIMIENTOS BANCARIOS ^{a/}
(TODOS LOS BANCOS Y CAJAS BANCARIAS, INCLUSIVE SUCURSALES)

	1955						1965						Capital social del conjunto de bancos			
	Todos los bancos		Banco do Brasil		Otros bancos		Todos los bancos		Banco do Brasil		Otros bancos		1955		1965	
	Número	%	Número	%	Número	%	Número	%	Número	%	Número	%	NCr\$1000	%	NCr\$1000	%
Norte	38	1,1	12	3,3	26	0,8	103	1,4	18	2,9	85	1,3	184	1,6	1.705	0,4
Nordeste ^{b/}	289	8,1	87	24,2	202	6,3	811	11,2	140	22,4	671	10,1	904	8,0	36.119	8,8
Centro-oeste ^{c/}	84	2,4	19	5,3	65	2,0	337	4,6	53	8,5	284	4,3	56	0,5	7.276	1,8
Centro-sur	3.147	88,4	241	67,2	2.906	90,0	6.020	82,8	413	66,2	5.607	84,3	10.204	89,9	366.550	89,0
Sao Paulo	1.339	37,6	81	22,6	1.258	39,4	2.512	34,5	127	20,4	2.385	35,9	4.483	39,5	149.014	36,2
Minas/E. Santo	621	17,5	58	16,2	563	17,6	972	13,4	107	17,2	865	13,0	1.566	13,8	80.746	19,6
RJ/Guanabara	475	13,3	30	8,3	445	13,9	1.048	14,4	47	7,5	1.001	15,1	3.148	27,7	84.676	20,5
Paraná	356	10,0	16	4,5	340	10,6	676	9,3	40	6,4	636	9,6	282	2,5	13.899	3,4
S. Catarina/R;G;S.	356	10,0	56	15,6	300	9,4	812	11,2	92	14,7	720	10,7	725	6,4	38.215	9,3
<u>Brasil</u>	<u>3.558</u>	<u>100,0</u>	<u>359</u>	<u>100,0</u>	<u>3.199</u>	<u>100,0</u>	<u>7.271</u>	<u>100,0</u>	<u>624</u>	<u>100,0</u>	<u>6.647</u>	<u>100,0</u>	<u>11.348</u>	<u>100,0</u>	<u>411.650</u>	<u>100,0</u>

Fuente: Ministério de Fazenda, S.E.F., Ménsário estadístico

^{a/} Datos a fines del período

^{b/} Abarca los Estados de: Maranhao, Piauí, Ceará, R.G. do Norte, Paraíba, Pernambuco, Sergipe, Alagoas y Bahía.

^{c/} Abarca los Estados de: Mato Grosso, Goiás y Brasília.

Cuadro 6

BRASIL: COMPOSICION REGIONAL DE LOS DEPOSITOS
(Ncr\$ 1.000.000)

		1955			1965		
		A vista	A plazo	Total	A vista	A plazo	Total
NORTE	Banco do Brasil	0,9	0,0	0,9	64,9	0,2	65,1
OESTE	Otros bancos	0,7	0,2	0,9	73,5	0,5	73,9
	Total	1,7	0,3	1,9	138,4	0,7	139,1
NORD	Banco do Brasil	4,0	0,2	4,2	321,7	0,5	322,3
ESTE	Otros bancos	6,7	2,2	8,9	477,2	157,1	634,3
	Total	10,7	2,4	13,1	798,9	157,6	956,5
CENTRO	Banco do Brasil	0,4	0,0	0,4	7.389,4	0,4	7.389,8
OESTE	Otros bancos	0,8	0,0	0,8	110,9	0,5	111,4
	Total	1,3	0,0	1,4	7.500,3	0,9	7.501,2
CENTRO	Banco do Brasil	80,5	1,7	82,2	2.216,9	55,8	2.272,6
SUR	Otros bancos	94,1	17,3	111,4	5.138,2	83,6	5.221,7
	Total	174,6	18,9	193,6	7.355,1	139,3	7.494,4
SAO	Banco do Brasil	10,5	0,2	10,8	598,5	2,1	600,6
PAULO	Otros bancos	44,5	8,3	52,8	2.643,7	38,4	2.682,1
	Total	54,9	8,6	63,5	3.242,2	40,5	3.282,7
M.GERAIS	Banco do Brasil	2,2	0,0	2,3	134,5	0,6	135,0
E.SANTO	Otros bancos	11,1	2,7	13,9	463,8	4,5	468,2
	Total	13,4	2,8	16,2	598,2	5,1	603,3
R.JANEIRO	Banco do Brasil	64,6	1,3	65,9	1.206,4	51,9	1.258,3
GUANABARA	Otros bancos	27,3	4,1	31,4	1.302,9	29,1	1.332,0
	Total	91,8	5,4	97,3	2.509,4	80,9	2.590,3
PARANA	Banco do Brasil	1,0	0,0	1,0	119,2	0,2	119,4
	Otros bancos	5,4	0,9	6,4	415,7	4,2	419,9
	Total	6,4	1,0	7,4	534,9	4,4	539,2
S.CATARINA	Banco do Brasil	2,2	0,0	2,2	158,3	1,0	159,3
R.G.SUR	Otros bancos	5,8	1,2	7,0	312,1	7,4	319,5
	Total	7,9	1,2	9,2	470,4	8,5	478,8
BRASIL	Banco do Brasil	85,9	1,8	87,8	9.992,9	56,8	10.049,8
	Otros bancos	102,3	19,8	122,2	5.799,7	241,7	6.041,4
	<u>Total</u>	<u>188,3</u>	<u>21,7</u>	<u>209,9</u>	<u>15.792,7</u>	<u>298,5</u>	<u>16.091,2</u>

Fuente: Banco Central, informes anuales.

Cuadro 7

BANCO NACIONAL DE DESARROLLO ECONOMICO: ORIGEN DE RECURSOS

(En porcentajes)

	1955	1966	Promedio 1952 - 1966	
I Recursos propios	14,7	49,4		
Capital y reservas	9,6	42,4	32,0	38,7
Otras	5,1	7,0	6,7	
II Recursos libremente administrados	85,3	41,6		44,9
Fondo de equipamiento económico	85,3	40,7	38,4	
Fondo nacional de inversiones	-	0,9	6,5	
III Recursos de los acuerdos del trigo (A.I.D.)	-	1,9		6,0
IV Recursos extraordinarios	-	7,1		10,4
<u>Total</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	

Fuente: Relatorio BNDE 1966

Cuadro 8

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMIENTO ECONOMICO
OPERACIONES DE CREDITO APROBADAS EN MONEDA NACIONAL

(En porcentajes)

	1955	1966	Promedio 1952 - 1966
I Infraestructura	90,7	12,1	40,2
Transporte	39,2	-	16,7
Energía eléctrica	51,5	12,1	23,5
II Industrias básicas	7,5	83,0	56,1
Siderurgia	0,9	45,5	37,4
Otras	6,6	37,5	18,7
III Agropecuaria	1,8	0,7	1,8
IV Enseñanza e investi- gaciones	-	0,7	0,4
V Bancos regionales de desarrollo	-	3,3	1,4
VI Elaboración de proyectos	-	0,2	0,1
<u>Total</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>

Fuente: Relatorio BNDE, 1966

Cuadro 9

BANCO NACIONAL DE DESARROLLO ECONOMICO
APLICACIONES EN FORMA DE PARTICIPACION SOCIETARIA

(Saldo al 31 de diciembre de 1966)

SECTORES	NCr\$1.000	%
I Siderurgia	497.093,7	90,6
COSIPA	321.288,7	58,5
USIMINAS	156.344,9	28,5
C.F.A. Vitória	19.460,1	3,6
II Energía eléctrica	41.000,0	7,5
III Química	9.486,1	1,7
Goma sintética (COPIRBO)	5.125,0	0,9
Soda cáustica (C.N. Alcalis)	4.361,1	0,8
IV Otras	1.401,7	0,2
<u>Total</u>	<u>548.981,5</u>	<u>100,0</u>

Fuente: Relatorio BNDE, 1966

INST/S.1/L.7

THE FINANCING OF DEVELOPMENT IN BRAZIL - FINANCIAL INTERMEDIARIES
1952 - 1966

por

John D. Mangoletsis



Part One

Introductory Note

This paper contains the completed sections of a study on the contribution of the financial intermediaries to the process of economic development of Brazil in the period 1952-1966. This Part contains three chapters: one introductory, one theoretical, and one methodological and statistical. Part Two will attempt an analysis of the findings which are presented in this, Part One.

The need for a theoretical chapter arises from the fact that a theory of finance, especially in the context of development, hardly exists. We have a theory of money (which is subject to improvement) and some notion about a theory of investment; but it is only recently that the pioneering works of Professor Goldsmith and Professors Gurley and Shaw opened a path towards a theory of finance proper, which can be combined into a unified whole with monetary theory and investment theory. The purpose of the second chapter is to put together the existing bits of financial theory and establish an analytical and methodological framework for all that follows in this study.

Apologies are due to the reader because this chapter does not appear in this paper. Continuous preoccupations with more urgent aspects of the study have not allowed to present in a usable form notes which have been waiting to be put in order for too long. References to Chapter Two are made repeatedly in the text but none of them is indispensable with in order to maintain continuity. Such references contain summaries of points which will be treated at some length in Chapter Two; or, at least, they serve to remind that the respective points require further consideration.

Apologies are also due for the omission of the introductory Section I, the Appendix to Section II, the Appendix to Section III, and a few minor parts of the Appendix to Section IV-A of Chapter Three which is presented in this paper. All of these refer to technical and other points of minor importance and they are not essential to the continuity of the text.

/The parts

The parts of the study which appear in this paper are the three last sections of Chapter Three. Section II contains a brief treatment of the liquidity classification of financial instruments which is applied in this study. Section III considers the problems arising in connection with the sectoral breakdown of the economic system. The last Section IV, contains presentation of the statistical material and brief comments on the most important points suggested by the data.

The study began in the "Centro de Desenvolvimento Economico CEPAL/BNDE" in August 1966. The author had been doing research on the financial institutions in Brazil since the beginning of 1966, financed by a fellowship from Rice University. The preliminary results of that research relate to the establishment of theoretical-methodological bases and to a bulk of data for the period up to the end of 1965; all of these were eventually incorporated in this study.

The greatest debt of the study is due to the Research Department of the Central Bank: the author was provided with a research home in the Research Department during February-July 1966 and with unlimited access to the non-confidential data available in that Department. Most of the material which appears in this study is due to the patience and courtesy of the staff of that Department and especially of the Monetary and Banking Division. Likewise, the author is indebted to the Special Studies Division of the Department of Exchange Operations of the Central Bank for providing the data relating to exchange operations - a task which took much longer than obtaining any other group of data. Finally, also to the Research Department of the National Bank of Economic Development of Brazil for the data relating to this Bank.

The author was encouraged and benefited greatly from numerous discussions which he had until November 1965 at Rice University. There must be mentioned especially the names of Professor Stanley Besen, Dwight Brothers (now of Harvard University), Donald Huddle, Norman Ness, and Gaston Rimlinger.

A special debt is due to Mr. Raul Fontes Cotia, of the Advisory Council of the National Bank of Economic Development, for his great interest in the study and continuous encouragement.

Rio de Janeiro, November 9, 1967.

NOTES ON SECTORS AND LIQUIDITY*

(Number references following title of each note are to items in respective Balance Sheets - Table Group I)

1. MONETARY AUTHORITIES (MA)

I. Sectors

A. Assets

i) Difference between assets and liabilities of the monetary authorities and the Bank of Brazil: XII: the monetary authorities and the Bank of Brazil have unified accounts: as it is mentioned in Chapter Two, Section III, above, the Bank of Brazil in what are considered to be its non-commercial banking operations is (jointly with some minor related agencies) the Monetary Authorities. It will be noticed that there is no financial (asset-liability) relationship between the Monetary Authorities and the Bank of Brazil. The excess of total liabilities over total Assets in the Monetary Authorities (I-1a, XII) is identical to the excess of total Assets over total liabilities in the Bank of Brazil (I-2a, IX). This means a transfer of funds from non-commercial banking sources to commercial banking uses - within the Bank of Brazil: the Monetary Authorities is a surplus sector vis a vis the Bank of Brazil, the Bank of Brazil a deficit sector vis a vis the Monetary Authorities. The difference between assets and liabilities of the Monetary Authorities and the Bank of Brazil could be shown as a claim (the only claim) of the Monetary Authorities against the Bank of Brazil and a corresponding obligation of the Bank of Brazil. Total assets and liabilities of each of these sectors, taken separately, would be equal, then, and the transfer of funds from non-commercial banking sources to commercial banking uses would be identified immediately in Tables II-1 and II-2, III-1 and III-2, and IV-1 and IV-2; but the assets of the Monetary Authorities and the liabilities of the Bank of Brazil, and, consequently the assets and liabilities of the financial system as a whole, would be overestimated. Maintaining the inequality between assets and liabilities of the Monetary Authorities and the Bank of Brazil

* Include a few notes on ambiguities which do not refer strictly to sectoral or liquidity classification.

serves as a reminder of the transfer of funds from the former to the latter, while the Asset-Liability equality for the two sectors taken together is maintained and the assets and liabilities of each sector and the Financial System as a whole are not overestimated. (The creation of the Central Bank, on March 31, 1965, introduced a number of modifications in the operations and the accounts of the Bank of Brazil, which continues as the financial agent of the Federal Government but has lost its monetary policy functions, and allowed for a separate accounting system of the Monetary Authorities proper. Data continue becoming available in the previous form, however, so that consistency in the time series is maintained). Cf. 2-I-Ai, below.

ii) Foreign and unclassified sectors: Assets, I and II and Liabilities, III, IV, and V: the available data for the period before 1959, except for liabilities, V, permit no sectoral breakdown other than between foreign and unclassified domestic sectors and practically no liquidity breakdown. Moreover, the data for that period are not reliable, except for the foreign Demand Deposits in Cruzeiros (the cruzeiro quotas in the International Monetary Fund, the World Bank, the International Development Association, and the Inter American Development Bank Liabilities, V) and Gold (Assets, I-i-1, iii-1, and iv-1) which, however, remains unclassified with respect to the disposable part (I-i-1) and the part for guarantee of long-term international loans (I-iii-1). Gold is converted at US\$35.00 per ounce. Both gold and quotas are converted at the following cruzeiro rates per US\$1.-

<u>1951</u>	<u>1952</u>	<u>1953</u>	<u>1954</u>	<u>1955</u>	<u>1956</u>	<u>1957</u>	<u>1958</u>
19.66	20.22	55.00	76.00	66.75	65.65	90.50	138.52

The rates for 1951-1952 are the General Auction rates at the end of each year; for the rest of the period they are the free rates effective at the exchange houses at the end of each year. The other items (i.e., assets, I, except i-1, iii-1, and iv-i, and II and liabilities, III and IV) are grouped under "I" or "UN", for sectoral classification, and "UN" or "NMkt-UN", for liquidity classification (Assets, I-iv-2 and II-iii and liabilities III-iv and IV-iv); and their (unknown) components are converted

/at various

at various historical exchange rates - the rates at which the various operations were effected, probably with some errors. Moreover, the data for these items include gains and losses of foreign exchange operations (due to differences in buying and selling rates and operational expenses); hence no data in assets, III-i and III-ii (Balance of Exchange Purchases and Sales and Net Operational Expenses respectively) for the period until 1958 inclusive (cf. II-A-b, below). In sum, the data for international financial relationships for the period before 1959, except for gold and the cruzeiro quotas, are of doubtful validity; they are included as the only available indications of these relationships in that period.

The case is different with the data for the period after 1958: while they are not perfect (cf. II-A-B, below), they are, on the whole, reliable and adequately classified. All data (assets, I and II and liabilities III, IV, and V) are the result of conversion at the following cruzeiro rates per US\$1.00:

<u>1959</u>	<u>1960</u>	<u>1961</u>	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966</u>
180.00	190.00	300.00	460.00	600.00	1.825.00	2.200.00	2.200.00

These are the free buying rates effective to the Monetary Authorities at the end of each year. (They are slightly lower than the rates effective at the exchange houses so that there is a small inconsistency in the series for gold and foreign deposits in cruzeiros for the periods before and after the end of 1958, but they are more realistic with regard to the foreign exchange position of the Monetary Authorities.^{1/}) The cruzeiro Claims and

^{1/} Conversion of all Cruzeiro Claims and Obligations with Exchange Rate Clause (Assets, II, Liabilities, IV and V) at these rates is, of course, a rough approximation. No ambiguity arises with respect to the Cruzeiro Demand and Deposits (Liabilities, V); but claims and obligations at so-called "guaranteed" rates are included in assets, II and liabilities, IV. Hence the values for these two items, converted at the current free rates, are overestimated. This holds especially with respect to the so-called "swap" operations: capital good imports were financed by long-term foreign currency loans repayable by the recipient importers to the Bank of Brazil at the rate effective at the time of import (especially in years 1959 and 1960).

/Obligations with

Obligations with Exchange Rate Clause (Assets II and Liabilities IV respectively) for the period after 1958 do not include the Balance of Foreign Exchange Operations, which is reported separately for this period - Assets, III-i and ii (cf. II-A-b, below).

The bulk of Foreign Currency Claims and Obligations (Assets, I, excluding Gold, and Liabilities, III respectively) is in convertible currencies; in 1965, e.g., 91% of claims and practically all obligations are in convertible currencies. Details of the liquidity classification of some items are given in II-A-a-i, below, for Assets, and II-B-ii, below, for Liabilities.

Disposable Gold (Assets, I-i-1) does not include the gold quota in the International Monetary Fund - or else it would be double-counting for the country as a whole since the value of the gold quota is balanced by shares of the IMF in the possession of the National Treasury. This gold, however, is provided by the Monetary Authorities and its value is included in their Balance of Various Financing Operations with, or under the responsibility of, the National Treasury - Assets VII-ii (cf. B-ii, below).

Finally, as far as sectorization is concerned, it will be noticed that the minor items under Assets, II and the whole of Liabilities, IV, which are classified as "UN", do not include the Foreign sector which is reported separately - Assets I and Liabilities III respectively (cf. vi, below).

iii) Independent Public Entities: V-ii-2 and VI-ii-2: Up to 1960 inclusive the discounts and loans of the monetary authorities to independent public entities include the discounts and loans of the bank of Brazil to Quasi Public Companies (I-2a, III-i and IV-i respectively) - cf. 2-I-A-ii, below. The same is the case with the demand deposits (cf. B-iii, below). This is a case where the distortion relates not only to items in the same balance sheet but also to different balance sheets: the Assets of the monetary authorities are overestimated and those of the Bank of Brazil underestimated correspondingly. As it can be seen from the balance sheet of the Bank of Brazil (I-2a, III-i and IV-i), however, it is only after 1960 that the discounts and loans of this bank to quasi public companies assume considerable value; so that, for practical purposes, the distortion

/is nil

is nil. The case is different with the demand deposits (cf. B-iii, below).

The inclusion of the financial relationships with the independent public entities in the balance sheet of the monetary authorities and those with the quasi public companies in the balance sheet of the Bank of Brazil implies the assumption that the latter relationships are the result of operations on private commercial-banking principles whereas the former are not - an assumption which probably does apply to most operations. For details and implications of the formation of two separate balance sheets (one for the monetary authorities and one for the bank of Brazil) see chapter three, section III, above, and these notes, i, above.

iv) Agriculture: V-iii: virtually all credit cooperatives are agricultural cooperatives. The inclusion of these cooperative in agriculture is a case of confusing financial with non-financial sectors and underestimating the financial system due to lack of data. Cf. Chapter three, section III, above.

v) Manufacturing and commerce: II-i-1: the classification of the cruzeiro claims with exchange rate clause against importers as "M + C" implies the assumption that all importers are manufacturing and commercial firms. This is not strictly correct, of course, but the error involved is probably small - at any rate less than one fourth of the total.

vi) Unclassified: II-i-2, ii-2, and iii: exclude the foreign sector, which is separated (item I). The same hold for the unclassified cruzeiro obligations with exchange rate clause (I-lb, IV). Cf. ii, above.

B. Liabilities:

i) Financial and non-financial unclassified: I-i and ii and II-i: Currency holdings by financial sectors (I-i) is taken from their respective balance sheets (assets); item I-ii is computed as a residual (and includes the foreign sector, whose share, however, is probably negligible).

Likewise, the demand deposits of the financial sectors (II-i) are taken from their respective balance sheets (assets), but the case here is not as unambiguous as the case of currency holdings. The following qualifications are called for. All deposits of the commercial banks (both State and private banks are with the monetary authorities. This is not necessarily

/the case

the case with the other financial sectors, however; and there is no sectoral classification of their deposits, except for the National Bank of Economic Development (I-5a, I-i). All (financial and non-financial) independent public entities by law, must maintain all of their deposits with the monetary authorities (with few exceptions). This rule has not been observed strictly; yet it is assumed here that all financial intermediaries which are independent public entities do maintain their deposits with the monetary authorities (the error probably being small, especially considering the magnitude of these deposits); one exception is made for the deposits of the social insurance system (I-7a, I-ii) and is explained in 7-I-A-i, below. Thus the deposits of federal and state savings banks and of the reinsurance institute of Brazil, taken from their respective balance sheets (I-3; I-ii; I-4a, I-ii; and I-8a, I) are assumed to be with the monetary authorities (I-lb, II-i-l-a, b, and e, respectively). The same assumption is made about the National Bank of Cooperative Credit (I-6a, I-ii, and I-lb, II-i-l-d) - which is a quasi public company, not an independent public entity - because it is known that its deposits outside the monetary authorities, if any, are negligible. The demand deposits of financial independent public entities (II-i-l-a, b, c, and e) have been subtracted from the primary available data of total demand deposits of the non-financial independent public entities, where (in the primary data) the former deposits are included; so that the data appearing in I-lb, II-ii-3 (demand deposits of non-financial independent public entities) are underestimated in as much as the data of the demand deposits of financial independent public entities are overestimated; that is, in as much as deposits of the latter entities which are not with the monetary authorities are assumed to be with the monetary authorities.

ii) National treasury: Liabilities, II-ii-1 and assets, VII: item VII-i of assets, is claims against the national treasury arising from currency issues made directly on the account of the treasury; such issues are becoming increasingly rare and small and the item tends to assume a purely historical significance. Item VII-ii (various financing operations) is the most important item in the whole balance sheet as far as claims against the

/national treasury

national treasury are concerned. The qualification "under the responsibility of" in the title of item VII (balance of operations with, or under the responsibility of, the national treasury) indicates that accumulated net flows are included which are not to the national treasury but to other (financial and non-financial) public sectors (especially independent public entities, states, and municipalities) and which, nevertheless, formally constitute an obligation of the national treasury. There is no consolidation or any other kind of grouping of these flows which would allow them to be identified. These flows, in a perfect accounting system, ought to be reported in the assets of the monetary authorities as claims against the national treasury (as they are); in the liabilities of the national treasury as obligations to the monetary authorities; in the assets of the national treasury as claims against the recipient sectors; and in the liabilities of the recipient sectors as obligations to the national treasury. Or, better still, since the intervention of the national treasury is but a formal, administrative nature and does not imply any substantive financial intermediation, the national treasury ought to be washed out of the relationship which ought to appear as connecting the monetary authorities and the recipient sectors directly. As mentioned above, there are no consolidated or otherwise grouped data available in order to distinguish the flows to the national treasury proper from those to other public sectors for which responsibility rests formally with the national treasury; nor any indication to this effect can be obtained. Hence, item VII of assets must not be interpreted as implying accumulated flows to the national treasury alone; and the flows indicated by the reported claims of the monetary authorities against other public sectors are underestimated (this being so especially with regard to non-financial sectors) to a degree which is not known nor can be presumed constant.

The term "Balance" in the title of item VII indicates that the claims reported in this item are net of the deposits of the national treasury with the monetary authorities. These deposits (which need not be of a small order) arise because the monetary authorities do not finance each operation of the national treasury (or other recipient sectors ad hoc, i.e., as need arises; they create deposits at the disposition of the national treasury

in advance - according to instructions given by the treasury. This netting out is as it should be, considering the fact that the national treasury has unlimited access to currency issue so that idle deposits of the treasury only serve purposes of accounting, management, and control and are not included in money. Thus the cash deficit of the treasury is identified clearly. If the creation of treasury deposits in a period is negative, the flow-of-funds account of the treasury must present, in the uses, deposits with the monetary authorities, i.e., deposits for contraction of money; and the monetary authorities, in their flow-of-funds account, must present these same deposits of the treasury, in the sources, and contraction of money, in the uses; so that the process of monetary contraction is identified clearly and a consolidation of the accounts of the national treasury and the monetary authorities, if desired, becomes possible. The demand deposits of the national treasury which are reported in liabilities, II-ii-1 are deposits of various governmental agencies (such as Ministries) which are due to special funds that escape both budgetary and, so-called, extra-budgetary provisions of the national treasury, and, therefore, escape the netting-out mechanism mentioned above.

Indeed, these deposits are of a different nature and arise in a different process: they do not arise in direct connection with creation of resources by the monetary authorities. It is debatable, however, whether this fact is relevant to the question of their being netted out - like the other demand deposits of the national treasury with the monetary authorities. They are integral part of one pool of funds of the same kind, that is, demand deposits with the monetary authorities, and their final effect is the same as that of all other deposits with these authorities, viz. contraction of money. Hence for the analytical purposes which underlie the approach of this study they too ought to be netted out and excluded from money. These deposits could be netted out and still be identified in the same balance sheet if they were introduced with a negative sign as part of item VII-ii. This is not done in order to maintain the consistency between this and the original formulation (the formulation of the primary data) and facilitate reference between the two as much as possible - a principle

/retained throughout

retained throughout the construction of the balance sheets (table Group I) - and due to the very small magnitude of these deposits relative to the net claims of item VII and their negligible magnitude relative to total money so that the error involved is to be practically nil.

iii) Independent public entities: II-ii-3: up to 1960 inclusive the demand deposits of independent public entities with the monetary authorities include the demand deposits of quasi public companies with the Bank of Brazil (I-2b, I-ii-1). For further comments see A-iii, above. Unlike the discounts and loans to quasi public entities (cf. A-iii, above), their demand deposits relative to those of the independent public entities before 1961 are considerable: in 1961, e.g. they are more than half the magnitude of the latter.

iv) Unclassified: VI-i-2: does not include bills held by federal savings banks, which are reported separately in VI-i-1. Bills held by non-residents (foreign sector) may be included - at a very small proportion.

II. Liquidity

A. Assets

a. Marketable and non marketable

i. Short term and long term: I-ii and iii and II-i and ii: the limit between short and long term for foreign currency claims and cruzeiro claims with exchange rate clause is 120, not 180, days. Likewise for foreign currency obligations and cruzeiro obligations with exchange rate clause (I-1b, III-ii and iii and IV-ii and iii) - cf. B-ii, below.

b. Fictitious: III: net operational expenses (III-i) is the excess of expenses over receipts involved in exchange operations at the same buying and selling rate; that is, the cost involved in buying and selling which is not covered by the nominal (small) difference between buying and selling price the purpose of which (nominal difference) is exactly to cover this cost. The cruzeiro impact of excess of purchases over sales and of (substantive) excess of buying over selling price is reported in balance of exchange purchases and sales (III-ii). In brief, items III-i and III-ii together report the realized (ceteris paribus) inflationary impact of foreign exchange operations due to net operational expenses, surplus in the balance of payments, and differences in buying and selling prices directly related to

/foreign exchange

foreign exchange policy. These are stock (accumulated net flow) values corresponding to stock quantities reported at the rates effective the end of the period, cf. I-A-ii, above, starting with stock zero at the beginning of 1959, i.e., starting with the flow of 1959. An excess of foreign currency (including exchange-rate-clause) liabilities (III, IV and V) over foreign currency assets (I and II) outstanding, or vice versa, however yields a capital loss, or profit, at the date of a change in the rate of foreign exchange, which (loss or profit) cannot be identified unless the value of each individual asset and liability at the particular rate at which it was acquired and incurred respectively is known. The information on which all reported foreign currency assets and liabilities are based is restricted to (a) the asset and liability stock outstanding at the beginning of each annual period reported in U.S. dollars, (b) the net annual increment to this stock, and (c) the free rate effective at the end of each period (cf. I-A-ii, above). Exact dates of changes in free rates are known; but neither actual weighted average buying and selling rates nor average maturities or annual turn-over (gross flows) are available to serve as a basis of even an approximation - which, at any rate, would inevitably be a very rough approximation, since conversion of all assets and liabilities at the free rate is an approximation already (cf. I-A-ii, Fn 1, above). The only exceptions pertain to the cruzeiro demand deposits with exchange rate clause, i.e., the cruzeiro quota in the IMF, IERD, IDA and IDB (Liabilities, V), for which the rates at which they were created are known and whose turn-over is practically nil; and to gold (Assets, I-i-1, III-1, and iv-1), for which the same conditions hold (cf. B-iii, below). The revaluation (Assets III-iii, for the cruzeiro demand deposits, and liabilities, VII-ii, for Gold) is applied to the stock outstanding at the beginning of each annual period. Item III-iii-2 of assets is computed as a residual. All data, other than those for assets I, except gold, and II and liabilities III and IV, in the balance sheet of the monetary authorities are given, directly or indirectly, as integral parts of the original formulation of this balance sheet in the

/primary sources

primary sources. ^{2/} The data for items I, except Gold, and II of Assets and III and IV of Liabilities, as well those for items III-i and ii of assets, come from a different source and are not integral parts of the available original formulation of the balance sheet of the monetary authorities. They substitute other (now-obsolete) data for international accounts, viz. the continuation of the 1951-58 series presented in assets, I-iv-2 and II-ii and liabilities III-iv and IV-iv. If the given (i.e., old and remaining) data are perfectly consistent among themselves, with no double-counting or omissions, the residual, if any, required to balance total assets with total liabilities must be capital gains or losses due to revaluation of assets and liabilities in foreign currency or with exchange rate clause, viz. Assets I, except Gold, and II, and liabilities III and IV - all for the period since 1959 inclusive. (It will be noticed that among the data which are considered as given are the revaluation of gold and cruzeiro demand deposits with exchange rate clause, which is, or assumed to be, known, as well as items III-i and ii of assets, the data for which are also known). No residual would be required to balance total assets with total liabilities if the excess of total given (remaining) assets over total given liabilities were equal to the excess of total new (foreign) liabilities over total new assets (or vice versa). This is not the case here; consequently, item III-iii-2 in assets is created. Admittedly, there can be no certainty that given (remaining) data are perfectly consistent among themselves; hence, it might be tempting to include the residual reported in item III-iii-2 of assets (which, like item III-iii-1, is supposed to express capital losses due to financial stocks outstanding at moments of changes in exchange rates) in item X of Assets; that is, lumping it in together with all other statistical discrepancy.

^{2/} Residual differences (assets, X and liabilities, IX) are also given: part of it already exists in the primary consolidated data and the rest is due to various modifications made on primary data (other than those of foreign currency items) in connection with the construction of Tables I-1a and I-1b. Hence, the residual difference reported in these items of assets and liabilities is not connected (at least in any direct, known way) with the foreign currency items.

/This, however

This, however, would overestimate the statistical discrepancy unduly - certainly much more than assumed capital losses, now reported separately, are overestimated (see, e.g., the value for 1964). The solution given here is probably the most indicated one until the original balance sheet of the monetary authorities is reformulated so as to incorporate, as integral parts, the new foreign currency accounts. The old data which are replaced in tables I-la and I-lb are exactly the continuation of the series presented for the period until 1958 inclusive (cf. I-A-ii, above). The data until 1958 reflect historical, not current, exchange rates (cf. I-A-ii, above and are integral parts of the available original formulation; hence no data for item III-iii-2 for the period until 1958. These series have been abandoned by the Central Bank already and replaced by others, which still are subject to substantial improvement in view of the new data for the period since 1959 (presented in tables I-la and I-lb), which were produced by the Special Studies Division of the Department of Exchange Operations of the Central Bank no more than one month before these lines are written.^{3/}

B. Liabilities

1) Demand: II demand deposits (excluding those with exchange rate clause, item V - cf. ii, below) with the traditionally considered monetary system, that is monetary authorities, Bank of Brazil - cf. 2-II-B-i, below - and commercial banks - cf. 9-II-B-i(a), below - include deposits up to 90 days, whose share, however, not likely ever to have exceeded one fourth of the total and probably has been decreasing. The inclusion of deposits up to 90 days in "demand" deposits is in accord with the criterion for defining money followed by the International Monetary Fund - a criterion which overestimates money (though perhaps not substantially) if it is defined as the strictly demand obligations, as it underestimates it (again, perhaps not substantially) by excluding the demand obligations of financial intermediaries outside the central and commercial banks ^{4/}. All this holds for

^{3/} These data are very useful also for balance-of-payments accounts.

^{4/} For comments on the definition of money see the definition of demand liabilities in chapter III, section II, above.

the voluntary demand deposits of the non-financial sectors and the financial sectors (that is, within the financial system) alike, though the latter probably include a much smaller portion of deposits other than strictly demand deposits.

The compulsory deposits (reserve requirements) of the commercial banks with the monetary authorities is a typical case where the asset and liability sides of the same debt relationship have different liquidity characteristics. The compulsory deposits of the commercial banks are of indefinite term of maturity (I-9a, I-i-1) since they cannot be withdrawn unless a certain condition realizes, viz, unless a decrease of the demand deposits with the commercial banks comes to lower the amount of their reserve requirements; (in this case, incidentally, excess deposits, if not withdrawn, are transferred automatically from compulsory to voluntary deposits). These same deposits for the monetary authorities (I-1b, II-i-2-a), however, have all characteristics at least formally, of demand obligations, since the monetary authorities have no control over, or knowledge about, the condition under which they become withdrawable.^{5/}

ii) Demand, short-term, and long-term: III-ii and iii, IV-ii and iii, and V: for foreign currency obligations and cruzeiro obligations with exchange rate clause the limit between short and long-term is 120, not 180, days.

^{5/} In a more refined analysis estimates could be made. The element of uncertainty involved here is of the same nature (though with different variables involved) as, e.g., in the case of the so-called technical reserves of the insurance companies (I-10b, II). Such estimates would become the more difficult the smaller is the proportion of the government securities (treasury bonds) which are deposited as compulsory deposits (I-9a, I-i-2). The commercial banks can maintain their reserve requirements in this form up to a certain limit (presently 75% of the total); as long as this limit is not reached, the banks can substitute government securities for cash almost at any time. In fact, other things being equal, the banks have a definite interest in doing so, since these securities, unlike the other form of reserve requirements, do yield some return. It will be noticed, incidentally, that these securities are not included in the liabilities of the monetary authorities, although they are deposited with them as reserve requirements, because they remain claims against the national treasury, not against the monetary authorities. (The effect of their being deposited as reserve requirements is that they become non-marketable to their holders). Hence, the total amount of reserve requirements, as well as their composition, is shown in item I-i of the assets of the commercial banks (I-9a) - not in item II-i-2-a of the liabilities of the monetary authorities (I-1b), which corresponds only to item I-i-1 of the assets of the commercial banks.

Likewise for foreign currency claims and cruzeiro claims with exchange rate clause (cf. A-a-i, above).

The cruzeiro demand deposits with exchange rate clause are the cruzeiro quotas in the international monetary fund, the international bank for reconstruction and development, the International Development Association, and the Inter-American Development Bank - deposited with the monetary authorities, at the disposal of these entities. These deposits only formally are "demand" obligations. They hardly have had any movement (cf. i, above) and almost never are withdrawn without some previous notice. They are classified as "demand" instead of "indefinite", however, because they are supposed at least formally, to become available to their respective owners upon demand.

iii) Equity: VIII-ii: The revaluation of gold is computed as the excess of the current US dollar value of gold over its value at \$21.00 per gramme -- the average price at which practically all monetary gold was acquired (before 1951). For comments about the cruzeiro valuation of gold, see I-A-ii, above.

2. BANK OF BRAZIL (BB)

I. Sectors

A. Assets

i) Difference between assets and liabilities of the monetary authorities and the bank of Brazil IX: see the notes on the corresponding item of the monetary authorities (XII), 1-I-A-i, above.

ii) quasi public companies III-1 and IV-1: up to 1960 inclusive the discounts and loans to quasi public companies are included in the discounts and loans of the monetary authorities to independent public entities (I-1a, V-ii-2 and VI-ii-2 respectively). Cf. 1-I-A-iii, above.

iii) Private non-financial unclassified IV-ii-5: for years 1951-1953 inclusive there is no sectoral or liquidity classification of the loans to the private sector (IV-ii); hence, for these years these loans are classified as "NFP-UN" and "s+l".

B. Liabilities

i) quasi public companies I-ii-1: Up to 1960 inclusive the demand deposits of quasi public companies are included in the demand deposits of

/the independent

the independent public entities with the monetary authorities (I-1b, II-ii-3) Cf. 1-I-B-iii, above.

ii) Households (a) I-ii-2-a: the voluntary demand deposits are officially classified as "populares" (popular) "limitadas" (limited) and "sem limite" (unlimited) according to size - the intermediate category was abolished eventually - the classification being significant for the rate of interest on them. The limits (all in nominal term) increased through the period and the interest rates decreased. (In January 1965, e.g., the limit of "populares" was set at (\$2.5 million and the rate of interest 3%, the "sem limite" paying no interest; previously the limits was (\$0.5 million and the interest rates 6% and 3% respectively). It can be presumed from the low limit that the bulk of "depósitos populares" belongs to individuals and is not used for business purposes.

b) VI-ii: the figure for households is derived as a residual: holdings of shares of the Bank of Brazil by other than the National Treasury and Households, if any, are very small.

II. Liquidity

A. Assets

a. Marketable

i) Unclassified I: Securities include shares

b. Non-marketable

i) Short and long-term IV-ii-5-a and b: See the notes on the sectoral classification of this item, I-A-iii, above.

B. Liabilities

1) Demand I-ii: the voluntary demand deposits include deposits up to 90 days, which may, but are not likely to, exceed one fourth of the total. For details see the notes on the same item of the monetary authorities, 1-II-B-1, above.

ii) Short and long-term II: As time deposits are classified the deposits over 90 days. Cf. i, above.

3. FEDERAL SAVINGS BANKS (FSB)

I. Sectors

A. Assets

1) Monetary authorities: see the notes on the corresponding item of the monetary authorities, 1-I-B-1, above.

ii) National treasury I-iii: the deposits with the national treasury

/(assets practically

(assets practically of indefinite term) any include other items, whose share, however, would be small.

iii) Households III-ii: Some short-term loans to manufacturing and other private production sectors are included in these loans, especially in items 5-7.

II. Liquidity

A. Assets

a. Marketable

i) Demand I-ii: for 1955 the demand deposits include deposits withdrawable at short notice, about (\$0.5 billion.

b. Non-marketable

i) Indefinite I-iii: see the notes on the sectoral classification of this item, I-A-ii, above.

c. Shares II-iii: the proportion of debetures to the total is small.

4. STATE SAVINGS BANKS (SSB)

I. Sectors

A. Assets

i) Monetary authorities I-ii: see the notes on the corresponding item of the monetary authorities, I-I-B-i, above.

ii) States and municipalities IV: the operations with, or under the responsibility of, state governments include operations with sectors other than States and Municipalities, such as state independent public entities, for which, however, responsibility rests personally with their respective governments. Cf. the similar case of the national treasury, I-I-B-ii, above.

II. Liquidity

A. Assets

a. Non-marketable

i) Long-term IV: the operations with, or under the responsibility of, state governments may include some short-term claims. Cf. I-A-ii, above.

5. NATIONAL BANK OF ECONOMIC DEVELOPMENT (BNDE)

I. Sectors

A. Assets

i) Independent public entities and quasi public companies VI-iii-1:

For years 1952-1954 inclusive the loans to the private sector (VI-iii-2)

/are included

are included in those to the public sector; they may exceed one fourth of the total, but their absolute value is negligible.

ii) Unclassified VIII-iii: this item includes claims against financial intermediaries which are not included in the financial sector either because no consolidated data exist or because they are included in other sectors and cannot be separated. Cf. the case of credit cooperatives, notes on monetary authorities, 1-I-A-iv, above.

B. Liabilities

i) Unclassified (a) II-i and IV: these long-term compulsory deposits and loans are proportional to income tax and they represent liabilities to all taxpayers.

b. VI: the "Fundo de financiamento para aquisicao de máquinas e equipamentos industriais" (FIQAME), created in 1965, is the only fund associated with the BNDE whose operations are not incorporated in the accounts of this bank; this reflects the autonomy of this fund vis a vis the bank. The cash balance of the operations of the fund remains deposited in the bank at the disposal of the fund (with an indefinite rather than a demand character).

II. Liquidity

A. Assets

a. Non-marketable

i) Long-term VI-ii and iii: some short-term claims are included especially in the first of these items.

B. Liabilities

i) Equity VIII: revaluation of some financial assets of relatively small value is included for year 1964.

6. NATIONAL BANK OF COOPERATIVE CREDIT (BNCC)

I. Sectors

A. Assets

i) Monetary authorities I-ii: see the notes on the corresponding item of the monetary authorities, 1-I-B-i, above.

B. Liabilities

i) National treasury and private non-financial unclassified V-i and ii: ... The capital of the national bank of cooperative credit belongs, at

least 51%, to the national treasury and, the rest, to various cooperatives. The share held by the national treasury never exceeded 60%. Hence, until 1962 inclusive this share is overestimated due to rounding, the error being ipso facto negligible. This is not necessarily the case for the later years where a 50%-50% distribution is approximated; but, especially considering the value of the item, the error which may be involved here is also negligible.

7. SOCIAL INSURANCE SYSTEM (SIS)

I. Sectors

a. Assets

1) Financial unclassified I-II: the deposits of the social insurance system are mainly with the monetary authorities and the commercial banks. The social insurance system seems to be the one among all financial "autarquias" (independent public entities) for which a presumption that, in accord with legal provisions, all deposits that are with the monetary authorities would be most dubious; and these deposits are of a relatively high value. Hence to assume that the bulk of them is with the monetary authorities might have introduced a sizable error. For this reason they are classified as pertaining to "F-UN" (financial unclassified) - a sector specially created for this unique case. Since there is no original account (balance sheet) for a "F-UN" sector, however, this asset item of SIS having no specified liability counterpart within the financial system, would make for an inconsistency between the assets and liabilities within this system, i.e. among the financial sectors; assets would be greater than liabilities. The deposits of SIS, which are not identified in the classified liabilities of any financial sector, are included in the liabilities of the financial system to the non-financial sectors, so that the total of these liabilities is overestimated. Therefore, in the sector matrices, a column for F-UN is created, where these deposits are introduced as liabilities to SIS, and added to total liabilities to (within) the financial system, being subtracted correspondingly from the unclassified liabilities; so that assets and liabilities within the financial system are equal in the F column and the error is corrected for the financial system as a whole. The liabilities of (some of) the financial sectors (especially the monetary authorities and the commercial banks) to

/the rest

the rest of the financial system, however, remain underestimated; this becomes the more significant the greater the percentage value of these deposits to total liabilities of the respective financial sectors.

ii) Unclassified II-ii and V-ii: either or both of these items may include shares of the Reinsurance Institute of Brazil. For details see notes on IRB, 8-I-B-i, below.

B. Liabilities

i. Households I: the share, if any, of sectors other than households in time deposits is small.

II. Liquidity

A. Assets

a. Shares II-i-2: shares is the bulk of this item; practically all of the rest is debentures.

b. Unclassified I-ii: the deposits of the social insurance system are with various financial institutions (I-A-i, above) and their term of maturity ranges from "demand" to "indefinite"; these two extremes probably have the greatest shares in the total.

B. Liabilities

i) Long-term I: time deposits include deposits up to six months, but their share in the total is small.

8. REINSURANCE INSTITUTE OF BRAZIL (IRB)

I. Sectors

A. Assets

i) Monetary authorities I: see the notes on the corresponding item of the monetary authorities, 1-I-B-i, above.

B. Liabilities

i) Insurance companies and unclassified III-i and ii: the capital of the Reinsurance Institute of Brazil is held in the form of shares and is increased by a prescribed amount every year; it is supposed, by law, to belong, 50%, to the social insurance institutions and, 50%, to the insurance companies. It is distributed among the various institutions and companies in various proportions, and changes in the holdings of each institution or company are compensated for with changes in various other

/items of

items of the respective institution or company with the Reinsurance Institute. Such changes are recorded in the accounts of the Reinsurance Institute and those of the social insurance institutions and insurance companies in such a way, however, that no precise correspondence between them can be traced. In addition, often changes are recorded in the accounts of the institutions or companies long after they are recorded in those of the Reinsurance Institute, so that the assets of the former come to be underestimated and do not correspond to the liabilities of the Institute. For this reason the capital of the Reinsurance Institute is classified as "UN", except for the small part (III-i) for which a corresponding item in the assets of the insurance companies has been located. Apart from this item of the insurance companies (I-10a, II-1), shares of the Reinsurance Institute may be included in their various other claims (IV). Likewise, items II (especially ii) and V-ii in the assets of the social insurance system (I-7a) are likely to include shares representing capital of the Reinsurance Institute. How much of this capital is actually recorded in the assets of its holders, at any one moment, however, remains unknown.

II. Liquidity

A. Assets

a. Marketable

i) Unclassified II: Securities include shares.

b. Plants and equipment and other non-financial assets V and VI:

The value of plants and equipment is obviously overestimated relative to that of other non-financial assets. Most probably the greatest part of the latter is included in the former due to accounting practices which are not in accord with the criterion applied here: it is possible, e.g., that only items which are to be sold are reported as other non-financial assets and the rest are included in plants and equipment. Cf. also 10-II-A-b, below.

9. COMMERCIAL BANKS (CB)

I. Sectors

A. Assets

i) Manufacturing and private non-financial unclassified III-ii, IV-ii-3, and V-ii-3: the claims of the commercial banks against the quasi

/public companies

public companies (shares and debentures, discounts, and loans) are included in the claims against the private sector, especially manufacturing to which the bulk of these companies, should they have been private, would belong. The value of the claims against these companies, however, is small relative to the claims against the private sector as well as relative to the liabilities of these companies to the bank of Brazil.

Up to 1954 inclusive the shares and debentures (III-ii) are included in the other claims (VI-ii) cf. II-A-b, below.

B. Liabilities

i) Insurance companies and capitalization companies I-i-2 and 3:

The demand deposits of the insurance companies and capitalization companies are taken from their respective consolidated balance sheets, where they are not classified by sectors. The deposits of these companies with the monetary authorities, however, are small relative to those with the commercial banks, due to the various more or less close relationships between these companies (especially the insurance companies) and the commercial banks (insurance companies owned wholly or partly by commercial bankers, etc.). Hence, all demand deposits of these companies are assumed to be with the commercial banks. Of the notes on the deposits of the financial sector with the monetary authorities 1-I-B-i, above.

ii) Households I-iii-1: see the notes on the same item of the bank of Brazil, 2-I-B-1ia, above.

iii) Private non-financial unclassified I-iii-2 and 3, and II-i: the notes on the claims against the quasi public companies (I-A-1, above) apply also to the demand deposits and orders of payment. Moreover, probably some time deposits (III-ii) of quasi public companies are with commercial banks (especially public banks, i.e. state or regional development banks); but, considering also the fact that these companies, like all production sectors, do not normally maintain substantial amounts of time deposits, the relative value must be quite small although, unlike the independent public entities, these companies are not legally obliged to maintain their deposits with the bank of Brazil.

For 1951 the orders of payment (II-i) are included on the other liabilities (V). cf. II-B-i (b), below.

iv) Unclassified VI: the capital of the commercial banks belongs to the national treasury (very little) or states (or, rarely, both) and households, if they are quasi public companies, or to the foreign sector and households, if they are private banks; participation of other sectors (especially financial), if any, is small. A rough indication of the share of sectors other than households in the capital of the commercial banks is given by the following available data for 1965. The "registered capital", i.e. capital excluding reserves and provisions, of 20 state commercial banks, - virtually the total of state commercial banks - is about 14% of the total registered capital of commercial banks and the share of state governments in the total registered capital of these state banks 76%; so that the share of state governments in the total capital of commercial banks must be a little more than 10% and the share of the public non-financial sector as a whole probably does not exceed 15%. Total capital (including reserves and provisions) of foreign commercial banks (affiliates of foreign banks) is 3.5% of the total capital of commercial banks. This, however, is a weak indication of the share of foreign sector in the total capital of commercial banks for two reasons: first, it seems that foreign banks in general applied monetary correction to their physical assets in a larger scale than their domestic counterparts - increasing their capital accounts correspondingly; second, foreigners hold some shares of domestic banks and brazilian residents hold some shares of foreign banks. Some (very few) commercial banks may be independent public entities, in which case, should they have been separated, their capital would be classified as pertaining to the banks themselves (equity). The error involved here is equivalent to the one involved in including equity in shares (cf. II-B-iii, below).

II. Liquidity

A. Assets

a. Non-marketable

1. Short-term V-ii-4 5: loans to commerce and various include some loans over 6 months.

b. Shares III-ii: debentures are a relatively small part of the total. Up to 1954 inclusive the shares and debentures are included in the other claims (VI-ii). Cf. I-4-1, above.

/c. Unclassified

c. Unclassified, short-term IV-ii a and b: the term of discounts, especially to the private non-financial sector (which are mainly discounts to manufacturing and commerce) rarely exceeds 90 days. Discounts to the national treasury and to states and municipalities are not accepted for rediscounting; the relative value of discounts to independent public entities is negligible. A precise classification of the discounts to the private sector (both as a whole and to its sub-sectors) into rediscountable and non rediscountable (which alone determines their marketability since there is no market for bank-discounted paper outside the monetary authorities) is practically impossible; even a rough approximation would involve substantial errors. Rediscountability depends (apart from the policy on the rediscount rate, which affects the profitability of the operation for the commercial banks but does not affect the nature of the paper as marketable) also on the laws and regulations establishing the limit and term of rediscounting these jointly on the amount of registered capital of the bank and the sector to which the discount is given and the product to which it relates: for example, discounts for coffee and certain other agricultural products considered "export products", such as cocoa, sugar, and cotton, are rediscounted at any amount and for a maximum of 180 days; whereas "common rediscounts" cannot exceed the amount of registered capital of the bank and at present, are given for a maximum of 15 days - 120 days until January 1965. All these have been changing through the period. The special symbol "UN-s" indicates that the ambiguity exists with respect to marketability and not term of maturity; this is a unique case in the whole system. Moreover, this item is unique in that rediscounted and non-rediscounted discounts are known for the private sector as a whole, but not for each one of its sub-sectors; hence the letters a) and b) in parenthesis to identify these two liquidity categories of the discounts to the private sector - a classification which is uniquely unrelated to the sectoral breakdown of the same item.

B. Liabilities

i) Demand a) I-ii and iii: the demand deposits of the non-financial sectors include deposits up to 90 days, which may (but are not likely to) exceed one fourth of the total. For details see the notes on the same item of the monetary authorities, 1-II-B-i, above.

b) II-i: for 1951 the orders of payment are included in the other liabilities (V) Cf. I-B-iii, above.

/ii) Short

ii) Short and long-term III: as time deposits are classified the deposits over 90 days. (Cf. i-a, above.)

iii) Shares VI: the capital of the (few) commercial banks which may be independent public entities ought to be reported as equity. Hence, the liquidity classification of this item involves an error whose magnitude depends on the proportion of the capital of such banks to the total. (Cf. I-B-iv, above.) This case of including equity of share liabilities in another liability item (or vice versa) is unique in the whole system.

10. INSURANCE COMPANIES (IC)

I. Sectors

A. Assets

i) Commercial banks I-ii: virtually all demand deposits are with commercial banks. For details see the notes on the corresponding item of the commercial banks, 9-I-B-i, above.

ii) Reinsurance institute of Brazil and unclassified II-i and IV:

The latter item possibly includes shares of the Reinsurance Institute of Brazil. For details see notes on IRB, 8-I-B-i, above.

B. Liabilities

i) Unclassified III: the capital of the insurance companies is held mainly by commercial banks, the foreign sector, and households,

II. Liquidity

A. Assets

a. Marketable

i) Unclassified II-ii: foreign paper includes some non-marketable claims.

b. Plants and equipment and other non-financial assets V and VI:

The value of plants and equipment is obviously overestimated relative to that of other non-financial assets; this is so especially if it is taken into account that insurance institutions in general maintain a great part of their assets in various forms of real estate which is not used directly in the process of production of their current services and most of which yields income. Probably in the original individual accounts such assets are included in Plants and equipments and only a small part, such as non-financial assets which are to be sold, is reported as other non-financial

assets - a different criterion from the one applied here. Cf. notes on IRB, 8-II-A-b, above.

II. CAPITALIZATION COMPANIES (CC)

I. Sectors

A. Assets

i) Commercial banks I-ii: the bulk of demand deposits is with commercial banks. For details see the notes on the corresponding item of the commercial banks, 9-I-B-i, above.

II. Liquidity

A. Assets

a. Marketable

1) Unclassified II: Securities include shares.

B. Liabilities:

i) Short-term: I-1; The bulk of dividends, Bonuses, and profits to be distributed is short-term obligations.

II. LIQUIDITY

1.1 Financial assets have several characteristics and all of them are relevant. Risk of default, e.g., is one of them; it makes for a high rate of interest. The choice of the time for which funds are available to the borrower and the liquidity of the respective asset for the lender (both referred to, for brevity, as liquidity) as the principal element qualifying a given asset hardly calls for a justification. ^{1/} Ordering assets (i.e., assets and liabilities for any given unit) by liquidity rather than by the terms by which they are identified in their respective balance sheets, such as "cash", "deposits", "discounts", "debentures", and so on does not imply that the latter are analytically irrelevant. They may or may not indicate the liquidity of the asset which they denote, but at any rate they refer to characteristics which are relevant at least to the operational purposes of the units involved; and very often these terms suggest liquidity and/or sectoral characteristics which are of interest here. Thus, cash means "demand claims against the monetary authorities", discounts "short-term marketable claims of the banking system", and so on. Classification of assets by liquidity isolates the particular characteristic which is of interest here and considers assets with respect to this characteristic alone. In several—perhaps in most—cases liquidity alone can explain absolute levels of, and differences between, various financial prices (interest rates) and/or quantities. If, however, assets with identical liquidity differ in other characteristics, qualifications are called for respectively. It must be remembered that concentration on liquidity does not imply that this is the unique significant qualifying element of financial assets and that there may be cases where other characteristics play quite an important role. This holds for any given degree of monopoly in the financial markets.

2.1 The liquidity classification which the available data have made possible is shown below. An indication of the proportion of unclassified items ("UN") is given in Section IV-A, Paragraph 3.2.3, below.

<u>Liquidity</u>	<u>Abreviation</u>
Financial assets (liabilities)	FA, FL
Demand	d
Short term	s

^{1/} Cf. the discussion of liquidity of chapter two, above.

<u>Liquidity</u>	<u>Abreviation</u>
Long-term	l
Indefinite	in
Shares	S
Unclassified	UN
Equity	E
Non financial assets	NFA
Plants and equipment	PE
Other tangible (or physical) assets	TA
Fictitious (FA only)	Fict.
Marketable	Mkt
Non-marketable	NMkt

2.2 Thus financial assets and liabilities are classified by term of maturity; and financial assets are classified also by marketability. It goes without saying that the classification of a given asset or liability must express the liquidity of the given asset or liability to the unit to which it pertains; and while in most cases the two sides of a given financial relationship have identical liquidity, some cases may exist where they do not. Thus, the asset and liability side of a given financial relationship need not be "mirror reflections of each other" ^{1/}. The compulsory deposits of the commercial banks with the monetary authorities (reserve requirements), e.g., are demand obligations for the monetary authorities but "indefinite" claims for the commercial banks ^{2/}. This is a unique case in the entire system considered in this study. An analogous but somewhat more complex, question arises with respect to the marketability of assets; it is taken up in Paragraph 3, below.

^{1/} Cf. G.S. Dorrance, "Balance sheets in a system of economic accounts", International Monetary Fund Staff Papers, October 1959, pp. 186-187 and 195-196. The statement is made in connection with valuation of marketable securities. This is considered in paragraph 3.2, below.

^{2/} "Demand" and "indefinite" are defined later in paragraph 4.3 and 4.4 below. For details on the case of these compulsory deposits see the notes on sectors and liquidity (in the appendix to section IV), 1-II-B-i.

2.3 Original term of maturity must not be confused with actual age of assets. Maturity at any given moment reflects past decisions; but it is actual age, not term of maturity, that is important for financial behaviour in any given period of time. For a holder of a two-year bond, or a borrower of a two-year loan, which is due in six months the existing financial stock has an effective maturity term of six months, not two years; and the holder or borrower's, financial decisions, in as much as they depend on existing financial stocks,^{3/} will be based on the current, not the original term of maturity. Likewise, the rate of interest at any moment of time, if the asset is marketable (paragraph 3, below) will be determined by the period to redemption, not the original term of maturity. The only way to cure this shortage of information is by knowing gross flow of rather than net increment to the existing stock of each respective asset in each period. Otherwise there is nothing that can be said about effective term of maturity, except that effective maturity is necessarily shorter than the original term and that average effective maturity changes in the same direction as original average maturity: the decline of long relative to short-term debt during a given period, e.g., implies a shortening of effective maturity during the given period.

3.1 Marketability is the capacity of an asset to be transformed into assets which are used as means of payments at any time. Bonds, e.g., as well as physical assets, are perfectly marketable; the marketability of loans is zero. Thus, assets are classified as marketable and non-marketable without intermediate categories (degrees of marketability). Liquidity is defined as the capacity of an asset to be transformed into means of payments with minimal loss of its real value. Money, by definition, is marketable par excellence but not necessarily the most liquid of all assets par excellence. Physical goods which can be sold easily can be more liquid than cash in period of high inflation; but industrial plants usually are very illiquid, though they can still be considered more liquid than long-term bonds outstanding in periods of substantial increases in interest rates. Thus liquidity appears to be restricted to marketable assets.

^{3/} Cf. Chapter two, above, and section III-B, paragraph 3, below.

Marketability usually is taken for granted in discussions about liquidity; but marketable securities may be insipid in underdeveloped financial markets.^{4/} In the absence of short-term negotiable paper, financial investors may find it preferable to invest in short-term loans rather than money (with interest institutionally set at zero) or long-term bonds in periods of high and rising interest rates; they would prefer, that is, to part with marketability rather than foregoing yield or submitting to the eventuality of choice between substantial capital losses and the "locking-in" effect. Obviously there is a trade-off between liquidity, in the ordinary sense, and marketability; and it is better, for this reason to combine these two characteristics rather than subordinating the former to the latter. Thus, marketability, like term of maturity, is a component of liquidity in the broad sense used here.^{5/}

3.2 Marketability of liabilities is of the same nature as marketability of assets but with one difference: not always a unit can buy off its own liabilities. Manufacturing firms can buy off their own debentures but banks cannot buy off the demand deposits of their own clients paying out cash (unless they are willing to pay a higher value); hence, the former are marketable for the borrowers, the latter are not. Scarcity of marketable liabilities of financial intermediaries jointly with shortage of information has resulted in dropping this kind of liquidity classification for liabilities. But this is probably of small practical importance.^{6/}

^{4/} In Brazil they remained about, or a little over, 10 per cent of total assets of the Financial System ever since 1951.

^{5/} These questions are treated in some depth in Chapter Two, above.

^{6/} Cf. Dorrance, op. cit., p. 200: "The fact that some liabilities are bought and sold and have a market value is a fact of little relevance to a debtor. Even if liabilities are redeemable by purchase at less than their stated value, debtors are rarely in a position to benefit from this opportunity. They usually must provide for redemption by the maturity date of the liability. Consequently, in most cases, the effective value of a liability is its stated value". In fact, if the (lower) market price is really an opportunity there is no reason why the debtor should not borrow in order to redeem his own liabilities. But (especially in a competitive market--as usually are the markets for securities) the lower price would rather be due to a rise in the rate of interest; or if the debtor is induced to buy off his liabilities by expectations about a decline in the price level, such expectations would probably be shared by his potential lenders.

4.1 A consistent classification of financial assets by term of maturity should be based on maturities with relatively high frequency. This method would be inadequate if the distribution of assets by term of maturity were even or virtually even. But assets are fairly highly concentrated around certain maturities which are determined, among other factors, by financial practices; these, in turn, result from financial needs many of which have their roots in technology (e.g., production period, turn-over, pay-off period, etc.). These needs are not invariable over time, of course, but in most cases they change only slowly and secularly, and classification can be adapted without great difficulty to such changes when they occur or are expected to occur. The problems arising with regards to classification of financial assets are of the same nature as those arising with regard to sectorization of private units but not nearly as acute ^{6/}.

4.2 The only classification applied here involving choice of length of period relates to short and long-term ("s" and "l" respectively). The limit of 180 days is given by the available data and is the most indicated. In a few cases a different limit is applied and is explained in the appropriate place in the notes on sectors and liquidity (in the appendix to section IV-A, below ^{7/}). The lack of a medium-term category is an important deficit; its limits would probably be 6-18 months.

4.3 "Indefinite" ("in") are the assets of unknown term of maturity. Such may be the case due to the nature of the asset or the unit to which it relates. The so-called technical reserves of the insurance companies and the compulsory deposits of the commercial banks with the monetary authorities are indefinite due to their nature: their term of maturity cannot be known due to their nature - at best, it can be only estimated. Many accounts with the national treasury are classified as "in": the treasury often pays and collects at will, as need arises, but always after short or long notice - otherwise they would be demand assets.

4.4.1 Indefinite assets must not be confused with demand assets ("d").

^{6/} Cf. Section III-B, paragraph 4-6 below.

^{7/} See, e.g., these notes, I-II-4-a-i.

The latter are defined unambiguously though the application of the concept in practice is not always free of complications. The most important case relates to voluntary time deposits with the financial intermediaries, which have been classified as short or long-term as the case may be. Yet, these deposits can be withdrawn at any time, regardless of term, with loss of the interest on them ^{8/}. Even so, experience (about their turn-over, etc.) suggests that their holders do not consider them equivalent to demand deposits or, for that matter, to marketable securities: there is no strong evidence of considerable substitution, e.g., between them and corporate stocks. All the same, the can be withdrawn upon demand - and there are small (nominal) reserve requirements on them. The question is debatable and the opposing arguments perhaps are equally strong. The problem relates, of course, to whether they should be included in money or not. The value of these deposits relative to the demand obligations of the financial system is very small, and they can be easily identified in the balance sheet of the financial sectors (table group I, in the appendix to sections IV-A), so that they can be included in demand obligations if it is so wished.

4.4.2 Money is defined as the demand obligations of the financial system - not only the traditionally considered "monetary system" which, in Brazil, consists of the monetary authorities, the Bank of Brazil, and the commercial banks. On the other hand, the deposits with the monetary system reported as "demand deposits" include deposits up to 90 days - in compliance with criterion established by the International Monetary Fund. Neither deposits up to 90 days with three sectors which form the monetary system, nor demand deposits outside this system are important relative to the demand deposits with the system.

5.1 Non-financial assets and equity are included in the system, although they are not financial assets and liabilities, for an obvious reason which is deeper than the mere necessity to present an equality between total assets and total liabilities for each unit: the relationship between financial and physical assets for each unit and for the economic system as a whole ^{9/}

^{8/} Deposits withdrawable after notice, however, cannot be withdrawn without prior notice, as provided for.

^{9/} What Professor Goldsmith has called the "financial interrelations ratio (FIR)" - The Determinants of the Financial Structure, OECD, Report, Paris, 1966.

is of primary interest in financial theory: demand for, and supply of, financial assets is an integral part of the demand for, and supply of, assets; and financial theory is an integral part of the theory of assets. Increment on equity denotes saving; increment on physical assets denotes investment. "Fictitious" is accumulated losses.

5.2.1 "Shares", like equity, denote net worth - the net worth of a private production unit. Unlike equity, however, they are not considered non-financial liabilities: they are financial liabilities of the production firm to its owner(s). This implies a distinction of an individual's personality as a consumer and a producer. As a consumer he is the recipient of the firm's net income, he decides on its allocation, reinvestment in his own firm and purchase of other financial assets. As a producer he decides on the allocation of the funds thus invested in the firm and on the firm's financial relationships (borrowing and lending) with other (consumer and production) units; and he tries to maximize the firm's profit which flows to himself (as a consumer) as income, that is, as a return to his claims on the firm's net worth ^{10/}. Thus, the production unit has profits, which result from its operations, but no income proper to be allocated between consumption and saving; and the consumer unit holds claims against the production unit's net worth, but it holds no physical assets: real capital is used for production and, consequently, is held only by production units.

5.2.2 The choice here is between splitting up the individual's personality as a consumer and a producer or not. If we do, it can be done easily in a way as not to confuse shares with other financial liabilities; and saving — non-consumed income — is placed in its proper context. Apart from this, for practical purposes, it is doubtful whether a stockholder must be considered as real capital owner stricto sensu: individuals buy and sell stocks as they buy and sell bonds or any other paper, with little conscience of holding claims on physical assets; and this is relevant to explaining a stockholder's behaviour. The case may be somewhat different when the owner is also the manager or even a major stockholder, or the capital of the firm is not in the form of stocks ^{11/}; but this does not affect the essence

^{10/} It is trivial to point out that all these do not imply that owner and manager need coincide in the same person. If the owner offers no managerial services to his own firm, he still acts as a producer through the manager.

^{11/} It is clear that "shares" denotes a production unit's net worth, be it any form - corporate stocks or not. In fact, the proportion of stocks for which there is a market at present in Brazil is small.

of the argument; decisions about firm lending and borrowing are made with a firm-income maximization motive, whereas decisions about retaining and distributing profits or purchasing fresh shares are made with a consumer-income maximization motive.

5.2.3 Accounting-wise, an intermediate stage is inserted in the flow of income and saving. Flow-of-funds accounts can still be integrated with national income accounts and both would be more consistent and better suited for explanatory purposes. Retained earnings need not disappear from the scheme and be confused with fresh stock issues. They would simply be reported as flowing to the firm's owner(s) and back to the firm by decision of the owner as a consumer. This is not superfluous: it suggests the relevant aspects of the process, viz. that the owner acts as a consumer in deciding about his firm's income and as a producer in deciding about the firm's financial operations. Retained earnings would then be the result of interaction between the consumer's supply and the producer's demand for funds, constituting financial assets (i.e., claims against third parties - in this case the producer) whose characteristics are (i) no fixed redemption value, (ii) no fixed nominal return, and (iii) no definite term of maturity - this last depending on the share holder himself, if he has the power to decide.

5.2.4 Shares are clearly identified in the liquidity classification applied in this study, and they can easily be excluded from financial liabilities and treated as equity, if it is so wished. Production units, then, like consumer units, could be surplus units ^{12/}.

5.3 If we should apply the above formulation to public units we would have to end up with the "nation" as the share holder - or something equally non-operational. For this reason, the capital of public units is reported as equity, although public units are production, not consumer, units.

5.4 Shares are never included in unclassified liabilities and only in one case - commercial banks - they cannot be distinguished from equity ^{13/}.

6.1 Physical assets for the financial sectors are only land and buildings: in "plants and equipment" equipment is zero. They are reported in historical costs and, save a few special cases, they include depreciation, (which on the liabilities, enters as depreciation reserves in the capital accounts);

^{12/} Cf. Section III-A, paragraph 1, below.

^{13/} See the notes on sectors and liquidity (in the appendix to section IV-A), 9-II-B-iii.

legal depreciation provision at present is 4% annually. Thus, physical assets would be overestimated if it were not for inflation (especially since the middle 1950's). The possibility of correcting for inflation was considered but it has been chosen to leave the original values intact. The reasons are explained briefly below.

6.2 The proportion of the reported non-financial assets to total assets for the financial system in 1951 is 8%; in 1965, it falls to 5%, but if it is revalued, it rises to the improbable level of 20%. This is the result of modest revaluation. The price index used for all years was the wholesale manufacturing product index ^{14/}.

Only stocks were revalued; flows ought to be revalued also, since they must be assumed that they are acquired at the average price levels during the respective years and the values sought refer to ends of years. Hence, as far as this factor is concerned, revaluation is underestimated. On the other hand, some correction has been applied already, especially since 1964, in the values reported in the balance sheets of the financial sectors ^{15/}, according to legal provision ^{16/}. Hence, in this respect, the revaluation applied here is overestimated, though not nearly as much as 100% because the revaluation, if any, already applied by the financial intermediaries is clearly underestimated.

6.3 The commercial banks are believed to have increased the proportion of their physical assets (installations, etc.) as a result of high profitability of banking operations. The proportion of their reported physical assets to total assets in 1951 is 7%; in 1965, it is 9%; if it is revalued, it rises to 23%. On the other hand, it is known that the Bank of Brazil increased its physical assets substantially in 1964 and 1951 and never applied any revaluation. The proportion of its physical to its total assets in 1951 is 2%; in 1951, it is 3%, if it is revalued, it rises to 13%. For the insurance companies, which traditionally hold a high ratio of physical assets, the proportion of total assets in 1951 is 24%; on 1965 the proportion

^{14/} A civil construction index might have been somewhat more accurate. Such an index, however, is available only for the cities of Rio de Janeiro and Sao Paulo and for a two-room residential apartment. All price indices mentioned here are the ones prepared by the Getulio Vargas Foundation.

^{15/} Table Group I, in the Appendix to section IV-A.

^{16/} The price index for that purpose, until 1961 was the wholesale manufacturing product index. After 1961 it is a somewhat different index especially constructed for this purpose.

of the reported value is 48% - suggesting extensive revaluation already applied by these companies; if it is revalued further, it rises to 79%.

6.4 Table VII (In the appendix to section IV-A, below) records reported absolute and percentage values of non-financial and shares and/or equity for 1951 and the reported and corrected values for 1965 for all financial sectors and the financial system as a whole. The above comments, however, are sufficient to show that revaluation, should it be applied, would grossly overestimate the value of non-financial assets. The question to be asked at the outset is why the reported values did not decline as they should be expected to under inflation, whose rate by far exceeded the rate of depreciation of these assets. A number of qualifications can be made perhaps, none of which, however, would offer an explanation to the peculiar phenomenon of proportions of reported values remaining virtually constant and proportions of corrected values being so improbably high. In sum, revaluation must not be attempted unless, at least, the intricacies involved in reporting the value of non-financial assets in the balance sheets of financial intermediaries are mastered and the value of correction already applied by these intermediaries is known.

6.5 The price index and the formula applied to the revaluation presented in Table VII (Appendix to section IV-A, below) is explained in a note preceding the table.

7. A few comments on technical and other points relating to the liquidity classification applied in this section are made in the following appendix.¹⁶

16/ To appear in the final version.

III. SECTORIZATION

A. Introduction - Financial intermediaries

1.1 It is mentioned in chapter two, above, that in order to explain the ratio of capital to financial assets and the financial structure (ratios of the various kinds of financial assets to each other) at the end of any given past period; or to project these values and apply financial planning and policy in any future period; the (net) flow (stock-at-end-of-period) demand and supply functions for each kind of financial assets (supply and demand functions for funds) and for each kind of physical assets in the given period must be known. Financial theory considers the demand for, and supply of, financial assets. As it is mentioned in chapter two, the analysis throughout this chapter refers to flow (change in stocks), not stock, quantities. If all units have identical demand and supply functions (one to one) for financial assets, they can be grouped, for purposes of financial analysis, projections, and planning, into one single sector which would include the entire system ^{17/}; otherwise they must be differentiated into different sectors according to their homogeneity with respect to patterns of behaviour. As it is mentioned in chapter two, this criterion immediately suggests a distinction between private and public units which are assumed to have fundamentally different behavioral motives. The question of behavioral motives of public units is considered in Section III-B, paragraph 6, below. Private economic units are assumed to have identical motives, viz. utility maximization if they are consumer units, or profit maximization if they are producer units, within their given time horizons - this probably still being the closest, though perhaps not universally applicable, approximation to reality.

1.2 Private units are consumer units, non-financial production units, or financial intermediaries. By definition, consumer units hold no capital and

^{17/} This is but one of the relevant criteria for sectorization. Cf. Section III-B, paragraph 1, below.

producer units have no income ^{18/}. Consumer units acquire financial assets (or pay off their financial liabilities), i.e., provide funds, with the excess of their income plus their financial receipts (receipts from sales of financial assets) over their consumption expenditures; and sell financial assets (sell existing financial assets or create financial liabilities), i.e., acquire funds, in order to finance consumption in excess of income and/or to acquire financial assets and/or to pay off their liabilities. Their financial behaviour reflects positive or negative saving; they are the only units for which total assets (which are financial assets need not be balanced by financial liabilities, that is, they are the saving units in the private sector. For both financial and non-financial production units total liabilities (which are financial liabilities) need not be balanced by financial assets: they are the investing units in the private sector. Production units sell assets in order to finance net investment and/or to acquire financial assets and/or to pay off their liabilities; they acquire financial assets (or pay off their financial liabilities), with the excess of their total (current and financial) receipts over their current and net capital expenditures. Financial surplus units are

^{18/} A production unit's income (added value after deduction of all costs, including depreciation of capital) belongs to its owners - the entrepreneur(s): it is the reward of his (their) managerial services, if any, and the return to his (their) claims on the unit's net worth the characteristics of these claims being that they have no definite term of maturity, no fixed redemption value, and no fixed nominal interest; and it affects his (their) behaviour as consumer(s). This formulation implies split personality of the entrepreneur - but only as producer and consumer, not as a financial decision maker. An alternative formulation would be to consider the entrepreneur as owner of capital, thus assuming that consumer units own physical assets as they own financial assets; but it would imply split personality of the entrepreneur as a financial decision maker and would be less suitable for purposes of financial analysis. (Nor need the formulation adopted here be in conflict with income analysis principles and accounting). The relevant problems are considered in connection with shares (included in financial assets and liabilities) and equity (the non-financial liabilities) in the liquidity classification of assets and liabilities, section II, paragraph 5, above.

/the consumer

the consumer units for which income exceeds consumption so that their acquisition of assets plus payment of their liabilities exceeds their sale of existing plus newly issued financial assets; surplus units are saving units. Consumer units can be deficit units but production units cannot be surplus units: in the limit, all of their liabilities are to their respective owners (shares) ^{19/}. If their current plus financial receipts (sales of financial assets) exceed their current plus financial expenditures (acquisition of financial assets), production units are investing units. In a system where all debt is "inside" debt, i.e., where there are no net claims or obligations for the system as a whole, the sum of producers' deficits equals the sum of consumers' surpluses. In the absence of financial liabilities other than shares, the financial flow is equal to the flow of equity and the flow of physical assets; that is the ratio of financial flow to the saving-investment flow is unity. This is the limiting flow value of what Professor Goldsmith has called "financial inter-relations ratio (FIR)" ^{20/}.

2.1 Financial intermediaries, by definition, are units which produce financial services, that is, which trade (not as simple agents, e.g., brokers on given kinds of financial assets (kind of funds) and/or transform one kind of financial assets (funds) into another ^{21/}. They are

^{19/} G Fs. 2, above

^{20/} R. W. Goldsmith, The Determinants of Financial Structure, report, OECD, Paris, 1966.

^{21/} An analogy can be drawn with non-financial production: liabilities (sources of funds) can be considered as inputs and assets (uses of funds) as outputs. Such an analogy would be handy for certain special purposes relating to an analysis of behaviour of the financial firm and to application of quantitative methods; but carried on to a broader scope, it might give rise to inconsistencies and confusion. If we include all assets and liabilities in such a scheme, financial assets and liabilities for the system as a whole would cancel out and would create no problem; but we would be forced into the conclusion the equity liabilities (as opposed to shares - section II, above) are inputs and physical capital goods are outputs, and would have to reconcile the equity-inputs with the physical inputs for the production of physical goods. It may be conceptually consistent to consider equities as original inputs and the physical inputs as outputs and, then, as inputs for the production of physical goods - the final outputs; but it would be difficult to develop on such a framework a flow of funds apparatus which would be suitable for purposes of financial analysis. On the other hand, if we exclude nonfinancial assets and liabilities and consider as financial inputs and output only financial liabilities and assets respectively, we would introduce a differentiation between financial and nonfinancial assets and liabilities which might be useful for an analysis of saving an investment but not suitable for purposes of general financial analysis. There is no reason to introduce such a differentiation. It is preferable, therefore, to restrict the input-output scheme to physical quantities and consider as output for the financial intermediaries the services of transferring resources (funds) among nonfinancial (consumer or producer) units - not the value of their assets - even though the financial input-output formulation may still be useful for application of quantitative techniques.

distinguished from all other units in that they sell financial assets with the purpose of buying financial assets and physical assets to be used only in the production of their financial services. This can be cited as the typical characteristic of financial intermediaries; and units which acquire, apart from financial assets, also physical assets involve themselves in the production of physical goods and can be defined as mixed units ^{22/}. Such a strict definition, should it be applied in practice, would probably result in classifying as mixed units a good part of households and financial intermediaries and perhaps the greatest part of non-financial production units: households hold financial assets and purchase consumer durables on retailer's credit; manufacturing firms are indebted to banks or to households and extend supplier's credit; commercial banks own office buildings which they rent out for income; and so on. The distinction between consumer and production units would be retained; but a classification of the latter into financial and non-financial units would be obscured - unless a consistent and unambiguous criterion is applied. Limiting or average values of observed quantitative relationships, or of changes in such relationships, such as between physical and financial assets or between various kinds of financial assets or liabilities, or some combination of these relationships or changes in relationships, is not a consistent criterion of differentiation between financial and non-financial production units: observed ratios are ex post phenomena which are due to differences in behavioral functions; and a distinction between financial and non-financial units as the two major sub-sectors of the private production sector (as well as the definition of any other major or minor sector) must be based on the behavioral characteristics which are peculiar to the respective units and which generate the unique asset and liability ratios that are observed for the past or are expected to realize in the future.

22/ An apparently consistent breakdown into financial and non-financial production sector in such cases might be applied by splitting up the personality of the unit and present the financial and non-financial stocks as pertaining to different sectors. Such a method, however, would ignore the fact that financial and non-financial decisions in the same unit are parts of a unified whole and it would introduce an artificiality in sectorization which would impair the analytical usefulness of the accounting apparatus. It would blur, in fact, the relationship between physical and financial assets in the same unit - which is among the central points of interest in financial theory.

2.2 Non-financial production units are defined as the units whose principal or predominant activity is the production of physical goods and financial intermediaries are the units whose principal or predominant activity is the purchase and sale of financial assets - and "principal" or "predominant" here must be given not a quantitative but a qualitative expression which explains the observed or expected quantities; it must relate to the purpose of activity. Non-financial production units, then, can be defined as the units for which acquisition of financial assets is not directly dependent on their sale of financial assets and is directly dependent on their production (including sale) of physical goods; "dependent" not in the sense that financial assets are acquired with the receipt from sale or that production decisions are made independently of the conditions in the financial markets and demand for financial assets is adapted (logically ex post) to production decisions already made; but in the sense that demand for financial assets is not made for its own sake but in direct connection with production of physical goods. Since financial services are physical goods, this definition may seem inadequate; (on the other hand, if we explicitly qualify physical goods by excluding financial services the definition would be circular). This is only apparent: physical goods, in the case of financial intermediaries consist exactly of making available funds which originate outside them; that is, acquisition of financial assets is not made exclusively in connection with production of physical goods and is directly "dependent" on their sales of financial assets. Financial services can be defined as purchases of financial assets which are directly "dependent" on, i.e., connected with, sales of financial assets. Thus acquisition of financial assets on the part of households does not constitute financial intermediation, even though indirectly it may become possible (partly or wholly) due to purchase of consumer's durables on credit; likewise, the existence of bank discounts and supplier's credit in a manufacturing firm at the same time does not constitute financial intermediaries and so on.^{23/}

^{23/} If there is a difference between interest to be paid (to banks explicitly) and to be received (included in the price of the goods sold) by non-financial production units, this difference is identical in nature with the reward for financial services - without this affecting the validity of the argument in the text. Such difference makes for a high supply of goods in credit and high demand for banks funds on the part of these units and, other things being equal, makes for high value for financial flows. In the same way, if there is a difference between interest received (explicitly) and to be paid (included in the price of consumer's durables) by households (cont. en la siguiente página)

2.3 The following points may help to clear up ambiguities which possibly arise in connection with the above definitions of financial and non-financial production units:

i) Financial assets held in "direct connection with" or "direct dependence on" the production of physical goods do not include assets which are necessary for the production of physical goods; the latter assets offer no basis for differentiation. Both financial and non-financial units, e.g., hold money for transactions purposes, such as payments of current costs or purchase of capital goods^{24/}. Holdings of financial assets (money and other) for speculation on financial assets constitutes financial intermediation whoever the speculator may be; money holdings for speculation on physical goods; a combination of the two constitutes mixed activity.

ii) Non-financial units do not acquire financial assets except in direct connection with their production of physical goods but financial units may hold physical assets which are not used for the production of their services; thus producing also goods other than financial services - though both kinds of operation are integral parts of a unified whole. In what does an insurance company which holds all of its assets in the form of real estate (and money) differ from an apartment-house owning and renting firm? Indeed, such a company does not have the characteristics of a financial intermediary and, therefore, does not belong to the financial system. If, however, it maintains some part of its assets in the form of financial assets (other than transaction money) it can be classified as a financial intermediary. It will be noticed that insurance contracts do not constitute debt - or else insured goods would be counted twice. Only the "reserves" for coverage of calculated risk constitute liabilities of the insurance companies; and the corresponding proportion to the value of total insured goods must be deducted from this value

^{24/} Holding of money by financial intermediaries (cash, deposits with the monetary authorities, deposits with commercial banks, inter-bank deposits) are not inconsistent with the definition of money as the stock of means of payments outside the financial system (or outside the banking system - as the case may be). The two formulations serve different purposes and each is consistent with respect to its own purpose. Money is an asset for each financial intermediary taken separately - otherwise its total assets would fall short of its total liabilities.

^{23/}(cont.) it makes for high demand for goods on credit on the part of households, and other things being equal, for high values of financial flows. (Cf. Chap. 2, above.) The ceteris paribus condition does not hold in a general equilibrium analysis (where interest rate differentials are a determinate), however, and this factor per se suggests nothing about aggregate financial flows, production of financial services, and saving-investment flow

and must be replaced by the expected risk value which constitutes claims of the insured as a whole against the insurance companies. The fact that the existence of insurance contracts affects the behaviour of each insurance-contract holder is irrelevant here, although, naturally, it must be taken into account in explaining the behaviour of the insured.

3. The distinction between financial and non-financial units is made not simply because they have different demand and supply function for financial assets, (and they are heterogeneous also with respect to the other criteria, mentioned in Section III-B, Paragraph 1, below) but also, and mainly, because financial intermediaries merit special consideration in financial analysis. Financial intermediation is relevant to the quantity of financial flows and the cost involved in the saving-investment process: for example, an increase in financial intermediation, with constant saving-investment and other things being equal, would increase financial flows and possibly social cost involved in the saving-investment process; and the aim of financial policy is to achieve an optimal combination of saving-investment flows and financial flows.^{1/} In sum, private units are classified into consumers, nonfinancial industry, and financial intermediaries, the three major private sectors. Further breakdown of each of these major sectors must be made according to homogeneity of units with respect to their demand and supply functions for financial assets and other criteria which are taken up in Section III-B, Paragraph 1, below.

B. Non-financial units

1.1.1 It is mentioned in chapter two, above, that sectorization implies consolidation, i.e., elimination of intrasectoral debt, is based on homogeneity of units, and involves choice of characteristics to which homogeneity refers^{25/}. Units can be similar in certain respects and can differ in others; they can, therefore, be grouped differently, depending on the choice of characteristics, which in turn is determined by the purpose of analysis: sectorization for flow-of-funds accounting serving purposes of

^{25/} Cf G.S. Dorrance, "Balance sheets in a system of economic accounts", International Monetary Fund Staff Papers, October 1959, pp. 172-175.

^{1/} Cf. Chapter Two, above.

general financial analysis is based, among other things, on behavioral characteristics which relate to financial activity; that is, on homogeneity with respect to demand and supply functions for financial assets. The question of sectorization according to behavioral characteristics is taken up in paragraph 2, below.

1.1.2 Units can be classified further according to criteria relating to special aims of economic policy. Thus, units can be grouped, e.g., according to product, size, or region, when attention is focussed on the production of certain goods, say, certain kinds of capital goods, income distribution, or development of certain regions respectively. Such sectorization often coincides with sectorization based on behavioral patterns or on the other three criteria mentioned in paragraph 1.3 below; sometimes it implies further breakdown of sectors determined with other criteria. In the case of sectorization by product, e.g., it is very likely that a given production sector has unique preferences for assets and/or funds so that the sector is already formed on the basis of its pattern of behaviour. If, however, the demand for, and supply of, all kinds of assets as a function of size (measured by gross or added value for each sector) has unitary elasticity or the conditions in different regions are such that this demand and supply is invariable with respect to the regional distribution of units - both unlikely - then sectorization by size or region does not follow from sectorization by behavioural pattern. Since the present analysis does not relate to particular policy objectives, this discussion is irrelevant here. It is noticeable, however, that shortage of the available grouped data at present in Brazil would make any sectorization other than the one applied in this study (presented at the end of this section) practically impossible, except for regional (State) distribution of a few kinds of assets and liabilities, namely, cash, discounts, and loans of, and deposits with, the banks^{26/}.

1.2 It is mentioned further in chapter two, that sectorization according to behavioural functions for assets alone does not imply lack of intra-sectoral debt: functions may be identical but values of independent variables, (such as income, wealth, or expectations) may change in different directions

26/ Cf. paragraph 1.3, below

for various units; such as may be the case with various consumer units. In this case intra-sectoral debt may be high - and certainly relevant to the overall financial process. Finally, extensive intra-sectoral debt exists within a sector which consists of homogeneous units but where inter-unit non-financial flows exist; supplier's credit is a typical case of financial flow directly related to non-financial flow. Other things being equal, the greater the vertical integration of the production process the lower the financial flows within any sector determined on the basis of homogeneity of units with respect to financial demand and supply functions alone. As it is mentioned in chapter two, this becomes especially important when we come to examine inter-sectoral financial flows vis a vis non-financial flows, which implies integration of income and flow of funds accounts.

1.3 Both of the cases cited in the foregoing paragraph may give rise to inter-unit financial relationships; and the purpose of sectorization is to group units (merely in order to keep the system within manageable limits and to prevent the cost of financial information from reaching prohibiting levels) without concealing inter-unit debt. It follows that sectors must be defined so as consolidation not to conceal intra-sectoral debt - except in as much as it is transitory and occasional. Consolidation, at any rate, need not imply that intra-sectoral debt, if any, is lost sight of; this is simply a matter of organization and presentation of data. In brief, sectorization in such depth as to reveal all inter-unit debt - consolidation being, in the limit, a simple summation of unit flows - is an empirical question which must be resolved ad hoc. Sectorization satisfying simultaneously all criteria mentioned above - (i) behavioral homogeneity, (ii) similar changes in values of independent variables, (iii) lack of inter-unit non-financial flows, and (iv) purposes of special nature, such as sectoral or regional development - that is, sectorization with no, or negligible, intra-sectoral debt, would probably result in so detailed a system as to be difficult to manage - and would probably involve a rather prohibiting cost for most, including all underdeveloped countries. A number of concessions is inevitable, and obviously such concessions should satisfy all purposes to a balanced degree rather than sacrificing one at the cost of the other^{27/}. Sectorization

^{27/} This depends on the government's a priori evaluation of the importance of the various kinds of flows and its long-term policy objectives.

according to behavioral homogeneity of units receives special treatment in the following paragraphs mainly for three reasons: first, because it relates directly to the demand and supply functions for assets, which are the starting points of financial analysis^{28/} second, because it can be used as the starting point of a systematic sectorization which would take into account also the other three criteria mentioned above; and third, because of the problems which it presents in its practical application^{29/}. It must become clear at the outset that the sectorization applied in this study (presented in section III-C, paragraph 2, below) has been dictated by the availability of data alone: it does not satisfy any criterion adequately^{30/}.

2.1 The flow demand for, and supply of, each kind of financial assets (supply and demand for each kind of funds) for each private unit is determined by a number of variables which can be grouped as interest rates, wealth, income, and relative prices; these are considered in chapter two, above, and are summarized in paragraph 3, below. Each demand and supply function is premised on given preferences and a given degree of money illusion. The question of preferences is particularly important in developing countries; it is taken up in the following paragraph 2.2. The existence of money illusion may be important for sectorization. Money illusion may be practically nil for most financial decision making units - certainly for the bulk of financial intermediaries especially under conditions of continuous or frequent changes in the general price level. To the extent that money illusion exists and that various units suffer from it in different degrees, however, sectorization must be based, if possible, also on differentiation between units with respect to money illusion. Units may react differently, e.g., to changes in money values which do not reflect changes in real values. Changes in money values corresponding perfectly to changes in real values or accompanied by no change

28/ Financial theory is the theory of demand for, and supply of, financial assets: the absolute value and the inter-sectoral and liquidity structure of financial flows in any given period of time is the outcome of flow demands and supplies of the various economic units for the various kinds of financial assets in the given period, cf. chapter two and sub-section above.

29/ Some of these problems arise equally sharply in connection with sectorization with different criteria, in which case the comments made in the following paragraphs apply respectively. Detailed consideration of all these problems would carry us too far and is not necessary for the purposes of this study.

30/ Some specific comments about the existing shortcomings and commendable improvements are made at the end of section III-C and its appendix.

in real values whatever practically do not exist; intermediate cases are the common cases. Money and real income grow together, e.g., but money income may grow more. Units may react differently to the same change in real values depending on the change in money values which accompanies it. Differentiation among units with respect to money illusion is perhaps as difficult to apply as it is with respect to any of the real variables listed in paragraph 3, below: but it is equally necessary especially as long as such measures as changes in the supply of money remain among the handiest tools of financial policy in both developed and underdeveloped financial markets.

2.2.1 Preferences (in a broad sense, i.e., including attitude toward risk and entrepreneurial mentality - such as tendency to innovate) at best can be known; but (save in case of non-operational theorizing) they cannot be taken as "given". Preferences may remain virtually constant or may change substantially even in relatively short periods of time; and if the problem of development is to be considered in a broader framework than "pure" economics, as it should be especially when we come to planning and policy formulation for a relatively long period in the future, preferences, like technology or population, must be treated as an endogenous variable of the system. This must be applied in as much as it is feasible, even though a precise formulation is impossible. For to consider preferences as an exogenous variable would be equivalent, for all practical effects, to refraining from taking their eventual change into account. The difficulty which arises with respect to a future period starting at the present moment is that, at best only preferences at the outset can be known and that eventual changes must be presumed by whatever intuitive means are available.

2.2.2 For one thing, it is almost certain, especially in a developing economy, that the available goods change. New goods appear, and this is equally likely for both financial and non-financial goods - especially in the early stages of development finance. It may occur due to private initiative and/or government policy.

In the latter case the government would be aware a priori about the change in the available goods; but also in the former case the government, through its specialized research agencies, may have some notion in advance. Units which are similar in all respects at a given moment or period of time must

/be differentiated

be differentiated, for purposes of financial projections and planning, if they are presumed to have different demand or supply functions for the new financial assets which are expected to appear. Now, the appearance of new goods inevitably bears with it a change in preferences which will affect the demand and supply functions for the pre-existing goods - the the point, in fact, that some of them may disappear. Assume, e.g., an increase in income which is associated entirely with new goods, that is, which leaves the quantities of all pre-existing goods intact. Even in this limiting, and practically impossible case, demands for pre-existing goods become different functions of income: they become less elastic - the implicit assumption here being that there is no complementarity between new and pre-existing goods. In reality, however, even assuming no complementarity between new and pre-existing goods, it is very unlikely that preferences for the latter goods relative to each other will not change. This may or may not affect the homogeneity of units. Units must be differentiated, then, if they are presumed to have different functions for the expected financial assets as well as if they are presumed to develop different functions for the pre-existing assets due to the appearance of new financial and non-financial goods.

2.3.1 Systematic sectorization with respect to demand and supply functions for financial assets on the premise of an actually existing spectrum of goods is sufficiently difficult already - even with the lack of precision which we come to admit later in this section. Taking into account also goods for which there is no market at present but is expected to be in the future makes the task practically impossible. Provided, however, that rough approximations are used to replace systematic sectorization, expected effects of the appearance of new goods must be taken into consideration in as much as it is practically feasible. It is needless to point out that appearance of new goods and change of preference is not a hypothetical case. International advertising and demonstration effects are ever-present in a developing society. It is known from historical experience that industrialization nearly always has a central role in the process of development; and industrialization implies new capital and consumers' goods as well as new financial assets. Hence, financial development planning must take into account the implications of the appearance of new goods for the demand for, and supply of, financial assets. If the appearance of new goods were associated entirely with new units, the problem of grouping pre-existing units might not be very acute; but since
/pre-existing units

pre-existing units also enter in the markets of new goods, these units must be grouped not only according to their current preferences but also according to the preferences which they are presumed to develop with the appearance of new goods. It is possible that units will retain their homogeneity; but this is not necessarily - in fact, rarely is - the case and it cannot be asserted a priori.

2.3.2 Change of preferences due to the appearance of new goods, i.e., associated directly with innovations may be massive and abrupt or gradual for the community as a whole. Certain goods, like low-priced consumer's non-durables, may gain their final position in the system of preferences of the community as a whole shortly after their appearance. Others, such as automobiles, may be considered "rich man's" commodities until their circulation grows beyond a certain point. This may be a demonstration effect within the national borders. Uncertainty about the future real value of some financial assets due to inflationary experience, e.g., may induce households to turn to electrical appliances principally as a store of value, upon which they find it hard to part with the comfort offered by such appliances; this implies an irreversible, secular downward shift in the demand for financial assets even though confidence about the future general price level may be restored.

2.3.3 Gradual shifts of preferences affecting financial behaviour, for the community as a whole, may be in fact more frequent and important than abrupt shifts. Observed shifts in the past may serve as indications of shifts to be expected at least in the near future. It would often be difficult to distinguish in a past period effects of changes in preferences, if any, from effects of changes in quantitative variables, such as income or prices, unless demand and supply functions are already known with sufficient precision and shifts of the functions can be detected or changes in prices are not such as to suggest a plausible explanation of observed changes in behaviour and changes in income are obviously not sufficient to justify such changes. Change of preferences, i.e., shifts of all functions, under conditions of constant income and prices are, in fact, rare. Shifts of preferences usually develop hand-in-hand with growth in income and changes in prices which might suggest at least partial explanations of changes in observed behaviour.

2.4. The appearance of new and relative growth of pre-existing physical (capital and consumers!) and financial goods accompanying industrialization occurred, in fact, in Brazil during the last one-and-a-half decade. The

/appearance of

appearance of new, and increase in relative quantities of pre-existing, goods, doubtless, must have had some effect not only on preferences but also on the homogeneity of consumer and non-financial producer units; and should units have had known demand and supply functions and have been grouped according to these functions (paragraphs 3 ff., below) it would probably have been possible to obtain a rather clear idea of the impact of this appearance and growth on the homogeneity at least of production units. (Even with the existing unsystematic knowledge about homogeneity, it might not be impossible to have at least a rough, intuitive idea of differentiation arising, e.g., between certain manufacturing units). On the contrary, the appearance and relative increase of physical goods probably caused no substantial differentiation between financial units. The growth of very long-term credit was practically identified with a new public financial unit - the National Bank of Economic Development - and whatever homogeneity had existed between private financial units probably remained intact^{31/}. Likewise, debentures have an insipid share in total assets at present. An imaginative supply policy (proper advertisement, etc.), however, may cause a shift of preferences toward this kind of assets; and if this shift should impair the present homogeneity of financial and/or non-financial units, it ought to be taken into consideration for purposes of financial projections and planning.

2.5 Here, of course, we are entering into too deep waters. The association of shift of preference with, e.g., technology, is one case of change in preferences in the process of development. Demonstration effects and other causes of changes in utility functions must also be taken into account. As it is mentioned later in this section, at present developing countries - those that have flow-of-funds accounts - in general are far from a systematic sectorization according to behavioural characteristics -

^{31/} Unfortunately no data are available to test this view with respect to very long term domestic credit. It is probable, however, that, apart from Treasury Bonds (which lost virtually their entire value due to inflation), only a few several-year loans existed even in the "parallel" market before the activities of the National Bank of Economic Development. The growth in long-term foreign credit is equally notable. The part of it which relates to financial intermediaries has been flowing mainly through the National Bank of Economic Development and the monetary authorities.

/and they

and they may rationally continue so as long as their investment criteria suggest that they cannot afford the cost involved in improving their flows of quantitative information. This fact, however, does not imply that the qualifications made in this paragraph remain irrelevant until a systematic idea can be obtained about demand and supply functions with the given system of preferences. A substantial change of preferences in the near future, for various reasons, may be expected; and it can be taken into consideration, as much as practically feasible.

2.6 It follows from the above that expectations about interest rates and relative prices, which are included in the variables involved in the financial demand and supply functions summarized in the following paragraph 3, include expectations of prices of expected financial and non-financial goods. Expectations functions are generally difficult to formulate; and the above is perhaps the least operational of all independent variables in the financial demand and supply functions - unless expectations about new goods are held with some certainty. If new goods are expected with certainty, however, it is unlikely that their prices will not be known at least approximately, in advance. Expectations in general include the effects of expected appearance of new goods; and, once more, intuitive means of obtaining some idea about such effects seem to be the most accessible to in practice.

3. The variable which determine flow demand, for, and supply of, each kind of financial assets for private units are considered in chapter two, above, and are summarized below. These demand and supply functions alike for assets with fixed and variable nominal (redemption) value and interest. All variables are in real terms. Each period is a Hicks-Patinkin period, where all debts are paid, incomes received, prices determined, and markets cleared on "Monday", and decisions are made in the beginning of the period for stocks at the end of the period. Prices and price level do change in reality during the period, of course, and "existing stock in beginning of period" (wealth variables - point ii, below) means real value at the end of the period of stock existing at the end of the previous period after payment of debts on the current "Monday", i.e., during the given period. Expectations refer to future "Mondays" within the given time horizon of each unit.

A. Consumer units

1) Interest rates

a) Expected effective rate of interest of asset (return, for demand, or cost, for supply), excluding capital gains or losses due to changes in market value and the general price level.

b) Expected effective interest rate (return or cost) on each of all other assets, excluding capital gains or losses.

ii) Existing financial stocks

a) Existing stock of asset (asset, for demand, or liability, for supply) in the beginning of the period.

b) Existing stock of each other asset (i.e. all other assets and liabilities) in the beginning of the period.

c) Expected (real) value of existing stock of asset (expected market value and changes in price level).

d) Expected value of existing stock of each other asset^{32/}.

iii) Income

a) Current (real) income (including return to existing assets in the beginning of the period).

b) Expected stream of (real) income (including return to existing assets, excluding capital gains or losses^{33/}).

iv) Relative prices

a) Current price of each consumer's durable and non-durable

b) Expected price of each consumers' durable and non-durable

B. Production units (financial and non-financial)

A production unit has no income by definition; it only has profits

^{32/} Points (a) and (b) jointly include absolute value and structure (composition) of existing assets and liabilities; hence, they include absolute value and structure of existing financial surplus or deficit, i.e., net worth. Points (c) and (d) include expectations about these values and structures. Variables under point ii are being referred to, for brevity, throughout this section as wealth, by which in this use of the term, is not meant net worth. For further comments see chapter two, above.

^{33/} Point i isolates the price effects of changes in interest rates. The effects of such changes on wealth and income are included in variables under ii and iii respectively. Changes of rates on assets with fixed nominal interest can have no income effect; they can only have a price and a wealth effect. Changes in rates have no wealth effect on non-marketable assets by definition (cf. the definition of marketable and non-marketable assets in section II, above); for further comments see chapter two, above.

which belong to consumer unit(s) and may (or may not) be invested in the same production unit - depending on the financial decision of the owner(s)^{34/}. Hence, income variables do not enter in the financial behaviour of production units. Likewise, relative prices of consumer goods as such are irrelevant consumer goods in the possession of production units are capital goods. Hence, the demand for, and supply of, financial assets for production units is a function of:

- i) Interest rates (i-a and i-b, above)
- ii) Financial stocks (ii-a, ii-b, ii-c, and ii-d, above)
- iii) Expected return to investment; and
- iv) Degree of utilization of capacity (employment of capital)^{35/}.

4.1 Perfect sectorization of private units means that only units for which each of all these functions have identical elasticity throughout must be grouped together. Such sectorization, however, should it be at all possible, would result in so many sectors that would render the system almost as difficult to manage as if no sectorization were to be applied. For one thing, units with a demand or supply function for any given good with identical elasticity hardly exist. It is necessary, therefore, to substitute a less rigid restriction for "identical" - this being but the first in a series of concessions which become inevitable due to purely practical constraints. "Identical" can be substituted by "similar" or "roughly similar" not only because units with a function of identical elasticity are rare but also because elasticity cannot be identified with precision in the first place.

What should be the limits of "similarity" or homogeneity?

4.2.1 Consider, first, the question of comparing point elasticity at a given level of income or interest. Any a priori classification here, such as "between .4 and .6, .6" and .8", and so on, apart from being difficult to apply to cases neighboring the limits, would be arbitrary; yet

^{34/} Cf. the definition of share and equity in section II, paragraph 5 above; also section III-A, paragraph 1.2, Fn. 2, above.

^{35/} In brief, the higher the marginal efficiency of investment the greater the supply of financial assets - for a given degree of underemployment of capital; but induced investment presupposes zero excess capacity. Cf. chapter two, above.

such a method would probably offer the best feasible approximation if the distribution of elasticity among economic units were continuous and with constant or mildly changing slope. The distribution of elasticity of any given function by units in reality is possibly continuous but rather with changing slope. Units corresponding to the steeper segments of the distribution function, that is, units with more or less the same elasticity, could then be grouped together with units corresponding to the neighboring milder segments. Such ad-hoc limit of similarity of units with respect to elasticity at a given point of a demand or supply function would be defined in this case by the range between the middle point of two successive mild segments of the distribution function. The greater the variation in the slope of the function and the greater the steep segments relative to the mild segments, that is, the greater the concentration of units around the mean value of elasticity in each group thus defined, the more satisfactory this method would be: first, the error connected with estimation of elasticity would probably be restricted to the few units which correspond to the mild segments of the distribution function and near the limiting points, that is, near the middle points of these segments; and, second, there will be a great number of units which will correspond to steep segments and for which probably the given demand or supply function does have about the same elasticity at the given level of income or interest. It must be noticed, however, that units corresponding to mild segments of the distribution function would often represent relatively high values of assets: such units may include large monopoly firms, whereas units with a given function of virtually identical elasticity at a given point could be small units in a competitive market; and it is the size of demand for, and supply of, assets that is of interest, not the number of economic units per se.

4.2.2 The choice of "steep" segments of the distributions function is bound to be arbitrary and must be made in view of analytical convenience. Steepness alone would rarely be sufficient to define the limits of homogeneity of units satisfactorily; range of elasticity must also be taken into consideration. The criteria of steepness alone, should it be applied consistently throughout, might make for sectors with very different ranges of elasticity. It may be advisable, therefore, in defining sectors, i.e., homogeneity of units, "steepness" to be defined ad hoc in the various sections of the distribution

/function; so

function; so that great differences in the sectoral distribution of range of elasticity at any given point of a given demand or supply function be avoided.

4.3.1 We have been considering so far the case of comparing elasticity of a given demand or supply function at a given point of the function. Extending now to the whole demand or supply function, the distribution function will have an infinite number of dimensions (unless, the given demand or supply function has no continuous segments whatever; which again would make classification of units by similarity with respect to the given function a practically impossible task - save the improbable case where each respective segment has constant elasticity. A second concession, therefore, must be made, viz., segment elasticity can be calculated instead of point elasticity; and units can be defined as homogeneous with respect to a given segment of a given function if the elasticity of this segment lies within a certain range. The problems arising in connection with the limits in each range are identical to the ones arising in connection with the definition of homogeneity with respect to point elasticity; they are considered in paragraph 4.2, above. Units would be considered similar with respect to a given function if they have all segments of this function, one to one, with the "same" elasticities.

4.3.2 Now, provided that elasticity can be estimated with some precision in the first place, it is only the elasticity of the relevant segments of each function that matters; that is of the segments which are limited by the maximum and minimum plausible values of the independent variable. This implies knowledge of the shape and the highest and lowest possible positions of the corresponding supply function, in the case of a demand function, or of the corresponding demand function, in the case of a supply function; that is, in effect, knowledge of all endogenous and exogenous factors (including government policy) which may effect the maximum and minimum possible values of the independent variable for the given demand or supply function. This is practically impossible, nor necessary, to estimate this with precision; it can be approximated with the aid of reason, relatively recent experience about these maximum and minimum values and their tendencies, and whatever knowledge exists about the factors which may effect these values.

4.4 This process of identifying homogeneity of units with respect to one function must be repeated for each and every demand and supply function which is mentioned in paragraph 3, above. Estimating demand and supply functions and identifying differences and similarities among economic units with respect to each function is a practically impossible task; and to the extent that it would be at all possible, it would be far too costly - especially in a developing country where resources are scarce. Yet, non-operational theorizing invariably can be put into one use - to prevent intuitive approach from inconsistencies which may not be very obvious. A consistent framework is useful as the starting point of a number of rough approximations with which one must content oneself in grouping units in a convenient and analytically useful way with a modest amount of resources. A first approximation would be simply to consider past behaviour, rather than estimating demand and supply functions per se. Past financial behaviour of units is reflected in their asset and liability structures; current inputs, outputs, and income are shown in their production, expenditure, and receipt accounts^{36/}; current prices and the price level can also be known, even if approximately. Units which for a fairly long recent period have presented similar asset and liability structures and similar relationships of financial to non-financial quantities can be grouped together^{37/}. The definition of similarity here must follow the rules set out in paragraphs 4.1-4.3, above. Such approximation implies in effect identification of similarity of behaviour at realized values with similarity of functions. Whatever systematic effort to cure this defect implies estimation of functions, so that one must rely on intuitive means - reason, experience, and whatever relevant knowledge happens to exist. Units with similar asset and liability structures and similar relationships of financial to non-financial values can be differentiated if it is presumed that such similarity does not reflect, or no longer reflects. similarity throughout the (relevant segment of) each financial demand and

^{36/} This does not imply that their respective aggregates always exist or can be obtained easily.

^{37/} It is tacitly assumed, of course, that all (financial and non-financial) accounts are comparable. Differences in criteria and other inconsistencies relating to individual accounting entries of *tendo* do not satisfy this condition; nor it is always simple to correct for such inconsistencies.

supply function.

5.1 The foregoing analysis applies to the private domestic units in a closed and an open system alike under any institutional and other condition relating directly or indirectly to the international flows of goods and capital funds. The fact that effective prices to domestic units of foreign financial and non-financial goods may be less stable (though this need not be the case) calls for no essential qualifications to the foregoing argument: institutional and other barriers relating to international trade and finance can be treated as cases of *market imperfection*. Such instability in prices may cause frequent changes in demands and supplies and may render the method of identifying homogeneity of units with similar observed behaviour (paragraph 4.4, above) more reliable as an approximation of similarity of functions. On the other hand, the probability of change in preferences is higher in an open than in a closed economy and the lack of differentiation among units with respect to presumed future change in preferences (paragraph 2.2, above) becomes more difficult.

5.2 Coming now to the foreign private units, there is no reason to expect a priori that they would have different demand and supply functions than their domestic counterparts. Yet, they very often have, though perhaps less so with respect to financial than to physical goods. Differences in prices, however, related with geographical distance, foreign trade, and exchange rate policy, and other reasons make for differences in observed behaviour between domestic and foreign private units which may be erroneously interpreted as suggesting differences in demand or supply functions. Indeed the main reason for separating domestic from foreign private sector is to be found along different criteria from behaviour patterns, namely policy goals with regard to foreign trade and finance and especially foreign saving and investment. This question is considered in paragraph 1, above.

6.1 The distinction between public and private sector (in both a closed and an open system) is necessary due to deeper reasons, than the fact that public units appear to have different financial demand and supply functions with respect to interest rates, wealth, income, and relative prices. It is due to the fact that public units have different motives than profit

/maximization: the

maximization: the purpose of public policy is to achieve goals which comply with the government's concept of welfare for the country as a whole^{38/}. There may be public units, however, which do operate on the basis of profit maximization. Such units may be owned by the government; or simply decisions may be made by the government. Such may be the case in Brazil with some of the so-called mixed companies (sociedades de economia mixta) - incorporated companies where the absolute majority of shares is held by the federal government or governmental agencies - and some autonomous enterprises (owned entirely by the federal government (autarquias)). There are two reasons for which it would be preferable to include such units in the public sector. First, they may appear as operating on the basis of profit maximization, whereas in reality they may operate on neighbouring bases which may have apparently similar practical manifestations, such as cost coverage or long-run investment maximization; it is not always easy to distinguish in practice these motives from the long-run profit maximization principle. Second, such units may have been operating on a profit maximization basis but it is always possible to deviate from this principle whenever the government thinks it fit in the context of its overall economic policy. As long as these units happen to operate on identical principles to those of the private units, they can be treated, for all practical purposes, as pertaining to the private production sector - even though remaining as a components of the public sector.

6.2 Since the government, while operating in any market, takes into consideration incomes^{39/} (including its own income) financial stocks, interest rates, relative prices, the price level, and so on, the behaviour of public units can be related to these variables; and public units, like private units, could be classified according to their demand and supply functions with respect to these variables. Demand and supplies for public units,

^{38/} For further comments see chapter two, above.

^{39/} "Incomes" is preferred to "aggregate income" because the distribution (functional and personal) of income is also taken into account.

/however, are,

however, are, on the whole, much more unstable functions of these variables than for their private counterparts; so that these variables have limited explanatory power of the behaviour of public units, and, therefore, offer a weak basis for classifying these units - differentiating them from their private counterparts as well as among themselves. Demand for, or supply of, certain financial assets in anti-cyclical policy, e.g., may be similar for the central government and certain decentralized agencies (especially of the type of public enterprises mentioned in paragraph 6.1, above) at one time and different at another; it is possible, on the other hand, that reactions to changes in interest rates or aggregate income or the price level may always be identical for the central government and certain decentralized agencies. This may be decided ad hoc, but very often it follows from the position of each unit in the public administrative structure. It is likely, e.g., that state governments will display more or less the same behaviour as the central government, whereas public utility enterprises will not. At any rate, it is not likely that public units in general will react in a stable way to changes in economic variables, though this may hold less for public enterprises than for the central government. It is preferable, for these reasons, to include in the public sector all units for which decisions are made by the government (by the central government directly or indirectly - through decentralized agencies) and classify units within this sector primarily according to the position which they have in the administrative structure, that is according to the function which they actually perform in the application of public policy; and secondarily, if possible, according to their reactions to changes in the economic variables which are used as a basis for classifying private production units. The problem of defining "similarity" may arise for public units as it does for private units, though not as sharply as for the latter. Further classifications can be made with different criteria, such as those mentioned in paragraph 1, above.

6.3 The above apply in principle to both domestic and foreign sector, though less strongly to the latter: governments, in pursuing their policy goals, are likely to show smaller dissimilarity to private units in their financial relationships with the rest of the world than in their policy at home; so that the behaviour of foreign governments in the domestic market is likely to be more akin to the behaviour of private units than the behaviour

/of the

of the national government is likely to be. Even so, obviously a distinction between private and public foreign sector is necessary.

C. Brazil - sectors

1.1 It is mentioned in chapter two and section III-B, paragraph 1 above, that the reason for which units must be classified according to their demand and supply functions is to permit an explanation of realized prices and quantities of physical and financial goods in connection with the working of the financial markets, and projections, long-term planning, and short-term policy relating to these markets; that is, to permit explanation, projections, and policy on the interrelations between markets for physical and markets for financial goods, and especially on the interrelations between financial and saving investment flows. As it is mentioned in chapter two, sectorization (as well as the other characteristics of flow-of-funds accounts) must be such as to permit sufficient information to be used for both public and private (consumer and producer) policy purposes. The maximum depth of detail in sectorization, imposed by the difficulty to estimate elasticities of demand and supply functions, jointly with the need to maintain the system within manageable limits, is treated in Section III-B, paragraphs 4-6, above. Refinements beyond these limits can be foregone without loss of significant information.

1.2 If each financial demand and supply functions had constant and equal elasticity for all private units, then, for most practical purposes, the only necessary breakdown within the private sector would be between consumers, non-financial production units, and financial intermediaries; no further breakdown would be required. Changes in the distribution of income or wealth, e.g., would be irrelevant to aggregate demand for, and supply of, each financial asset; and aggregate demand for, and supply of, each asset would be known for any level of aggregate income and wealth, any structure of interest rates and relative prices, and any state of expectations. In such case it would be possible to project financial quantities and apply financial planning and policy without concern about the distribution of income and wealth and on the basis of changes in aggregate income and wealth alone. This hypothesis is trivial and improbable but it helps to illustrate an

/important fact.

important fact - that, all factors considered, a detailed and consistent sectorization of the system is more needed in a developing than in a mature economy and more important for long than for short-term policy - whatever may be the criteria for defining short and long periods^{40/}. The condition of similarity of functions is far from realistic; but it is reasonable to expect that the functional or personal distribution of income would not change substantially within relatively short periods of time; and ceteris paribus, it might change faster and perhaps with greater variations in a developing than in a mature economy. The same applies to the structure of interest rates, relative prices, and expectations. All these relate to the phenomenon of deeper structural changes in relatively long periods and in developing economies. In general, short-run policy is likely to relate to aggregate income and/or the price level in mature and developing economies alike.

Small changes in aggregate income are not likely to be accompanied by substantial structural changes, so that short-run financial policy can operate on the premise that aggregate demand for, and supply of, each financial asset can be treated as fairly stable functions of income^{41/}.

^{40/} The short and long period here can be defined with any (consistent) criterion and must not be confused with the definition given in chapter two, above, for purposes of financial policy, viz, that short period is the period where the financial structure is virtually given so that the only possibility to alter this structure is through a substantial change of the supply of claims against the government or demand for private claims on the part of the government. This "short" financial period, thus defined, may be a rather long period in practice. The handiest financial tool at the disposal of the government, with a given financial structure, is changes in the supply of demand claims against the monetary authorities - net claims or not (e.g. balanced by rediscounts). An increase in this supply, e.g., at first will increase the real stock of these claims, and, as velocity works itself out, will decrease the real stock of assets with fixed nominal value; this latter stock will tend to resume its real value as demand for, and supply of, these assets increase, due to the wealth (net worth and undebtedness) effect, until the ratio of the real stock of these assets to the real stock of other assets reaches its new long-run equilibrium value (which in practice, probably would be different than the previous one). Fiscal and other general considerations, however, often limit the government's ability to change substantially the stock of its own, or private, debt by open-market operations within short periods of time.

^{41/} This holds for any given level of excess capacity (cf. section III-B, paragraph 3, above). Changes in income under full employment conditions imply changes in the stock of capital and thereby, greater changes in the stock of financial assets than otherwise. Hence, changes in the real stock of money related to changes in income are more likely to be accompanied by changes in the stock of financial assets under full employment conditions than under conditions of excess capacity. All this, of course, is no more than phrasing investment demand on financial terms.

2.1 As it is mentioned in section III-B paragraph 1, the sectorization applied in this study is not adequate - it has been dictated by the availability of data. Yet, the existing data for the financial intermediaries in Brazil are by far more adequate for flow-of-funds analysis than for any other sector. The sectoral breakdown, applied in this study, is as follows:

<u>Sectors</u>		<u>Abbreviations</u>
Financial system		F
Public financial		FG
Monetary authorities	(1)	MA
Bank of Brazil	(2)	BB
Federal savings banks	(3)	FSB
State savings banks	(4)	SSB
National Bank of Economic Development	(5)	ENDE *
National Bank of Cooperative Credit	(6)	ENCC *
Social Insurance System	(7)	SIS
Reinsurance Institute of Brazil	(8)	IRB *
Private Financial		FP
Commercial Banks	(9)	CB
Insurance Companies	(10)	IC
Capitalization Companies	(11)	CC
Financial Unclassified		F-UN
Foreign (or rest of world or international)		I
Non-financial		NF
Public non-financial		NFG
National treasury		NT
States and Municipalities		SM
Independent (or autonomous) public entities		IPE
Quasi public companies		QPC
Public unclassified		NFG-UN
Private non-financial		NFP
Agriculture		A
Livestock		L
Manufacturing		M
Commerce		C
Households		H
Private unclassified		NFP-UN
Non-financial unclassified		NF-UN
Unclassified		UN

* Abbreviation used in Brazilian practice.

2.2 The weakest points of this sectorization are the following:

i) The financial system is underestimated. The most important omission relates to the so-called credit-and-finance and investment companies which have been growing especially in the 60's and have come to assume a considerable position among the financial intermediaries - much more important than some sectors which are included in the system only for completeness and thanks to availability of data, such as the reinsurance institute ("IRB") or the capitalization companies ("CC"). A few available data and other information suggest that their total assets in 1965 must have been nearly 5% of the value of total assets of the financial system.^{42/} The financial relationships of these companies with the non-financial sectors are not included in the data; their relationships with the financial sectors are included in "UN" (unclassified).

ii) The commercial banks ("CB") include national banks and affiliates of foreign banks (whose share in total assets of commercial banks is very small, but which play an important role in foreign finance). Commercial banks include private commercial banks, state commercial banks (which must not be confused with the state savings banks), and regional development banks (most of which, however, operate as commercial banks rather than development banks proper). Only private commercial banks belong to the private sector; decisions in the other banks are (or are supposed to be) part of State or regional development policy. An indication of the share of the public non-financial sector in the capital of the commercial banks as a whole is given in the notes on sectors and liquidity (in the appendix to section IV-C, below), 9-1-B-iv,

iii) Manufacturing ("M") includes capital goods, consumer's durables, and consumer's non-durable industries; traditionally industries and "dynamic" industries^{43/}; manufacturing, mining, electric energy, transportation, and utilities. Commerce ("C") includes wholesale and retail commerce. Any of these distributions would be as, or more, important as the distinction between agriculture ("A") and livestock ("L").

^{42/} The value of their most important assets (the so-called "exchange bills" - a kind of marketable guarantee paper for medium-term non-bank industrial and commercial loans) for the bulk of these companies is Cr\$ 695.0 billion; and these are believed to about 70% of their total assets.

^{43/} Professor Clark's distinction, where "traditional" are the industries which grow at the same rate as national income and "dynamic" those which grow faster.

iv) The consumer sector ("H") is not a major sector but is part of the private non-financial sector - together with the private non-financial production sectors. This is the weakest point in the whole system. Much, if not most, of the debt between households and the financial sectors (especially the liabilities of the financial sectors to households, such as demand deposits) are included in "NFP-UN" (private non-financial unclassified). Moreover, there is a serious inconsistency relating to households ("H") and agriculture ("A"). Farm households are included sometimes in "H" (especially in their claims against the financial sectors, such as deposits); sometimes they are included in "A" (especially in their liabilities such as loans).

An indication of the share of the unclassified sectors ("F-UN", "NFG-UN", "NFP-UN", "NF-UN", and "UN") is given in section IV-A, paragraph 3.2.3, below. Further comments on definitions and other questions relating to this sectorization, and to possible consolidations within the financial system for special purposes are made in the appendix to this section.

3. The following sections IV-A and IV-B contain presentation of the data, an outline of the methodological and technical problems involved, and a brief reference to the most pronounced features of the asset and liability structure and the financial surpluses and deficits suggested by the data for the period 1952-1966.

IV. FINANCIAL STRUCTURE AND TRANSFER OF FUNDS

A. Data

1. The theoretical and methodological framework of the study is set out in chapter two, above. The liquidity classification of assets and liabilities and the sectoral breakdown of the system are treated in sections II and III of this chapter above. In this section the basic data and their manipulation in order to fit analytical purposes is presented; the most pronounced characteristics of the financial structure suggested by the data are pointed out briefly in section IV-B, below.

2.1 It is mentioned in chapter two, above, that the financial process involves a complex of financial surpluses and deficits - excess of financial assets over financial liabilities and vice versa - which for the system as a whole sum up to zero. As it is mentioned in chapter two, the existence of surpluses and deficits does not necessarily imply surplus

/and deficit

and deficit units. Overall surplus and deficit for any given unit is the joint outcome of a complex of its surpluses and deficits vis a vis other units of the system; each of which (surpluses or deficits) is in turn the joint outcome of a system of financial relationships with each unit. This last system of relationships may be very simple: manufacturing and commercial units; e.g., may be related only through suppliers' credit; in this case there is only one kind of inter-unit financial flow the value of which alone defines the surplus and deficit of each unit vis a vis each other. But inter-unit financial relationships may be more complex: this often is the case, e.g., between financial and non-financial production units, where surplus or deficit of each unit vis a vis another is the excess of its various claims against, over its various liabilities to, the other unit or vice versa. It is this inter-unit, or, if we consolidate, inter-sectoral, structure of surpluses and deficits and the liquidity structure of the financial assets and liabilities involved in them which suggests the inter-sectoral flow of capital funds and its liquidity composition. Overall surpluses and deficits alone tell very little; for one thing, only consumers and public sectors can have surpluses (in the limit being equal to their total assets), the total of which denotes accumulated aggregate saving, and equals (must equal) the total of deficits of public and private production sectors (in the limit being equal to their total liabilities), which denotes existing capital^{44/}.

^{44/} Cf. the definition of shares and equity in section II, paragraph 5, and the comments on private production units in section III-B, above. If we abandon the unorthodox classification (adhered to here) of a unit's own shares as financial liabilities and include them in its non-financial liabilities, private production units can also be surplus units. As it is pointed out in section II, the data are presented in such a way here that this formulation can be abandoned easily and the traditional formulation can be substituted for it: suffice it to transfer all liabilities classified as shares (S) from the financial liabilities (FL) to Equity (E). The question has some implications which are considered in section II and III, above.

2.2 It is mentioned in chapter two, above, that overall surpluses and deficits for the various units, that is savings, investment, and excess of consumption over incomes, depend - and may depend considerably - on the available forms which sources and uses of funds can take, that is, the available financial instruments; and that it is in view of these instruments that financial decisions of private units are made and through the same instruments that financial policy, as an integral part of stabilization and development policy, operates. This holds equally for consumer units, which usually have very high surpluses relative to their total assets, and non-financial production units, which have high deficits relative to their total liabilities, as well as - and especially - for financial intermediaries, most of which have very small surpluses or deficits. Inter-sectoral financial flows and their liquidity composition, save perhaps a few rare cases, are intimately related. Private units buy and sell financial assets regardless of the unit with which they deal^{45/}. Hence intersectoral flows are accidental outcomes of the financial behaviour of each unit; and the government cannot effect financial flows among private units unless indirectly: if, as usually is the case, it cannot change preferences of the characteristics of assets, it can influence financial flows by changing demand and/or supply of assets which are bought or sold by sectors whose

^{45/} Sometimes the unit to which an asset pertains affects the quality of the asset: risk of default, e.g., is a characteristic of an asset which almost always is not inherent in it but is determined by its issuer. Likewise "development bonds" or "defense bonds" may be more attractive to public minded citizens than other bonds to which are identical in all respects. In this second case, however, it can be said that private units buy bonds not regardless of their issuer, say, the treasury, but exactly in order to finance him. The matter is of small practical importance unless the profit (or utility) maximization motive of the buyer comes to be doubted. (Cf. liquidity classification, section II, and the comments on private units in section III-B above). All these hold, for any financial market with a given degree of monopoly.

flows (from or to) it wishes to influence^{46/}. Public units, unlike private units, do (may) deal with other (public and private) units not on profit maximization principles but with the explicit, conscious purpose of acquiring funds from, or providing with funds, the particular units with which they deal; that is, intersectoral flows may realize for their own sake, not as an accidental result of financial behaviour determined by the variables listed in section III-B, paragraph 3, above^{47/}; buy or sell assets regardless of, say, their liquidity or interest rates: the difference between public and private units relates to the profit maximization motive, not to economic efficiency. In sum, at least for the private sectors, intersectoral flows alone are insufficient to explain themselves - exactly as flows classified by liquidity alone for each sector taken separately at best reveal the financial behaviour of the respective sector but do not provide information about the inter-sectoral structure of the financial process.

3.1 The data presented in this section and its appendix, below, are organized so as to show both inter-sectoral and liquidity structure, simultaneously and separately, for each of the financial intermediaries and the financial system as a whole for the period 1951-1966 inclusive. All data refer to stock quantities at ends of years^{48/}; "December 31" or "end of" is omitted throughout for brevity. The basic significant information is contained in table groups II-VI and in figures A, B and C. All absolute values in all tables are in billions of (old) cruzeiros and are derived

^{46/} Open market operations affecting the availability of funds to private units may be the handiest way to exercise such influence - but open market operations presuppose a rather highly developed securities market. In underdeveloped financial markets institutional constraints and measures to influence the variables which determine financial demands and supplies may be more feasible: such may be the case of a reduction in disposable income of sectors whose demand for assets is such that diverts funds from what the government believes to be socially optimal allocations; such resources can come to the possession of the government through taxation or they may be transferred to other sectors through some redistribution mechanism - apart from open market operations. These questions are part of the broader problems of financial policy in underdeveloped markets and cannot be treated extensively in the context of this study; some reference to them is made in chapter two, above.

^{47/} The importance of this difference in behaviour between public and private units for an explanation of inter-sectoral financial structure is pointed out in chapter two, above.

^{48/} The preference of stock to flow data and the implications of annual, instead of semi-annual or quarterly data are treated in chapter two and section I, above.

directly from the balance sheets - table group I^{49/}; "Cr." and "billion" is omitted sometimes in this section for brevity. Table groups II, III-A and III-B, IV-A and IV-B, V and VI, and the figures contain the basic information about the financial structure proper; they are part of the main text. Table group I, along with some other tables, serve auxiliary purposes (with respect to financial structure) and are included in the appendix to this section^{50/}. The aim and structure of each group of tables and figures and related points are treated in the remainder of this section. The tables which are not included in the appendix and the figures are presented at the end of this section; paragraph 10, below, gives the order of presentation. All data are gathered at the end of this section, although references to them are made in the following section IV-A, for convenience and easier reference and because the methodological and statistical aspects are not auxiliary but like the descriptive and analytical aspects which will follow, primary tasks of this study^{51/}.

3.1.3 The purpose of all tables and figures, except table A, is to show the asset and liability structure of the financial system as a whole and of its components - the financial sectors. Table A shows the share of each financial sector in total assets of the financial system through the period. The ratios shown in table A are the ratios of total asset of each sector to total assets of the financial system as a whole including intra-sectorial (i.e. intra-system) debt. The proportion of intra-sectoral debt to total assets remained virtually constant (about 15%), however, so that

^{49/} The monetary reform of february 8, 1967 substituted the new cruzeiro (NCr.) to the cruzeiro (Cr.) at the rate NCr.\$1.00 = Cr\$1.000.00. Rounding to Cr.\$0.1 billion (equivalent to NCr 1 million) is adequate for all practical purposes. It makes for a few inconsistencies (between individual items and their respective totals) relating to very small items of some minor financial sectors for the earlier years of the period. These inconsistencies are ipso facto insignificant since both the monetary and real value to which they refer is negligible even in the early years of the period when the purchasing power of the cruzeiro was substantially higher. Hence rounding to Cr. 0.1 billion is maintained throughout in order to preserve uniformity on the presentation of the data.

^{50/} The tables are numbered according to their logical order regardless of whether they are included in the main text or the appendix.

^{51/} Cf. chapter one, above.

the ratios shown in table A suggest the shares of the various financial sectors in the total debt of the financial system with the non-financial sectors^{52/}. Data are provided here for all financial sectors but as it can be seen from table A, the monetary authorities, the bank of Brazil, the National Bank of Economic Development, and the commercial banks are the ones which merit special consideration. The share of the social insurance system is also high but the structure of its assets and liabilities (jointly with gaps in their classification) makes it less important.

3.2.1 Table Group I consists of tables I-1a through I-11b. It contains the balance sheets of the eleven financial sectors (intermediaries or groups of intermediaries) "adjusted" so as to fit the methodological and analytical purposes of the present study. These balance sheets have been constructed on the basis of the primary consolidated or otherwise grouped data which were available with the sources cited at the bottom of each table until the end of september 1967 - especially the research department of the Central Bank, the bank of Brazil, and the National Bank of Economic Development, and the special Studies Division of the Department of Exchange Operations of the Central Bank. The system of data especially in the first of these banks is being improved continuously - this often extending to data for the past; so that the data presented in this study are subject to further improvement. All items in the balance sheets are classified sector and liquidity-wise by the appropriate symbols in parenthesis following each item. The symbols denote the sectors and the liquidity categories which are described in sections II and III, above, respectively, and are summarized, for easy reference, in a list preceeding the balance sheets in the appendix. The information required for the classification of items has been obtained mainly (but not exclusively) in the same sources where primary data are available^{53/}.

^{52/} The share of each financial sector in each liquidity kind of total assets and liabilities of the system can also be obtained from the balance sheets (table group I).

^{53/} The collection and classification of the data which appear in the balance sheets became possible thanks to the patience and courtesy especially of the staffs of the research department of the three major banks mentioned above, of which the research department of the Central bank deserves special thanks; the author is particularly grateful for having been provided with unlimited access to the non-confidential information available with this banks and with a research home during february-july 1966 when the author was doing individual research, financed by a fellowship from Rice University whose preliminary findings were eventually incorporated in this study. It is unnecessary to point out that responsibility for all errors which may be involved in the construction of the balance sheets presented in this study and the sectoral and liquidity classification of the items rests exclusively with the author.

3.2.2 The sectoral and liquidity classification of items in the balance sheets is the basis of grouping them according to sectors and liquidity and deriving inter-sectoral debt and liquidity structure of assets and liabilities (table groups II, III, and IV - paragraphs 4 and 5, below). The liquidity of an item as well as the sector to which it pertains is often identified in its title in the primary data; in the cases where it is not, items have been classified according to whatever (reliable) information exists. Shortage of time and resources permitted no systematic sample survey and estimation. Consequently several items remained partly or entirely unclassified. In addition, a few items are classified with some lack of accuracy. In most of these cases the classification given to an item is the appropriate one for the bulk or a great portion of its value; and in no case an item has been classified unless it is known with certainty that the ambiguity does not extend beyond one fourth of its value. All ambiguities of this nature (along with a few others) are commented on in the Notes on sectors and liquidity (hereafter, notes) which accompany the balance sheets. Reference to these notes is made only in the bottom of the respective balance sheets and in the last column of tables II (paragraph 4, below); no reference to them is made in the other tables or in the figures in order to avoid awkward repetition and facilitate their use. Acquaintance with the notes, which explain all ambiguities that have not escaped the author's attention, however, is indispensable before use of the subsequent tables and figures is made. For this reason the notes accompanying each balance sheet are ordered by sectoral and liquidity categories - so as to be consulted in connection with the sectoral and liquidity grouping of the data without need of returning to the item references made at the bottom of each balance sheet. Technical points relating to the sectoral and liquidity classification of the items in each balance sheet and the method of reference to the accompanying notes are explained in a note preceding the balance sheets (table group I) in the appendix.

3.2.3 The unclassified and ambiguous items provide a measure of the adequacy of the data presented here and the confidence which they merit. The unclassified items can be located easily for each financial sector in its respective balance sheet as well as in the subsequent tables;

on the contrary, the ambiguous items can be identified only in the balance sheets (where they are marked with an asterisk^{54/}). The proportion of the values of both of these items to the total assets (or liabilities) of the financial system for 1965 is shown in the following table. "Unclassified" denotes nonfully classified items and consists of totally and partly unclassified^{55/}. "Other" is 25% of the value of the ambiguous items - the maximum error which conceivably is involved in them, though the average error probably is less than half that value. "A" denotes assets and "L" liabilities.

	SECTORS		LIQUIDITY	
	A	L	A	L
<u>Unclassified</u>	<u>13</u>	<u>48</u>	<u>25</u>	<u>5</u>
Totally	6	12	9	5
Partly	7	36	14	-
<u>Other</u>	<u>5</u>	<u>5</u>	<u>4</u>	<u>4</u>

The above summary table for all financial sectors taken together (not consolidated) suggests that generally there is more information available for liquidity than for sectoral classification, more information for the sectoral classification of assets than of liabilities, and more information for the liquidity classification of liabilities than of assets. It also suggests that the value of totally unclassified items is relatively low. The value of partly unclassified items depends, of course, ceteris paribus on the depth of classification: if the public non-financial sector were not broken down into minor sectors, e.g., there would be no "NFP-UN" and

^{54/} Not all asterisks imply sectoral or liquidity ambiguities, however. Some refer to explanations given in order to spare the reader from misinterpretation of certain items.

^{55/} For sectors "partly unclassified" is the total of "F-UN", "NFG-UN", "NFP-UN" and "NF-UN". For liquidity (assets only) it is the sum of "Mkt-UN" and "NMkt-UN. In no case "fully unclassified" can include non-financial assets (NFA), in assets, or equity (E), in liabilities. Cf. the list of sectors and liquidity symbols in the appendix. For details see the liquidity and sectoral classification, sections II and III above.

/the total

the total value of partly unclassified would be smaller^{56/}. Finally, the table also suggests that the error probably involved in the ambiguous items, as a whole, is practically negligible^{57/}. Certain ambiguous items, however, may have substantial shares in some of their respective significant minor groups of items; so that reference to the notes commenting on the ambiguities is strongly commendable.

4.1 Table group II consists of tables II-A and II-B and II-1 through II-11. Tables II-A and II-B refer to the financial system as a whole; tables II-1 through II-11 refer to the eleven financial sectors respectively. Tables II-A and II-B have the same purpose as tables II-1 to II-11, but they are arranged in a different way and provide less informations: tables II-1 through II-11, contain assets and liabilities for 1951 and 1965 classified by sectors and liquidity combined and the corresponding financial surpluses and deficits; tables II-A and II-B show only surpluses and deficits classified by sectors and liquidity separately, for 1951, 1955, 1961, 1965 and 1966. Tables II-A and II-B are presented before tables II-1 to II-11 but the latter tables are considered here first for convenience of exposition.

4.2 In table II-1 through II-11, columns (1) and (4) show assets and their proportion to the total for years 1951 and 1965 respectively. Columns (2) and (5) show liabilities and their proportion to the total. Columns (3) and (6) show surpluses (S) and deficits (D) - excess of assets over liabilities and vice versa - in each line, that is, vis a vis each sector and for each liquidity category (each kind of financial instrument); they also show the proportion of each surplus and deficit to total assets. Reference to the items in the respective balance sheets (table group I is made in a column at the right end of each table. Columns (3) and (6) require special consideration.

4.3 Columns (3) and (6) of tables II-1 through II-11 have two parts. The first part contains the absolute value of each surplus and deficit.

^{56/} Cf. Fn. 6, above

^{57/} Only on relative terms, of course.

The second contains the coefficient of transfer of funds (or coefficient of fund transfer, CFT) which is defined in chapter two, above as the proportion of surplus or deficit to total assets^{58/}. There are four kinds of CFT's reported in columns (3) and (6) of tables II-1 to II-11:

i) The sector pertains to the surplus or deficit vis a vis each sector. For the bank of Brazil (table II-2) in 1965, e.g., the sector CFT for commerce (line "C") is .13 (surplus); for households (line "H") it is -.17 (deficit); that is, the Bank of Brazil has an excess of claims against, over liabilities to, commerce at the rate of 13% of its total assets; and an excess of liabilities to, over claims against, households at the rate of 17% of its total liabilities^{59/}.

^{58/} Coefficients range from .00 to 1.00 relative values in columns (1), (2), (4), and (5) range from zero to 100.

^{59/} This would hold in the normal case where total assets equal total liabilities. This is not the case with the monetary authorities and the bank of Brazil which have unified accounts but are separated here for the purposes of the study (cf. notes on sectors and liquidity accompanying the balance sheets, in the appendix, 1-I-A-1). Since there can be but one coefficient of each kind (for sectors or liquidity) both surpluses and deficits in columns (3) and (6) of tables II-1 and II-2 are divided by (assets liabilities)/2. And since the difference between total assets and total liabilities makes for a corresponding difference between total surpluses and total deficits, this has been corrected by substituting for total surplus and total deficit the value (surplus deficit)/2; this value is divided by (assets liabilities)/2 in order to obtain the overall CFT's - points ii and iv below. In the remainder of this paragraph, it is assumed, for simplicity, that the bank of Brazil (whose case is used as an example throughout this paragraph) has equal assets and liabilities; and, unless otherwise specified by "assets" or "liabilities" (or, "total assets" or "total liabilities" respectively) is meant the mean value of its total assets and liabilities.

/ii) The

ii) The sum of these sector surpluses and deficits are equal to each other; and divided by total assets they give the overall sector CFT. These are the double-underlined totals at the bottom of columns (3) and (6). Thus, the overall sector CFT (for brevity, sector CFT) for the Bank of Brazil in 1965, is .76 (or -.76). This means that the rate of overall inter-sectoral transfer of funds for the banks of Brazil, for 1965, is 76% of its total assets - 76% of total assets are funds which flow through the bank of Brazil from certain sectors to other sectors.

iii) It is mentioned in paragraph 2, above, that each intersectoral debt has a liquidity structure - it realizes through certain kinds of financial instruments. The liquidity structure of net claims against, or net liabilities to, each sector for each financial sector is also given in columns (3) and (6) of each table II. For the Bank of Brazil in 1965, table II-2, column 6), e.g., the deficit vis a vis households (line "H") - 316.8 consists of net demand liabilities (line "H-d") 103.6 and net share liabilities (line "H-S") 213.2. Hence, the CFT for demand claims against, and liabilities to, households is -.06 (deficit); and for share claims and liabilities it is -.12 (deficit). It will be noticed that the values appearing in the sector lines - in this case in line "H" - are not the sums of the values under them, in their respective columns, that is, in this case, of the liquidity surpluses or deficits which pertain to the given sector (H). The surplus or deficit value which appears in each sector line is the algebraic sum of the liquidity surpluses and deficits which pertains to the respective sector. In the example cited above the deficit vis a vis households - 316.8 is the sum of the liquidity deficits under it (-103.6 and 213.6) by mere coincidence: there are no liquidity surpluses vis a vis households so that the sector deficit comes to be the sum of the liquidity deficits under it. This extends of course, to the sector and liquidity CFT's $-.17 = -.06 - .12$ ^{58/}
In line "NFP-UN", however, the sector deficit -328.2 is the result of $-487.1 + 162.9 - 4.6 + 0.6$; that is, the algebraic sum of the liquidity surpluses and deficits under line "NFP-UN". Correspondingly the sector CFT for NFP-UN $-.18$ is the algebraic sum of the liquidity CFT's $-.27 + .09 - 0 + 0$. These values

58/ Difference due to rounding

/for the

for the Bank of Brazil means excess of liabilities to, over claims against, the private non-financial sector at the rate of 18% of its total liabilities; and this deficit to the private non-financial sector is the joint outcome of a demand (d) deficit and a short-term (s) surplus (and other negligible deficits and surpluses).

iv) Finally, the overall liquidity surplus and deficit and the overall liquidity CFT are shown at the bottom of columns (3) and (6) - under the double-underlined totals. It goes without saying that these liquidity surplus (or deficit) totals and their respective CFT's are not the sum of all surpluses (or deficits) in their respective columns. The total liquidity surpluses and deficits are the sums of the surpluses and deficits by each liquidity category derived after grouping all surplus and deficit values of each category which are dispersed under the various sectors. For example, in column (6) of table II-2, total surplus and deficit 1,693.2 calculated as follows:

	SURPLUS	DEFICIT
<u>D</u>		845.2
<u>s</u>	1.047.1	
<u>s + l</u>		53.3
<u>l</u>	713.1	
<u>in</u>	2.4	
<u>S</u>		481.5
<u>UN</u>	185.6	
<u>NFA,E</u>	<u>58.2</u>	
	2.006.4	1.380.0

The difference between total liquidity surplus and deficit 626.4 is identical to the difference between total assets (2,141.3) and liabilities (1,514.9). 1,693.2 is the mean value of total surplus and deficit; which, divided by the mean value of total assets and liabilities gives the overall liquidity CFT.93. This means that 93% of total uses originate from sources of different liquidity. The components of total liquidity surplus and deficit, which are shown in the above summary surplus-and-deficit table, cannot be seen immediately in table II-2 where assets and liabilities are distributed according to the sectors to which they relate. These components

/can, and

can, and must, be taken directly from the "BB" column of the liquidity table for 1965 (table IV-15 - cf. paragraph 5, below) where assets and liabilities are grouped by liquidity categories. This is significant because obviously, overall CFT's reveal little unless their respective compositions are known: they only suggest how much of total flow through a given financial sector implies transfer of funds between various sectors or various kinds of financial instruments, as the case may be - they do not tell which are the sectors or kinds of instrument involved.

4.4 It is obvious that total surplus and deficit (for sectors or liquidity, as the case may be) are equal to each other by definition. They serve to indicate the coefficient of transfer of funds, they do not suggest surplus or deficit sectors (or units). They include the excess of non-financial assets (claims against oneself) over equity (liabilities to oneself) or vice versa - e.g., line "BB-NFA, E", Column 6, in table II-2. This difference between non-financial assets and equity suggests if a sector is a financial surplus or deficit sector. The bank of Brazil on 1965, e.g., is a deficit sector at the rate of 3% of its total assets^{59/}. This is normal for a financial intermediary which maintains physical assets only for the production of financial services (and does not have very high accumulated losses, which would be reported as fictitious non-financial assets, as is the case with the monetary authorities^{60/}. Indeed, financial surplus or deficit for financial intermediaries is practically of negligible significance for the financial structure. The case is different, of course, with consumers and public non-financial units, which are considerable primary sources of saving, and public and private non-financial production

^{59/} This holds, of course, because shares (lines "NT-S" and "H-S") are classified as financial liabilities. If they were classified as equity, the Bank of Brazil would have been a financial surplus unit (though not at a substantially high rate), since the total of its shares exceeds its non-financial assets.

^{60/} Even so, it must be remembered that physical assets are underestimated due to inflation: they are reported in their historical values and have not been corrected for the reasons explained in section II, above.

/units, which

units, which are heavily investing units. On the contrary, the coefficient of transfer of funds is more significant for the financial intermediaries than for non-financial units - though it does merit consideration for the latter units also^{61/}.

4.5.1 Tables II-A and II-B show sector and liquidity CFT's respectively for the financial system as a whole for 1951, 1955, 1961, 1965 and 1966. No combination of sector and liquidity surpluses and deficits is shown - as in tables II-1 through II-11.^{62/} Table II-A depicts the sectors structure and table II-B the liquidity structure of surplus and deficits for the system as a whole. The surpluses and deficits vis a vis each financial sector (in the lines under "F") include the excess of non-financial asset over equity for each financial sector. Intra-sectoral (i.e., intrasystem) debt gives zero surplus and deficit for the system as a whole, of course, and the surplus appearing in line "F" denotes the excess of non-financial assets over equity for all financial sectors taken together^{63/}. Sector surpluses and deficits are derived directly from the last column (F) of the sector matrices for 1951 and 1965 (tables III-1 and III-15) - paragraph 6, below).

4.5.2 The financial system is thus, in effect, consolidated in table II-A - although surplus or deficit of each financial sector vis a vis the rest of the system, that is surplus and deficit relating to intra-sectoral debt, does appear (in the line for each financial sector, i.e., each line under "F"). The system is consolidated also in table II-2, whose data are derived directly from the last column "F" of the liquidity tables for 1951

^{61/} This question is treated at some length in chapter two, see also paragraph 5, below. Cf. also the comments on financial and non-financial units in section III, above.

^{62/} The reason for this - needless to say - is not that this combination is of minor importance for the system as a whole but rather the pressure of time and shortage of resources to which this study has been subjected. No data for the financial system can be presented without including the monetary authorities; and the data for this sector were obtained with great delay. This has been the case especially for the data relating to international flows, for which no substitute was available and which were obtained well later than the data for all other financial sectors.

^{63/} It must be remembered that if shares were included in equity and non-financial assets rather than in financial liabilities and assets respectively, this surplus would be different. For 1965, e.g., it would be only 920.8 - the excess of "NFA" plus share holdings over "E" plus share liabilities for the financial system as a whole. Cf. paragraph 4.5.2, below.

and 1965 (tables IV-1 and IV-15 - paragraph 6, below): surplus or deficit of a financial sector vis a vis the rest of the financial system corresponds to deficit or surplus of the rest of the system vis a vis the given sector; hence all surpluses and deficits of this kind cancel out for the system as a whole - and only remains the excess of non-financial assets over equity (which is shown in line "NFA, E")^{64/}. An important qualification is required here. The consolidation of the financial system in table II-B is not due to an explicit elimination of intra-sectoral debt, as in table II-A. It is a result of the fact that intra-sectoral claims have as their counterparts intra-sectoral liabilities of identical liquidity; so that these claims and liabilities cancel out when we calculate the difference between assets and liabilities of identical liquidity, - exactly as all claims against, and liabilities to, the non-financial sectors of identical liquidity cancel out. Hence, the consolidation of the financial system hinges on the condition that all intra-sectoral claims of given liquidity are perfectly balanced by intra-sectoral liabilities of the same liquidity. To the extent that this condition does not hold the financial system is not consolidated. These cases may be few but not negligible altogether. The compulsory deposits of the commercial banks with the monetary authorities (reserve requirement), e.g., are indefinite claims for the commercial banks but demand liabilities for the monetary authorities^{65/}. Hence, they do not cancel out in the calculation of the differences between indefinite assets and liabilities and between demand assets and liabilities; consequently, they do not cancel out for the financial system as a whole. The compulsory deposits of the commercial banks with the monetary authorities is the only case of this nature in the system under consideration here. Correction is made by subtracting the value of these deposits from the demand liabilities and the indefinite assets (lines "d" and "in" respectively) in columns (1), (2), (4), and (5) of table II-B; so that all surpluses and deficits (except in the "NFA, E" line) imply debt with the non-financial sectors - and table II-B is consistent with table II-A.

^{64/} See fn. 5, above.

^{65/} Cf. notes on sectors and liquidity (in the appendix), 1-II-B-1.

5. Tables II-A and II-B precede tables II-1 to II-11 due to their greater importance. The CFT's for the financial system as a whole, however, are inadequate analytical tools unless the respective CFT's of its components - the financial sectors - are constant relative to each other. This is improbable (but not impossible) for a system which consists of heterogeneous units - units with different demand and supply functions for the various kinds of assets^{66/} - and a system which consists of practically homogeneous units offers little inducement for sectoral breakdown^{67/}. This brings us to the question of the analytical significance of the coefficient of transfer of funds which is treated at some length in chapter two, above. As it is mentioned here, CFT's can be of some practical-analytical use, if they can be determined not simply conceptually (on a general equilibrium model) but with the aid of a few key variables which can be manipulated in practice by measures of economic policy or, at least, can be somehow foreseen. If they cannot, CFT's can still be useful if past experience suggests that they are fairly constant - that they change, if at all, slowly and without violent fluctuations over time. The former hypothesis seems more plausible than the latter: constancy of the coefficients over time would imply identical elasticity of (at least some) demand and supply functions for assets for all, or the main, financial sectors or constancy of the values of their independent variables - especially relative interest rates (term structure) and expectations - and absence of profound changes with structural implications, such as changes in technology or the composition of national product or the distribution of income. It is not likely that CFT's would remain constant, especially in relatively long periods of time, unless rather improbable conditions are realized^{68/}. If at least some coefficients show sufficient stability, the monetary authorities can influence the whole structure of the financial process by operating only with a few assets or in a few sections of the financial market. This holds in connection with both financial and nonfinancial sectors. This question is treated at some length in chapter two, above, and more is said on it later in this study.

^{66/} For these functions see chapter two and section III-B, paragraph 3, above.

^{67/} Cf. section III-A and III-B, above.

^{68/} With regard to the structure of interest rates it will be noticed that a change in the weighted average rate may affect saving and total financial flow but if it does not affect the structure of rates, it may leave the CFT's intact.

Suffice it here to say - that the selection of 1951 and 1965 for showing CFT's does not imply the assumption that they do not change secularly (even over short periods of time) or that they do not fluctuate. Provided that the coefficient of transfer of funds is a useful tool of analysis for financial projection and policy, neither of these assumptions can be adhered to a priori. Greater availability of time the resources would have made possible a closer look at the values of the CFT's through the period under consideration: a study of them at least for 1955 and 1961 - the beginning and end of the most intensive import substitution period - as it is done, e.g., for the sector and liquidity structure of assets and liabilities for the financial system, as a whole, would be strongly commendable.

6.1.1 Table group III - shows the inter-sectoral state of debt and table group IV the liquidity distribution of assets ("A") and liabilities ("L") for each financial sector and the financial system as a whole for years 1951 and 1965 and years 1951, 1955, 1961, 1965 and 1966 respectively. Tables III-A and III-B and IV-A and IV-B which contain summary for the financial system are included in the text. The sector matrices (III-1 and III-15) and liquidity tables (IV-1 and IV-15) are included in the appendix. Tables III-B and IV-B present the sector and liquidity composition (percentage values) of assets and liabilities as a whole. All other tables III and IV contain absolute values only^{69/}.

6.1.2 The liability column "F-JN" in the sector matrices (tables III-1 and III-15) is created in order to provide a liability counterpart to the asset item appearing in line "F-JN"; details are given in the notes on sectors and liquidity (in the appendix), 7-I-A-i. In the liquidity tables (table group IV) financial assets are classified only by term of maturity in the upper part of the tables in order to facilitate comparison with their liability counterparts; they are classified by marketability (and term of maturity) in the lower part.

6.2 Tables III-A and IV-A, III-1 and III-15, and IV-1, and IV-15 show values (billions of cruzeiros). These are important for comparisons with

^{69/} For sector and liquidity composition of assets and liabilities for each financial sector see paragraph 6.2., below.

nonfinancial quantities - which will be taken up later, in the analytical stage of the study. Financial structure proper is shown in tables III-B and IV-B for the financial system as a whole for 1951, 1955, 1961, 1965, and 1966; in figure groups B and C for the monetary authorities, the Bank of Brazil, the National Bank of Economic Development, and the commercial banks for all years; and in table groups V and VI for the rest of the financial sectors for years 1951 and 1965. These tables and figures show the percentage value of each group of assets and liabilities (grouped by sectors to which they pertain and liquidity) to their respective totals. Negative values in the figures are denoted with a broken line at the lower end of each graph.

7. All absolute values of nonfinancial assets ("NFA") presented in the tables are the values reported in their respective balance sheets (table group I); and the percentage values refer to these reported values respectively. A revaluation, in order to correct for inflation has been made and is shown, for 1965, in table VII which appears at the end of the appendix. No use of these corrected values is made in the tables and figures, through a little will be said about them in the following section IV-B. The reasons are explained in section II, paragraph 6, above.

8. A brief reference to the most distinguished characteristics of the financial structure and the coefficients of transfer of funds suggested by the tables and figures described in the foregoing paragraphs is made in the following section IV-B. It goes without saying that the following section is not meant to be a profound and detailed description of financial intermediation in Brazil for the period 1952-1966. Such description (which ought to include a substantial institutional part) jointly with an attempt to explain financial phenomena will be made in the next stage of this study.

9. The tables and figures are presented in the following order:

In the text:

- i) figure A
- ii) tables II-A and II-B and II-1 through II-11
- iii) tables III-A, III-B, IV-A, IV-B
- iv) figure groups B and C
- v) table group V and VI

In the appendix:

- i) table group I
- ii) tables III-1, III-15, IV-1, IV-15
- iii) table VII

The appendix also contains a list of sector and liquidity symbols and the notes on sectors and liquidity which accompany the balance sheets (table group

Appendix to section IV-A

SECTOR AND LIQUIDITY SYMBOLS

I. Sectors

F	Financial system
FG	Public financial
MA (1)	Monetary authorities
BB (2)	Bank of Brazil
FSB (3)	Federal savings banks
SSB (4)	State savings Banks
BNDE* (5)	National Bank of Economic Development
BNCC* (6)	National Bank of Cooperative Credit
SIS (7)	Social Insurance System
IRB* (8)	Reinsurance Institute of Brasil
FP	Private financial
CB (9)	Commercial banks
IC (10)	Insurance companies
CC (11)	Capitalization Companies
F-UN	Financial unclassified
I	Foreign (or rest-of-world or international)
NF	Nonfinancial
NFG	Public nonfinancial
NT	National Treasury
SM	States and municipalities
IPE	Independent (or autonomous) public entities
QPC	Quasi-public companies
NFG-UN	Public unclassified
NFP	Private non-financial
A	Agriculture
L	Livestock
M	Manufacturing
C	Commerce
H	Households
NFP-UN	Private unclassified
NF-UN	Non financial unclassified
UN	Unclassified

* Abbreviations used on Brazilian practice

II. Liquidity

FAL

d

s

l

in

S

UN

E

NFA

PE

TA

Fict.

Financial assets liabilities

Demand

Short-term

Long-term

Indefinite

Shares

Unclassified

Equity

Nonfinancial assets

Plants and equipment

Other tangible (or physical) assets

Fictitious

(FA only)

Mkt

NMkt

Marketable

Nonmarketable

B. Financial structure and coefficients of transfer of funds: salient points.

1. The purpose of this section is to point out briefly the most distinguished characteristics of financial intermediation in Brazil for the period between the beginning of 1952 and the end of 1966.^{73/} These characteristics refer to the sector and liquidity structure of assets and liabilities and the sector and liquidity coefficients of transfer of funds (CFT's) for the financial system as a whole and the most important financial sectors; they are suggested mainly by tables II-A and II-B, II-1, II-2, II-5, and II-9, and III-B and IV-B, and figures B-1a through B-4b and C-1a through C-4b.^{74/} All of these are included in Section IV-A, above.^{75/} Tables II-A and II-B show the sector and liquidity surpluses and deficits and their respective CFT's for the financial system as a whole for 1951, 1955, 1961, 1965 and 1966.^{76/} Tables II-1, II-2, II-5, and II-9 show the sector and liquidity structure of assets and liabilities, the corresponding sector and liquidity surpluses and deficits and their respective CFT's for 1951 and 1965.^{77/} Tables III-B and IV-B show the sector and liquidity structure of assets and liabilities for the financial system as a whole for 1951, 1955, 1961, 1965, and 1966.^{78/}

^{73/} Throughout this section all values pertain to stock quantities. Years denotes the ends of the respective years; "end of" or "December 31" are omitted for brevity.

^{74/} Data for all financial sectors are presented in the foregoing section IV-A and its Appendix for completeness and in order to serve some special purposes which will be considered later, in the analytical stage of the study; but as attention is focussed on financial intermediation as a whole, financial sectors of minor importance are neglected in this section. Cf., paragraph 2, below.

^{75/} Cf. Section IV-A, paragraphs 3-6, above. In order to keep the text as simple as possible reference mainly to these tables and figures is made here. Further details can be obtained in the Balance Sheets - Table Group I, in the Appendix to Section IV-A.

^{76/} Cf. Section IV-A, paragraph 4.5, above.

^{77/} Cf. Section IV-A, paragraphs 4.2 - 4.4, above.

^{78/} Cf. Section IV-A, paragraph 6.2, above.

Finally, Figures B-1a through B-4b and C-1a through C-4b show the sector and liquidity structure of assets and liabilities for the monetary authorities, the Bank of Brazil, the National Bank of Economic Development, and the Commercial Banks.^{79/} As it is mentioned in section IV-A, paragraph 8, above, the purpose of the present Section is to point out the most distinguished characteristics suggested by these data - not to attempt a full description of the process of financial intermediation which must be done in a later analytical stage of the study.^{80/}

2.1. Figure A^{81/} suggests that the monetary authorities (MA), the Bank of Brazil (BB), the National Bank of Economic Development (BNDE), the Social Insurance System (SIS), and the Commercial Banks (CB) hold nearly 90 percent of total assets of the financial system in 1951 and more than 95 percent in 1966. The share of the Federal and State Savings Banks (FSB and SSB respectively) decreased from 7 percent to 3 percent,^{82/} of the Insurance Companies (IC), from 2 percent to 1 percent and of the Capitalization Companies (CC), from 3 percent to practically nil. The shares of the National Bank of Cooperative Credit (BNCC), and the Reinsurance Institute (IRB) remain negligible throughout the period.

79/ Cf. Section IV-A, paragraph 6.2, above.

80/ Comprehensive descriptions of the Brazilian Financial System can be found in the Situação Monetária, Créditica e do Mercado de Capitais: Diagnóstico Preliminar, May, 1966, prepared in the context of the Ten Year Plan of Economic and Social Development by the Escritório (now Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, IPEA), and in O Mercado Brasileiro de Capitais, second edition, May 1965, prepared by Professor Mário Henrique Simonsen for the IPEA ("Documentos IPEA, Nº 2").

81/ Section IV-A, paragraph 3.1.2, above.

82/ Only the four most important FSB and the two most important SSB are included here. Cf. Appendix to Section III-C, above.

2.2.1. It might be interesting to explore the interrelations between the scale of operations of the National Bank of Co-operative Credit and the co-operative activity in Brazil. Probably, as long as the size of the National Bank of Co-operative Credit does not permit it to play an important role, its growth depends on the size of co-operative activity in general. If the latter grows, the Bank may grow also and it may be in a position to contribute substantially to further mutual growth. With regard to the Capitalization Companies - traditional companies having the nature of investment banks - it can be said that apparently they failed to adapt to modern conditions and develop as investment banks proper. The recent appearance of Investment Companies and Investment Banks, whose contribution in the financial process is still incipid, may mark the beginning of a new era if these companies and Banks come to assume an important role in the financial process. This certainly has been the case since the late 1950's or early 1960's with the so-called Credit-and-Finance Companies, which are not included here for lack of data and which in 1965 came to represent nearly 5 percent of the total assets of the Financial System.^{83/} As far as the Insurance Companies are concerned, their growth hinges more on the mentality of the public with respect to insurance in general than on anything else.

2.2.2. Finally, of the Federal and State Savings Banks (which must not be confused with the State Commercial Banks - included in the Commercial Banks), the former still possess 3 percent of total assets of the Financial System but they show a clear tendency to decline. Mortgage loans to households still are their principal assets but much less so than in the beginning of the period, the same holds, though not as strongly, for their principal sources of funds which are demand deposits of households. Lines "H", "H-d" and "H-l" in Table II-3 suggest a clear shift of their assets from long-term claims against households and of their liabilities from demand obligations to households. These are clearly reflected in their liquidity and sector CFT's. The liquidity CFT decreased from .84 to .66 reflecting a shift from both demand obligations

^{83/} Cf. Section III-C, paragraph 2.2, above. This share probably has grown considerably since.

and long-term claims; the sector CFT increased from .26 to .37 reflecting, among other things, the disproportionately low decrease of households Deficit CFT from -.19 to only -.14. The Federal Savings Banks have not succeeded in establishing themselves as important and rapidly growing mortgage banks; and the recent (1966) creation of the National Mortgage Bank ("Banco Nacional de Habilitação") may force them to deviate from their lending operations to households (relative to their total operations) further.^{84/}

2.2.3. The share of the Social Insurance System in total assets of the Financial System is relatively high in the beginning of the period (13 percent) and is retained until 1961; it has been decreasing since, though in 1966 it still is 7 percent. This is higher than the share of the National Bank of Economic Development to which more emphasis is given here (below). Table II-7, however, shows that, in 1951, 94 percent of its liabilities is equity and 5 percent is unclassified; 27 percent of its total assets is nonfinancial assets, 25 percent is indefinite claims against the National Treasury, 6 percent long-term claims also against the National Treasury, and 15 percent long-term claims against households; these values for 1965 are 71 percent and 22 percent; 9 percent, 53 percent, 8 percent, and 2 percent, respectively. The overall liquidity CFT remained constant (.67), but notable changes in the liquidity structure especially of assets took place, which can be seen in Table VI-4 (Section IV-A, above). The proportion of long-term claims to total assets decreased from 21 percent to 2 percent, with a corresponding increase of the proportion of indefinite claims from 27 percent to 53 percent and of unclassified claims from 15 percent to 24 percent. The proportion of equity to total liabilities decreased from 94 percent to 71 percent with a corresponding increase of unclassified liabilities from 5 percent to 22 percent and of long-term liabilities from 2 percent to 6 percent.^{85/} The main components of the increase in the Sector CFT from .66 to .81 (Table II-7) are an increase

^{84/} This holds, of course, in a number of conditions about which nothing can be said at the moment.

^{85/} This is an example of misleading conclusions which can be derived from inter-temporal comparison of an overall CFT above, without examining its components.

in the National Treasury Surplus CFT from .32 to .53 and the unclassified financial sector surplus CFT from .08 to .16; and an increase of the unclassified sector CFT from surplus .02 to deficit -.14. In short, the main changes in the asset and liability structure of the Social Insurance System is a (relative) increase of its (already high) indefinite claims against the National Treasury and decrease of its (already low) long-term claims against households; and a decrease in its equity (which, however, still is 71 percent of total liabilities) and increase in unclassified liabilities. Thus, the asset and liability structure of the SIS is relatively simple and concentrated mainly around the National Treasury and itself - which suggests the direct dependence of the SIS on the Federal Government and the extensive use of its funds on the part of the latter. This does not diminish the importance of the SIS as a financial intermediary; but it calls for relatively few comments on the structure of its operations.

3.1. Figure A suggests a mild (relative) increase in the already high contribution of the Public Financial (FG) sector to financial intermediation: the share of this sector in total assets of the Financial System increases from 54 percent in 1951 to 61 percent in 1966, with a peak of, and mild fluctuations around, 65 percent in the period between 1959 and 1964. It is notable that the share of the FG sector increases sharply in one year's period, i.e., during 1953, from 56 percent to 60 percent; likewise, it decreases during 1965 from 65 percent to 61 percent.

3.2.1. It can be seen from Figure A that the tone in these changes is given mainly by the monetary authorities, whose share increases at a fluctuating rate, from 24 percent in 1951 to 36 percent in 1966, with a peak of 44 percent - nearly double the value of 1951 - in 1964.^{86/} As it is commented at some length later in this Section, however, this relative increase of the share of the monetary authorities is overestimated: it includes capital losses which are not balanced out against equity. If they should be balanced, total assets would decrease by about 10 percent in 1964, and the share of the monetary authorities in total assets of the

^{86/} For the monetary authorities and the Bank of Brazil, for which, taken separately assets do not equal liabilities, the value (assets + liabilities) / 2 is taken. Cf. Notes on sectors and liquidity (Appendix to Section IV-A, above), 1-1-A-i.

financial system for that year would decrease to 40 percent. There would be a decrease in total assets of the monetary authorities for all years since 1959, when capital losses start appearing, at a rate ranging from nearly 20 percent in 1959 to about 7 percent in 1966; this would reduce the share of the MA in total assets of the financial system, in 1959, from 33 percent to 27 percent, and, in 1966, from 36 percent to 34 percent. The share of the public financial sector as a whole would be reduced correspondingly.^{87/}

3.2.2. On the other hand, the share of this sector is underestimated if all Commercial Banks are included in the private financial sector - as they are for lack of data.^{88/} An indication of the participation of the public non-financial sector in the capital of the Commercial Banks is given in the Notes on Sectors and Liquidity (Appendix to Section IV-A, above), 9-I-B-iv. It is mentioned there that this participation for 1965 must not be higher than 15 percent; and this implies that at most 20 percent of total capital of the Commercial Banks is under the decision making power of the public sector.^{89/} Thus, the share of the Commercial Banks (and, in effect, of the private financial sector as a whole) in Figure A should be reduced by 20 percent in 1965 - from 39 percent to 31 percent. This is important because the Commercial Banks appear to be contracting in relative terms from 1951 until 1961 from 41 percent to 31 percent (and the private financial sector as a whole from 46 percent to 32 percent) but turning into mild relative growth since that year until 1964 and a more intensive one since 1964. This, or the greatest part of it is only apparent: it is certain that public Commercial Banks (such as State Banks and regional development banks) have been growing rapidly in the 1960's - though there are no data available to substantiate this statement with some precision.

^{87/} The values for capital losses and equity are reported in the Balance Sheet of MA, Table I-1a, Item III-iii, and Table I-1b, Item VIII. Cf. paragraph 5, below.

^{88/} Cf. Section III-C, paragraph 2.2, above.

^{89/} The share of State Governments in total capital of State Banks is 76 percent. See Notes, 9-I-B-iv.

/3.2.3. Finally,

3.2.3. Finally, it must be noticed that the share of the Bank of Brazil in total assets of the financial system remains virtually constant through the period - about 10 percent. It will be recalled that "Bank of Brazil", for the purposes of the sectorization applied here, denotes the traditionally-considered commercial banking operations of the Bank of Brazil, which exclude all operations with the public sector except for the time deposits of independent public entities and the demand and time deposits of, and discounts and loans to, quasi-public companies.^{90/} The excess of liabilities as to the IPE and QPC over claims to QPC plus the excess of assets over liabilities of the Bank (equivalent to the excess of liabilities over assets of the monetary authorities) reflects transfer of substantial amounts of funds from central banking sources to commercial banking uses, that is, in effect, from financial and public sectors to private nonfinancial sectors.^{91/}

4.1. We can now turn to examine briefly the main characteristic asset and liability structure and CFT's for the financial system as a whole and for the monetary authorities, the Bank of Brazil, the Commercial Banks, and the National Bank of Economic Development, which together, hold 70 percent of total assets of the financial system in 1951 and 90 percent in 1966. The data, with one exception or two will be treated, as they have been so far, as if no ambiguities about them existed, because the error involved is probably small and in order to avoid frequent awkward references; a more profound analysis than the one which is attempted here must take into account the Notes on Sectors and Liquidity, in the Appendix to Section IV-A, above.^{92/}

^{90/} Cf. Notes on Sectors and Liquidity (in the Appendix to Section IV-A, above), 1-I-A-i.

^{91/} The respective data are shown in the Balance Sheets of the monetary authorities and the Bank of Brazil - Table I-1a, Item XII, and I-2a, Item 9. It can be seen there that this transfer of resources from IA to BB is high relative to total assets of the Bank of Brazil - about 40 percent in 1951, about one third in 1966. The shares of the operations with IPE and QPC are shown in Figures B-2a and B-2b.

^{92/} Cf. Section IV-A, paragraphs 3.2.2. - 3.2.3., above.

4.2. Sector and liquidity surpluses and deficits and their respective CFT's for the financial system as a whole for 1951, 1955, 1961, 1965 and 1966 are shown in Tables II-A and II-B; sector and liquidity structure of assets and liabilities for the same years are shown in Tables III-B and IV-B.^{93/}

4.3. From Tables II-A and II-B it can be seen that the overall Sector CFT for the financial system as a whole increases from .50 to .60, with a peak of .64 in 1961 and 1965; the liquidity CFT decreases from .71 to .62, with a peak of .75 in 1955. The liquidity CFT remains virtually constant in 1965 and 1966; but the abrupt decrease of the Sector CFT from .64 to .60 during 1966 is notable. There seems to be no uniform relationship between the CFT's for the financial system and the corresponding CFT's of its components. The Sector CFT for the monetary authorities (Table II-1), e.g., decreases from .67 to .64; for the Bank of Brazil (Table II-2) it increases from .57 to .76; for the commercial banks (Table II-9) it remains virtually constant, viz., .78 in 1951 and .76 in 1965. The liquidity CFT for the monetary authorities decreases from .86 to .65; for the Bank of Brazil it remains virtually constant, viz., .94 and .93; for the commercial banks it increases from .64 to .74. It will be noticed that, in general, Liquidity CFT's are higher than Sector CFT's; this is insignificant because sectors and liquidity are not comparable; and, other things being equal, the value of the CFT depends on the depth of detail in classification: the Sector CFT, e.g., is zero in a one-sector system and it can reach 1.00 if sectoral breakdown proceeds in sufficient depth. Given the sectoral and liquidity classification, however, the increase in the sector CFT and decrease in the Liquidity CFT for the financial system through the given period is significant: it suggests that the role of the System in transforming the liquidity of funds decreased and its role in transferring funds among nonfinancial sectors increased. In the same way, it can be said for the monetary authorities that their role in transferring funds among sectors decreased somewhat and their role in transforming liquidity of funds

^{93/} Cf. Section IV-A, paragraph 4-6, above.

/decreased considerably

decreased considerably; for the Bank of Brazil, that its role in transferring funds increased and its role in transforming funds remained virtually constant; and for the Commercial Banks, that their role in transferring funds remained virtually constant and their role in transforming funds increased.

4.4. The CFT's for the financial system in general are lower than their counterparts of each financial sector. This is as it ought to be since sector or liquidity surpluses and deficits of the various financial sectors tend to cancel out when the system is consolidated. In the limit, the overall CFT for the system may be zero however high the CFT for each sector is: this would mean that the nonfinancial sectors taken together have equal total surplus and deficit with the financial sectors taken together.^{94/} It becomes obvious from this that overall CFT's for the financial system as a whole alone reveal very little.^{95/} In order to obtain a clear idea about the financial process and to be able to project, plan, and apply financial policy we must explore the elements involved in the overall CFT's for the financial system in three directions: the particular sector and liquidity CFT's for the system; the overall sector and liquidity CFT's for the financial sectors; and the particular sector and liquidity CFT's for each sector. This is the more necessary the more these particular CFT's change over time in relation to each other. It will be possible, then, to see how the CFT's for the system relate to their counterparts for the financial sectors, and, perhaps, explain why they relate in the way in which they relate. Otherwise, nothing can be asserted about the complexity of the financial process and its desirable configuration.^{96/}

5. The data presented in this study are constructed so as to fit the purposes of such inquiry. Sector and liquidity structure of assets and liabilities, surpluses and deficits, and their respective CFT's, all for

^{94/} It also means that nonfinancial assets for the financial system as a whole equal equity.

^{95/} Cf. Section IV-A, paragraph 5, above.

^{96/} The question of financial efficiency and optionality of the financial structure is treated in Chapter Two, above.

1951 and 1965, are shown for the four major financial sectors in Tables II-1, II-2, II-5, and II-9. The sector and liquidity structure of their assets and liabilities for all years is shown in Figures B-1a through B-4b and C-1a through C-4b. Table III-B, which shows the sector structure of assets and liabilities for the financial system as a whole, for 1951, 1955, 1961, 1965 and 1966, and Table IV-B, which shows the liquidity structure of assets and liabilities for the same years, jointly with Table Group II and the figures, suggest the following distinguished characteristics of the asset and liability structure.^{97/}

A. Sectors

i) Increase in the share of nonfinancial assets.^{98/} Intra-system debt remains virtually constant - nearly 15 percent - though the structure of intra-system debt changes.

ii) Increase in the obligations to the foreign sector of the monetary authorities (Table B-1b) and of the Bank of Brazil (especially in 1964 - Table B-2b).

iii) Decrease of claims against, and obligations to, the nonfinancial sectors (corresponding to i), above).

iv) Decrease of claims against, and (greater) increase of liabilities to, the public nonfinancial sectors. This reflects the decrease in the net transfer of funds to the public nonfinancial sector. Table II-A shows that the public nonfinancial surplus CFT increased from .16 in 1951 to .19 in 1955; and then it decreased to .14 in 1965 and .08 in 1966, i.e.,

^{97/} All changes refer to relative values and to the financial system as a whole unless a particular sector is mentioned explicitly.

^{98/} The largest component of this increase is the accumulated exchange losses of the monetary authorities (Figures B-1a and C-1a, and Table I-1a, item III-iii). Cf. paragraph 3.2.1., above. If these losses were balanced against equity, equity would disappear and fictitious assets would be lower. They are not balanced out because it is presumed that the monetary authorities intend to cover them with future profits or else sustain them ad infinitum. For details see Appendix to Section III-C, above. On the other hand, physical assets for all sectors are underestimated due to inflation (Cf. Section II, paragraph 6, above).

it practically disappeared in a year's period. This change relates to the National Treasury, which is by far the greatest part of the NFG sector, and to states and municipalities. (Debt with the other NFG sectors - IPE, QPC, NFG-UN - is relatively small.) The phenomenon reflects substantial contraction of claims against the National Treasury especially of the monetary authorities (Figure B-1a) and the National Bank of Economic Development (Figure B-3a).

v) Decrease in obligations to, and especially claims against, the private non-financial sector. Table II-A shows that the (already incipient) private non-financial surplus CFT .06 passed to a deficit CFT -.01; that is, there is no net transfer of funds to the private non-financial sector. Decrease of claims against commerce and households and increase of claims against manufacturing are particularly notable.

B. Liquidity

i) Increase of non-financial assets (Cf. A-1, above) and corresponding decrease of financial assets.

ii) Marketable assets (excluding shares, whose marketability is unknown) remain about 10 per cent of total assets throughout the period.

iii) Demand assets and obligations remain virtually constant, the latter being eight times the value of the former.

iv) Short-term claims and obligations remain virtually constant, the former being ten times the value of the latter. Short-term claims are about four times the value of demand claims, and demand obligations nearly twenty times the value of short-term obligations.

v) Long-term claims increase from 14 percent in 1951 to 19 percent in 1955; and then they decrease to 14 percent in 1961 and remain practically at that level until the end of the period. Long-term obligations increase from 2 percent in 1951 to 13 percent in 1965 and 11 percent in 1966. This reflects an increase in the long-term obligations of the monetary authorities (Figure C-1b) which is not offset by an (absolute) decrease in such obligations of the National Bank of Economic Development (Figure C-3b) and the Commercial Banks (Figure C-4b): Table II-1 shows a deficit CFT-24, for 1965, in the long-term debt with the foreign sector.

/vi) Indefinite

vi) Indefinite claims increase from 16 percent in 1951 to 22 percent in 1961 and decrease to 14 percent in 1966. Indefinite obligations remain practically nil throughout the period.

vii) Share claims and obligations remain virtually constant, the latter being eight to three times the value of the former.

viii) The opposite changes in the share of demand obligations of the monetary authorities and the Commercial Banks in their respective totals (Tables C-1b and C-4b respectively) are notable.

6.1. Unfortunately neither time nor space permit to probe into these problems in greater depth. It goes without saying that the above is no more than a first, very rough, approximation to a systematic inquiry into the several questions which relate to the financial process. Table Group II, which combines sector and liquidity surplus and deficits, jointly with the tables and figures which show the sector and liquidity structure of assets and liabilities (Table Groups III and IV and Figure Groups B and C) provide working material for an analysis of the financial structure proper. Reference to the Balance Sheets (Table Group I) and the accompanying notes on sectors and liquidity must be made for special auxiliary purposes.

6.2. The purpose of this section has been to draw the main lines along which systematic analysis of financial phenomena can proceed. This completes the theoretical, methodological, and statistical part of this study.

